

Журналистское расследование махинаций Уолл-стрит

Лучшая деловая книга 2010 г.

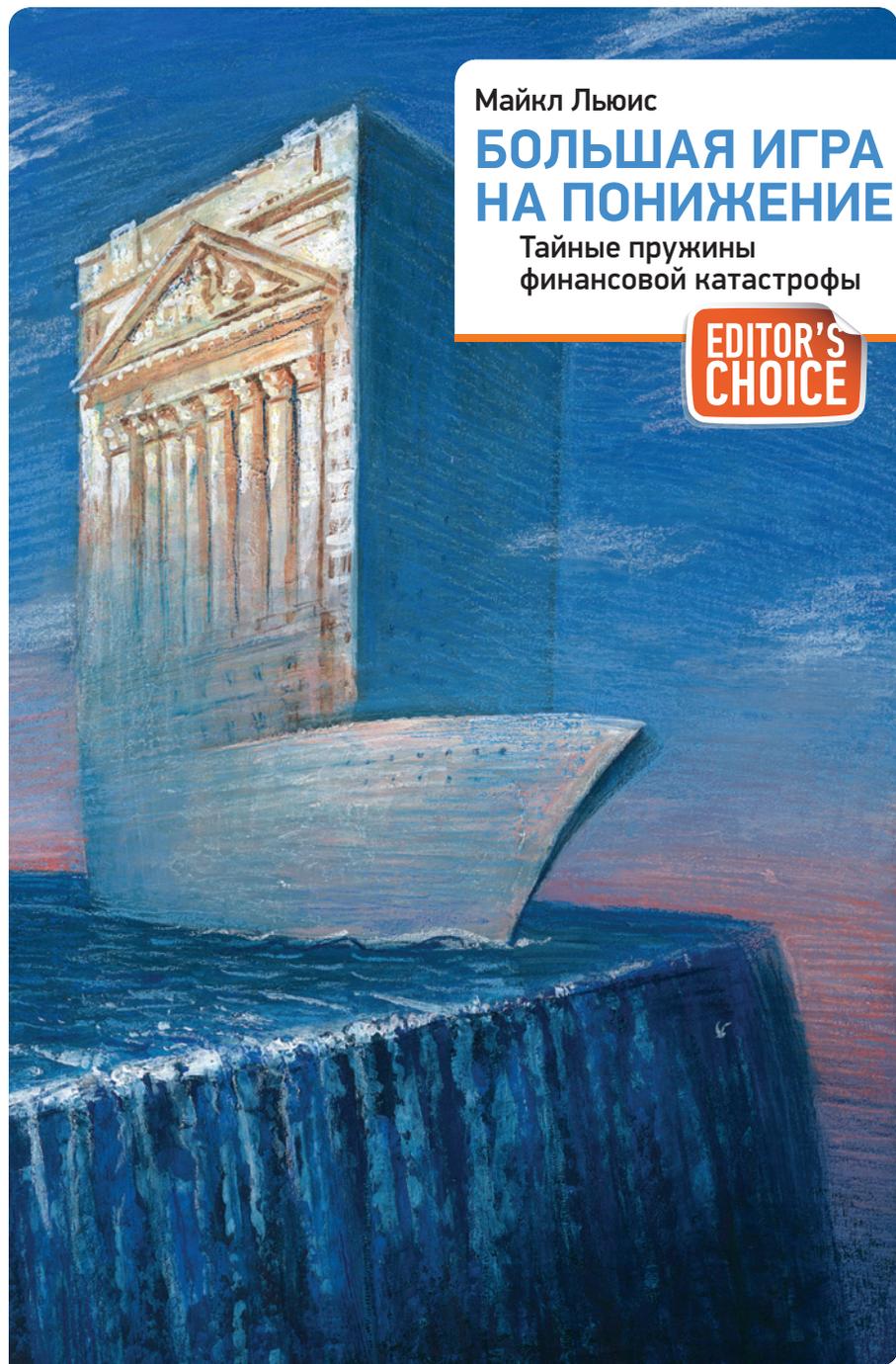
Мировой бестселлер

Майкл Льюис

# БОЛЬШАЯ ИГРА НА ПОНИЖЕНИЕ

Тайные пружины  
финансовой катастрофы

EDITOR'S  
CHOICE



От автора книги «Покер лжецов»



альпина  
ПАБЛИШЕРЗ

Michael Lewis

# The Big Short

Inside the Doomsday Machine



W. W. NORTON & COMPANY  
NEW YORK LONDON

Майкл Льюис

# Большая игра на понижение

Тайные пружины  
финансовой катастрофы

Перевод с английского



Москва  
2011

УДК 338.124.4+82-311.4  
ББК 65.262-971+84(7)-44  
Л91

Издано при содействии  
Международного Финансового  
Холдинга FIBO Group, Ltd.

Переводчики: Е. Бакушева, В. Ионов  
Редактор В. Ионов

**Льюис М.**

Л91 Большая игра на понижение: Тайные пружины финансовой катастрофы / Майкл Льюис ; Пер. с англ. — М.: Альпина Паблшерз, 2011. — 280 с.

ISBN 978-5-9614-1491-2

Майкл Льюис — автор бестселлера «Покер лжецов» — мастер жанра, который можно назвать документальным бизнес-триллером. Он, подобно детективу, сложил из отдельных эпизодов цельную картину мирового финансового кризиса 2007–2009 годов и превратил повествование в захватывающий роман с яркими персонажами, которые видят надувающийся ипотечный пузырь, делают ставки против него и в конечном счете выигрывают.

В течение всего 2010 года «Большая игра на понижение» была лидером продаж по всему миру и получила звание «Книга года» в десятках авторитетных рейтингов, включая интернет-магазин Amazon, журнал *The Economist* и агентство Bloomberg.

Книга ориентирована на широкую аудиторию.

УДК 338.124.4+82-311.4  
ББК 65.262-971+84(7)-44

*Все права защищены. Никакая часть этой книги не может быть воспроизведена в какой бы то ни было форме и какими бы то ни было средствами, включая размещение в сети Интернет и в корпоративных сетях, а также запись в память ЭВМ для частного или публичного использования, без письменного разрешения владельца авторских прав. По вопросу организации доступа к электронной библиотеке издательства обращайтесь по адресу [lib@alpinabook.ru](mailto:lib@alpinabook.ru).*

ISBN 978-5-9614-1491-2 (рус.)  
ISBN 978-0-393-07223-5 (англ.)

© Michael Lewis, 2010  
© Издание на русском языке, перевод,  
оформление. ООО «Альпина», 2011

# Содержание

---

<i>Пролог</i>	Полтергейст	7
<i>Глава 1</i>	Истоки	14
<i>Глава 2</i>	В стране слепых	40
<i>Глава 3</i>	Разве может врать тот, кто не говорит по-английски?	75
<i>Глава 4</i>	Как погреть руки на мигрантах	99
<i>Глава 5</i>	Случайные капиталисты	119
<i>Глава 6</i>	Человек-паук в шикарной гостинице	151
<i>Глава 7</i>	Великая охота за сокровищами	175
<i>Глава 8</i>	Затянувшееся затишье	193
<i>Глава 9</i>	Потеря интереса	214
<i>Глава 10</i>	Двое в лодке	240
<i>Эпилог</i>	Все взаимосвязано	266
<i>Благодарности</i>		278

*Самые сложные вещи можно растолковать и последнему тупице, если у него еще нет представления о них; но даже в самом простом не убедить того, кто твердо уверен, что знает, о чем идет речь.*

Лев Толстой, 1897 год

## Пролог

# Полтергейст

Для меня и по сей день остается загадкой желание одного инвестиционного банка с Уолл-стрит платить мне сотни тысяч долларов за мои советы по инвестициям. На тот момент у меня, 24-летнего, отсутствовал какой-либо опыт составления прогнозов роста и падения акций и облигаций. Да и особого желания заниматься этим тоже не было. Важнейшая функция Уолл-стрит состояла в распределении капитала, другими словами, там решали, кто получит деньги, а кто нет. И поверьте, я мало что во всем этом смыслил. Ни бухгалтерского образования, ни опыта управления компанией — собственных сбережений, которыми можно было распоряжаться, и то не было. В 1985 году я по чистой случайности попал в Salomon Brothers, а в 1988-м — уволился оттуда гораздо более состоятельным человеком. И хотя о своей работе в компании я написал целую книгу, все происходившее до сих пор кажется мне нелепостью — и это одна из причин, по которым я с такой легкостью отказался от денег. Мое положение казалось мне слишком шатким. Рано или поздно кто-нибудь вывел бы меня, равно как и многих других, мне подобных, на чистую воду. Рано или поздно настал бы час великой расплаты, Уолл-стрит пробудилась бы

от сна и погнала из финансовой сферы сотни, если не тысячи юнцов вроде меня, не имевших ни малейшего права рисковать чужими деньгами или убеждать других людей рисковать ими.

Повествование о моем опыте под названием «Покер лжецов»\* (Liar's Poker) велось от лица молодого человека, который успел вовремя умыть руки. Я словно нацарапал и запечатал в бутылку записку для тех, кто пойдет по моим стопам в далеком будущем. Если все эти события не зафиксирует на бумаге их непосредственный участник, думал я, никто в будущем не поверит в то, что подобное когда-либо могло произойти.

Все, что писалось об Уолл-стрит до того момента, касалось преимущественно фондового рынка. С самого начала Уолл-стрит уделяла фондовому рынку основное внимание. Моя же книга описывала главным образом рынок облигаций, поскольку на «пакетировании», продаже и махинациях с растущими долговыми обязательствами США Уолл-стрит в то время зарабатывала гораздо больше денег. Подобная ситуация, на мой взгляд, не могла длиться вечно. Мне казалось, я пишу о делах давно минувших дней, 1980-х годах, когда американский народ лишился финансового рассудка. Я рассчитывал, что читатели будущего придут в ужас, узнав, как в 1986 году генеральный директор Salomon Brothers Джон Гутфройнд, получавший \$3,1 млн, едва не угробил компании. Предполагал, что их поразит история о Хауи Рубине, трейдере Salomon Brothers, работавшем с ипотечными облигациями, который перешел в Merrill Lynch и тут же нанес компании убыток в \$250 млн. Хотел удивить их тем, что когда-то директора с Уолл-стрит имели весьма смутное представление о колоссальном риске, на который идут их трейдеры.

Вот такую картину я рисовал; но то, что после знакомства с моим рассказом и моими воспоминаниями читатели скажут: «Как интересно», я и помыслить не мог. Как наивно с моей стороны! Ни на секунду не мог я допустить, что в мире финансов 1980-е годы затянутся еще на добрых два десятилетия или что количественная пропасть между Уолл-стрит

---

\* Майкл Льюис. Покер лжецов. — М.: Олимп-Бизнес, 2008.

и реальной экономикой в конце концов перерастет в качественную. Что трейдер может зарабатывать \$47 млн в год и чувствовать себя обделенным. Что рынок ипотечных облигаций, зародившийся в операционном зале Salomon Brothers и представлявшийся на тот момент замечательной идеей, обернется одной из самых грандиозных финансовых катастроф в истории. Что спустя ровно 20 лет после того, как Хауи Рубин оскандалился на всю страну растратой \$250 млн, другой трейдер из Morgan Stanley, также по имени Хауи, потеряет на одной сделке \$9 млрд. И при этом лишь узкий круг людей в самой компании будет знать, что он натворил и почему.

Приступая к работе над первой книгой, я не ставил перед собой глобальных задач, а всего лишь хотел поведать миру захватывающую, с моей точки зрения, историю. Но если бы вы, угостив меня рюмочкой-другой, полюбопытствовали, какой эффект эта книга должна произвести на читателей, я бы ответил что-нибудь вроде: «Надеюсь, она попадет в руки студентов колледжей, которые не могут определиться со своей карьерой; они прочтут ее, поймут, что не стоит делать деньги на мошенничестве и обмане и откажутся от пламенной или робкой мечты стать финансистами». Я лелеял надежду на то, что какой-нибудь вундеркинд из Университета штата Огайо, в душе мечтающий стать океанографом, прочтет мою книгу, отклонит предложение Goldman Sachs и отправится бороздить моря.

Однако мои надежды не оправдались. Спустя полгода после опубликования «Покера лжецов» я был завален письмами от студентов из Университета штата Огайо, жаждущих узнать, нет ли у меня в запасе еще каких секретов, связанных с Уолл-стрит. Моя книга стала для них руководством к действию.

Двадцать лет после ухода из компании я ждал, что конец той Уолл-стрит, которую я знал, вот-вот наступит. Выходящие за рамки приличия бонусы, нескончаемая вереница трейдеров-мошенников, скандал, потопивший Drexel Burnham, скандал, уничтоживший Джона Гутфройнда и приведший к закату Salomon Brothers, кризис, который последовал за крахом компании Long-Term Capital Management, принадлежавшей моему прежнему начальнику Джону Меривезеру, мыльный пузырь

интернет-компаний. Финансовая система вновь и вновь дискредитировала себя. Тем не менее крупные банки с Уолл-стрит, увязшие в скандалах по самые уши, продолжали расти, равно как и гонорары, которые они выплачивали 26-летним юнцам за социально бесполезную работу. Восстания американской молодежи против денежной культуры так и не случилось. Зачем свергать мир родителей, когда его можно покупать и продавать по кусочкам?

В конце концов я отчаялся ждать. Никакой скандал или провал не могут уничтожить эту систему, заключил я.

И тут на сцене появляется Мередит Уитни со своим заявлением. 31 октября 2007 года об Уитни, никому не известном финансовом аналитике из никому не известной финансовой фирмы Oppenheimer & Co., узнал весь мир. В этот день она предсказала, что, если Citigroup, дела которой находились в весьма плачевном состоянии, радикально не урежет дивиденды, ее ожидает неминуемое банкротство. Причинно-следственные связи на фондовом рынке не поддаются однозначному толкованию, однако со всей очевидностью можно было утверждать: прогноз, сделанный Мередит Уитни 31 октября, повлек за собой обвал рынка ценных бумаг. К концу операционного дня точно в соответствии с прогнозом женщины, о существовании которой мало кто знал, акции Citigroup упали на 8%, а фондовый рынок США потерял \$390 млрд. Через четыре дня генеральный директор Citigroup Чак Принс покинул свой пост. Еще через две недели банк сократил размер дивидендов.

С этого момента Мередит Уитни превратилась в фигуру, с авторитетом которой нельзя было не считаться. Она говорила — ей внимали. И советы ее были просты. Хотите узнать реальную стоимость компаний с Уолл-стрит? Присмотритесь повнимательнее к сомнительным активам, на покупку которых были пущены заемные средства, и представьте, что они получают за них в случае срочной продажи. Все эти толпы высокооплачиваемых работников не стоят, по ее мнению, и ломаного гроша. На протяжении 2008 года на заявления банкиров и брокеров о том, что с помощью списаний и привлечения капитала они решили возникшие трудности, она отвечала одно

и то же: «Вы не правы! Вы до сих пор не понимаете, насколько безграмотно руководите своей компанией. Вы до сих пор отказываетесь признавать миллиарды долларов убытков по низкокачественным ипотечным облигациям. Стоимость ваших ценных бумаг так же иллюзорна, как и квалифицированность ваших людей». Противники Уитни утверждали, что ее сильно переоценивают; блогеры говорили, что ей просто везло. Да, ее прогнозы сбывались. Но она действительно во многом полагалась на интуицию. Откуда ей было знать, что произойдет с компаниями Уолл-стрит или какие убытки они понесут на рынке низкокачественных ипотечных кредитов, когда даже руководители компаний этого не знали. «Либо так, либо все они лгут, — говорила Мередит, — но мне кажется, они действительно ни о чем не догадывались».

Конечно, не Мередит Уитни погубила Уолл-стрит. Она лишь четко и громко выразила свою точку зрения, которая в итоге оказалась для ситуации в обществе гораздо губительнее, чем многочисленные кампании против коррупции на Уолл-стрит, проводимые прокурорами Нью-Йорка. Если бы рядовой скандал мог уничтожить инвестиционные банки Уолл-стрит, они бы давным-давно прекратили свое существование. Эта женщина ни словом не обмолвилась о коррумпированности банкиров. Она упрекала их в глупости. Как оказалось, люди, в чьи прямые обязанности входило управление чужими капиталами, не могли толком распорядиться даже собственными средствами.

Признаюсь, меня не покидает мысль, что, не уволься я из компании, вина за эту катастрофу вполне могла лечь и на мои плечи. К краху Citigroup оказались причастными мои бывшие коллеги из Salomon Brothers; кое с кем из них я посещал корпоративные курсы профессиональной подготовки. В марте 2008 года я позвонил Мередит Уитни. Наш разговор состоялся незадолго до банкротства инвестиционного банка Bear Stearns, когда его судьба висела на волоске. Если она права, подумал я тогда, то конец финансового мира в том виде, в котором он существовал с 1980-х годов, уже близок. Мне хотелось не только понять, насколько осмысленны ее прогнозы,

но и побольше узнать о женщине, каждое слово которой было гвоздем в крышку гроба фондового рынка.

Свою работу на Уолл-стрит выпускница Университета Брауна начала в 1994 году. «Приехав в Нью-Йорк, я даже не подозревала о существовании такой сферы, как аналитические исследования», — вспоминает она. Сначала ей посчастливилось получить работу в Oppenheimer & Co., а потом ее ждала и вовсе редкостная удача: обучение под руководством человека, который участвовал не только в ее карьере, но и в формировании мировоззрения. Звали его Стив Айсман. «Лучшее, что случилось со мной после разговора с руководством Citigroup, это звонок Стива, который сказал, что мною гордится». Поскольку о Стиве Айсмани я ничего раньше не слышал, особого впечатления ее слова на меня не произвели.

А потом я узнал из новостей, что малоизвестный руководитель одного хедж-фонда по имени Джон Полсон заработал порядка \$20 млрд для инвесторов и почти \$4 млрд положил себе в карман. До этого еще никому на Уолл-стрит не удавалось так быстро заработать такие деньги. Более того, получил он их на игре против тех самых низкокачественных ипотечных облигаций, на которых прокололась Citigroup и многие другие крупные инвестиционные банки Уолл-стрит. Эти инвестиционные банки — как казино Лас-Вегаса: они определяют вероятность. Клиент, который пытается вести против них игру с нулевой суммой, выигрывает лишь время от времени, но не систематически, и уж конечно, его выигрыш не пустит владельцев казино по миру. Тем не менее Джон Полсон являлся клиентом Уолл-стрит. И мы получили пример той же самой некомпетентности, на обличении которой Меридит Уитни сделала себе имя. Казино сильно просчиталось с определением собственных шансов, и это не укрылось от глаз по крайней мере одного человека. Я позвонил Уитни в надежде узнать, не знает ли она кого-нибудь, кто предвидел катаклизм в сфере низкокачественных ипотечных кредитов и сумел прилично нагреть на нем руки. Кто, прежде чем казино спохватилось, успел сообразить, что колесо рулетки начало крутиться с предсказуемым результатом? Кто еще в кулуарах

современной финансовой системы разглядел сломанные винтики ее механизма?

Дело происходило в конце 2008 года. Тогда очень многие специалисты утверждали, что предвидели грядущий кризис, но настоящих провидцев оказалось куда как меньше. И еще меньше тех, кому хватило духа сделать ставку на свой прогноз. Слишком сложно противостоять массовой истерии — не дать финансовым новостям обмануть себя, признать, что влиятельные финансисты либо лгут, либо заблуждаются, — и не сойти при этом с ума. Уитни назвала с полдюжины имен — преимущественно инвесторов, за которых она могла лично поручиться. В списке был упомянут Джон Полсон. А на первом месте оказался Стив Айсман.

## Глава I

# Истоки

Айсман вошел в мир финансов примерно тогда, когда я с ним распрощался. Он вырос в Нью-Йорке, посещал иешиву, с отличием окончил Пенсильванский университет, а затем, не менее блестяще, Гарвардскую школу права. В 1991 году 31-летний Айсман пришел к выводу: карьера юриста не для него. «Я ненавидел свою работу. Мои родители были брокерами в компании Oppenheimer. Им удалось пристроить меня к себе. Не очень красиво, но уж как есть».

Oppenheimer, принадлежавшая к старой гвардии Уолл-стрит, смогла устоять под напором Goldman Sachs и Morgan Stanley. Она походила скорее на семейный бизнес, нежели на корпорацию. Финансовым консультированием индивидуальных инвесторов от имени Oppenheimer Лиллиан и Эллиот Айсман занимались с начала 1960-х годов. (Лиллиан стояла у истоков брокерского бизнеса компании, а Эллиот, начинавший как адвокат по уголовным делам, присоединился к ней позже, когда ему стали докучать клиенты-мафиози средней руки.) Равно уважаемые и любимые клиентами и коллегами, они имели право нанимать любого человека по своему усмотрению. Еще до того как вызволить сына из ловушки юриспруденции, они подыскивали

работу в операционном зале для его старой няни. По пути к кабинету отца и матери Айсман проходил мимо женщины, которая когда-то меняла ему подгузники. В Oppenheimer не возражали против семейственности, однако в компании действовало правило: если Лиллиан и Эллиот хотели принять своего сына, они должны были платить ему в течение первого года из своего кармана, в то время как остальные решали, стоит ли вообще платить ему деньги.

Родители Айсмана, традиционно предпочитающие вкладывать в недооцененные акции, всегда учили сына: по-настоящему узнать Уолл-стрит можно, только став финансовым аналитиком. Занявшись финансовым анализом, Стив начал работать на людей, которые формировали мнение о публичных компаниях. В Oppenheimer работали около 25 аналитиков, чьи выкладки Уолл-стрит в большинстве случаев игнорировала. «Чтобы получать деньги, аналитику в Oppenheimer требовалось только одно: делать правильные выводы и умело поднимать шум для привлечения к ним внимания, — говорит Элис Шредер, которая работала в Oppenheimer со страховыми компаниями, затем перешла в Morgan Stanley и в конце концов стала официальным биографом Уоррена Баффетта. И добавляет: «В Oppenheimer нередко шли против тенденций. В крупных же компаниях людям платили за следование в кильватере». У Айсмана обнаружился особый талант поднимать шум и идти против рынка. Поначалу его определили на должность младшего фондового аналитика, человека на подхвате, собственного мнения которому иметь не полагалось. Но в декабре 1991 года, менее чем через год после его прихода на новую работу, ситуация изменилась. Компания Aames Financial, кредитор, работающий на рынке низкокачественных ипотечных кредитов, стала публичной, но в Oppenheimer никто не удосужился выразить свое мнение по этому поводу. Один из специалистов по банковским инвестициям из Oppenheimer, который мечтал заполучить в свои клиенты Aames, отчаянно пытался найти среди сотрудников аналитического отдела хоть кого-нибудь, кто разбирается в ипотечном кредитовании. «Я был всего лишь младшим аналитиком и только начал соображать, что к чему, — вспоминает

Айсман, — но заявил этому человеку, что в бытность свою юристом занимался сделкой для Money Store». Айсмана тут же назначили ведущим аналитиком по Aames Financial. «Правда, я умолчал о том, что в мои обязанности входила лишь вычитка документов, а сам я ни черта не смыслил в написанном».

Aames Financial и Money Store, в отличие от таких гигантов, как Goldman Sachs и J. P. Morgan, принадлежали к новому поколению компаний, кредитующих малоимущих американцев и носящих эвфемистическое название «учреждения специализированного финансирования». К этому классу относилось множество малоизвестных компаний, так или иначе связанных с бумом низкокачественных ипотечных кредитов начала 1990-х годов. Aames первой из таких компаний стала публичной. Вторая компания, находившаяся в единоличном ведении Айсмана, называлась Lomas Financial Corp. Ей едва-едва удалось избежать банкротства. «Оценив акции компании, я порекомендовал продавать их, поскольку дела у компании шли из рук вон плохо. Тогда я еще не знал, что нельзя рекомендовать акции компаний к продаже. Мне казалось, из трех имеющихся вариантов — продавать, держать, покупать — я вправе выбирать тот, который сочту нужным». Ему недвусмысленно дали понять, что нужно демонстрировать больший оптимизм, однако оптимизм был не в характере Стива Айсмана. Он мог прикинуться оптимистом, и порой так и делал, однако предпочитал быть самим собой. «Иногда я уже из холла слышал, как он орал в телефонную трубку, — говорит его бывший коллега. — Он радостно разносил в пух и прах акции компаний, с которыми работал. И всегда говорил то, что думает». Айсман не пожелал изменить свои рекомендации относительно акций Lomas Financial даже после того, как компания заверила инвесторов в том, что им нет нужды переживать за ее финансовое состояние, поскольку она захеджировала рыночный риск. «Свою самую гениальную фразу я написал после того, как Lomas заявила о хеджировании рисков, — говорит Айсман и цитирует по памяти: — “Lomas Financial Corporation — образец идеального хеджирования финансового учреждения: она теряет деньги при любой процентной ставке”. Составление данного отчета доставило мне

ни с чем не сравнимое удовольствие». Через несколько месяцев после опубликования его оценки Lomas Financial Corporation объявила о банкротстве.

Айсман быстро заработал репутацию аналитика, чьи выводы поднимали на рынке суматоху. «Я словно опять пошел в школу, — вспоминает он. — Постигал тонкости профессии, а потом писал доклад на ту или иную тему». Уолл-стрит считала его самобытным персонажем. Его стиль в одежде отличала смесь изящества и неопрятности: как будто кто-то не поспешил для него на дорогую одежду, но не объяснил, как ее следует носить. Короткие светлые волосы выглядели так, словно он стригся сам. На мягком выразительном добром лице больше всего внимания привлекал рот, возможно, из-за того, что он всегда был приоткрыт. Он будто бы боялся, что не успеет озвучить молниеносно проносящуюся в голове мысль, прежде чем его осенит очередная идея, и поэтому старался держать канал открытым. Все прочие черты лица, как по заказу, отражали каждую зарождавшуюся мысль. С таким лицом в покер не играют.

В его общении с внешним миром прослеживалась определенная закономерность. Множество людей, работавших на Стива Айсмана, любили его или по крайней мере симпатизировали ему, ценили его готовность делиться как деньгами, так и знаниями. «Он прирожденный учитель, — рассказывает одна женщина, которая на него работала. — И к тому же исключительно бережно относится к женщинам». Он производил впечатление маленького мальчика и неудачника, не являясь ни в коем случае ни тем ни другим. Влиятельные же люди, ожидавшие от Айсмана проявления уважения и почтения, от общения с ним нередко приходили в ужас и негодование. «Многие люди не понимали Стива, — рассказывает Мередит Уитни, — но те, кто понимал, питали к нему искреннюю привязанность». Среди тех, кто был настроен против Стива, оказался и глава крупной американской брокерской фирмы. На одном обеде он услышал, как Айсман в присутствии нескольких десятков инвесторов называл его, главу брокерской фирмы, полным профаном в своем деле. Посреди обеда Айсман вышел и не вернулся.

(«Мне нужно было в уборную, — пояснил тот. — Даже не знаю, почему я не вернулся».) После инцидента руководитель во всеуслышание заявил, что больше никогда не будет иметь со Стивом Айсманом никаких дел. В связи с этим нельзя не упомянуть и президента крупной японской фирмы, занимавшейся торговлей недвижимостью. Он прислал Айсману финансовую отчетность, после чего прибыл лично в сопровождении переводчика, чтобы получить благоприятный отзыв. «Вы не держите акций собственной компании», — заявил Айсман, когда с традиционным японским обменом любезностями было покончено. Переводчик посоветовался с генеральным директором.

«В Японии не принято, чтобы руководители держали акции», — наконец произнес он.

Айсман заметил, что финансовая отчетность японца не раскрывает по-настоящему важные сведения о его компании; но вместо того, чтобы просто сказать об этом, он помахал бумагами в воздухе, словно стряхивая с них дерьмо. «Это... это туалетная бумага, — объявил он. — Переведите».

«Японец снял очки, — вспоминает очевидец этой странной беседы. — У него дрожали губы. Вот-вот могла разразиться третья мировая война. “Туалетная бумага? Туалетная бумага?”»

Как-то раз менеджер одного хедж-фонда начал было описывать Айсмана, которого считал своим другом. Но, рассказав, как тот выставил идиотами и лжецами парочку-другую крупных шишек, менеджер рассмеялся: «Он, конечно, малость несносен, но при этом очень умен, честен и бесстрашен».

«Даже на Уолл-стрит его считают грубым, бесцеремонным и задиристым, — говорит жена Айсмана Валери Фейген. До того как открыть магазин женской одежды Edit New York и посвящать себя воспитанию детей, она работала в J. P. Morgan. — Он не придает большого значения хорошим манерам. Поверьте мне, уж сколько я с ним боролась». После знакомства со Стивом ее мать заметила: «Что ж, использовать его не получится, но продать с аукциона в Объединенном еврейском призыве вполне возможно». Казалось, у него настоящий талант обижать людей. «Он не намеренно, — поясняет жена. — Просто так у него получается. Он знает, что многие называют его

эксцентриком, но сам он себя таковым не считает. Стивен поглощен собственными мыслями».

Когда речь заходит о волне недовольства, которую вызывает общение с ним, Айсман удивляется. «Порой я забываюсь», — комментирует он, пожимая плечами.

Вот что гласит одна из многочисленных теорий, посвященных этой личности. Мысли, бродящие в его голове, ему гораздо интереснее, чем собеседники, поэтому первые всегда вытесняли вторых. Многие из тех, кто хорошо знает Айсмана, считают данную теорию несостоятельной. Его мать Лиллиан предлагает свое объяснение. «В Стивене уживаются две личности», — осторожно начинает она. Одна — это ребенок, который, получив в подарок велосипед, о котором долго и страстно мечтал, мчится в Центральный парк и одалживает его первому попавшемуся мальчишке. Мальчишка тут же скрывается из глаз вместе с велосипедом. Вторая — молодой человек, который начинает изучать Талмуд, руководствуясь не интересом к религии, а желанием разобраться во внутренних противоречиях этого писания. Его мать занимала должность председателя Совета по еврейскому образованию в Нью-Йорке, и Айсман усердно штудировал Талмуд в поисках разного рода несоответствий. «Кто еще изучает Талмуд в поисках ошибок?» — задается вопросом его мать. Впоследствии, когда Айсман разбогател и задумался о благотворительности, он остановил свой выбор на организации под названием Footsteps, призванной помогать евреям-хасидам выйти из религии. Он даже деньги не мог жертвовать без того, чтобы не затеять склоку.

Очевидно, что Айсман был любопытной личностью. И на Уолл-стрит он появился в любопытный момент. Возникновение рынка ипотечных облигаций десятью годами ранее позволило Уолл-стрит охватить сферу, к которой она прежде не имела доступа: долговые обязательства обычных американцев. Поначалу мишенью нового рынка была более платежеспособная часть американского населения, но потом он начал подпитываться долгами менее обеспеченных слоев.

У ипотечных облигаций есть ряд существенных отличий от старых добрых корпоративных и государственных облигаций.

Ипотечная облигация выпускается не под какой-то гигантский заем с определенным твердым сроком. Она обеспечивается денежными потоками от пула из тысяч жилищных ипотечных кредитов. Стабильность этих денежных потоков всегда представляет определенную проблему, поскольку заемщики имеют право погасить кредит в любой момент по своему усмотрению. Этого вполне достаточно, чтобы отбить у покупателей облигаций охоту вкладывать деньги в бумаги, обеспеченные жилищными ипотеками: заемщики обычно погашают кредиты при падении процентных ставок, когда есть возможность более дешевого рефинансирования, оставляя держателей ипотечных облигаций с кучей денег на руках, вложить которые можно только под более низкие проценты. Инвестор не знает, как скоро к нему вернуться вложенные деньги, ему известно только, что получит он их в самый неподходящий момент. Чтобы устранить подобную неопределенность, мои коллеги из Salomon Brothers, являвшиеся родоначальниками рынка ипотечных облигаций, предприняли мудрый ход. Они взяли гигантский пул жилищных кредитов и раздробили платежи по нему на части, так называемые транши. Покупателя первого транша можно сравнить с владельцем первого этажа во время наводнения: на него обрушивается первая волна досрочных погашений ипотечных кредитов. За это он получает более высокую процентную ставку. Покупатель второго транша — второго этажа небоскреба — принимает на себя вторую волну досрочных погашений в обмен на вторую по величине процентную ставку. И так далее. Инвестор на последнем этаже здания довольствуется самой низкой процентной ставкой, зато имеет наибольшую защиту от сюрпризов.

Инвесторы в ипотечные облигации 1980-х годов больше всего боялись не дефолта, а слишком быстрого погашения кредитов. Пул кредитов, лежащий в основе ипотечных облигаций, соответствовал определенным стандартам по размеру кредитов и платежеспособности заемщиков. Эти стандарты устанавливались правительственными агентствами: Freddie Mac, Fannie Mae и Ginnie Mae. На кредиты распространялись правительственные гарантии; в случае дефолта домовладельцев их долги

выплачивались государством. Когда Стив Айсман открыл для себя новую, быстро растущую сферу специализированного финансирования, начался новый виток использования ипотечных облигаций: кредитование, на которое правительственные гарантии не распространялись. Кредиты предоставлялись все менее и менее платежеспособным домовладельцам, которые не собирались покупать новое жилье, а просто хотели получить деньги под уже оплаченную долю недвижимости.

С появлением ипотечных облигаций на основе низкокачественных жилищных кредитов практика решения проблемы досрочного погашения была применена и к проблеме неспособности погасить кредит вообще. Инвестор в первый этаж, или транш, рисковал столкнуться не с досрочным погашением, а с реальными убытками. Он нес потери до тех пор, пока те полностью не съедали его инвестиции, после чего потери нес уже владелец второго этажа. И так далее.

В начале 1990-х годов последствия выдачи проблемных кредитов изучали лишь два аналитика Уолл-стрит. Одним был Стив Айсман, вторым — Сай Джекобс. Джекобс участвовал в той же программе обучения Salomon Brothers, что и я, и работал в небольшом инвестиционном банке под названием Alex Brown. «Во время обучения в Salomon Brothers нам рассказывали о перспективах новой чудесной модели секьюритизации, которую изобрел Льюис Раниери», — вспоминает он. (Раниери можно считать основателем рынка ипотечных облигаций.) Превращение ипотечных кредитов в облигации открывало безграничные и потрясающие перспективы. Пассивы одного всегда были активами другого, но сейчас все больше и больше долгов можно было превратить в листочки бумаги и продать любому желающему. В скором времени Salomon Brothers дал начало небольшим рынкам облигаций, обеспечиваемых самыми разными странными активами: поступлениями по кредитным картам, автомобильными кредитами, арендной платой за воздушные суда, взносами в спортивно-оздоровительные центры. Нашел новые активы, которые можно заложить, — получил новый рынок. Но самым перспективным активом в Америке по-прежнему оставалось жилье. Оплаченная доля

недвижимости у американцев с первой ипотекой была огромной; так почему бы не секьюритизировать и ее? «Идея низкокачественных кредитов, — говорит Джекобс, — заключается в том, что вторая ипотека ложится клеймом на заемщика, а это несправедливо. Если твой кредитный рейтинг оказывается чуть хуже, ты платишь намного больше — и намного больше того, чем следовало бы. Превращение облигаций в массовый продукт может снизить стоимость заимствования. Появляется возможность заменить долг по кредитным картам с высокой процентной ставкой более дешевым ипотечным кредитом. И все начинает крутиться».

Предполагалось, что все более тесное взаимодействие между высшими финансовыми кругами и средним классом американцев благотворно скажется на этом сегменте. Повышение эффективности рынков капитала должно было позволить среднему классу платить все более низкие процентные ставки по долгам. В начале 1990-х годов первые кредиторы по низкокачественным ипотекам — The Money Store, Greentree, Aames — продавали свои паи населению с целью более быстрого роста. К середине 1990-х годов на рынке ежегодно появлялись десятки мелких компаний, кредитующих потребителей. Индустрия низкокачественных кредитов была фрагментированной. Поскольку кредиторы продавали другим инвесторам большое количество кредитов в виде ипотечных облигаций, индустрия отличалась, ко всему прочему, высоким моральным риском. «Это был бизнес с шальными деньгами, — говорит Джекобс. — Любой бизнес, построенный только на зарабатывании денег и полном пренебрежении к качеству продаваемого продукта, неизбежно привлекает непорядочных людей. Это была уродливая обратная сторона толковой идеи. Мы с Айсманом верили в великую идею, и нам обоим доводилось иметь дело с весьма нечистоплотными субъектами. В этом заключалась наша работа: отбирать подходящих людей для реализации великой идеи».

На сегмент низкокачественных ипотечных кредитов приходилась лишь незначительная доля кредитного рынка США — несколько десятков миллиардов долларов в год, однако его существование было оправданно даже по мнению Стива Айсмана.

«Я думал, это был своего рода ответ на растущее неравенство в доходах, — говорит он. — Распределение доходов в этой стране все больше и больше приобретало искаженные формы, что вело к увеличению числа получателей низкокачественных кредитов». Айсману, разумеется, платили за то, чтобы он поддерживал низкокачественные кредиты: Oppenheimer быстро завоевывала ведущие позиции в новом сегменте. В немалой степени этому способствовал тот факт, что Айсман являлся одним из главных его сторонников. «Я помог многим компаниям индустрии низкокачественных кредитов стать публичными, — говорит Айсман. — И все они пели одну и ту же песню: “Мы помогаем потребителям избавиться от долга по кредитным картам с высокой процентной ставкой и заменить его ипотечным долгом с низким процентом”. И я им верил». Но потом все изменилось.

Детство Винсента Дэниела прошло в Квинсе без всех тех благ, которые Стивен Айсман принимал как должное. Но при встрече с ними обоими можно было подумать, что это Винни вырос в роскоши на Парк-авеню, а Стив — в маленькой квартирке на 82-й авеню. Айсман отличался напористостью, амбициозностью и наполеоновскими планами. Винни был старателен, осторожен и внимателен к деталям. Он был молод, хорошо сложен, с густыми темными волосами и привлекательной внешностью, однако на его лице лежала печать озабоченности — рот вот-вот скривится, брови вот-вот взлетят. Ему было нечего терять, но он постоянно боялся, что у него отнимут нечто очень важное. Его отца убили, когда Винни был еще маленьким (хотя ему никто об этом не рассказывал), и мать устроилась бухгалтером в фирму по продаже промышленных товаров. Винни и его брата она растила одна. Может, все дело в Квинсе, может, в убийстве отца, а может, Винсент Дэниел просто был так устроен, но к своему коллеге он относился с величайшей подозрительностью. С благоговением чемпиона, отзывающегося о еще более великом чемпионе, Стив Айсман заметил: «Винни — это загадка». Айсман, ребенок из семьи, принадлежавшей к сливкам

среднего класса, мало удивился, оказавшись вместо Йеля в Пенсильванском университете. Мать Винни, который был выходцем из нижнего сегмента среднего класса, очень гордилась тем, что сын вообще смог поступить в колледж. Гордости ее не было предела, когда после окончания Университета штата Нью-Йорк в Бингемтоне Винни пробился в аудиторскую фирму Arthur Andersen, потерпевшую крах через несколько лет, во время скандала с Enron. «Если ты рос в Квинсе, то быстро понимал, где деньги, — говорит Винни. — На Манхэттене». Его первым заданием на Манхэттене в качестве младшего бухгалтера стала аудиторская проверка Salomon Brothers. Он был шокирован путаницей, царившей в бухгалтерских книгах инвестиционного банка. Никто из коллег-бухгалтеров не мог внятно растолковать ему, почему трейдеры делают так, а не иначе. «Я не понимал, что делаю, — вспоминает Винни. — Но хуже всего то, что и мое руководство ничего не понимало. Я задавал простые вопросы, например: зачем им эта ипотечная облигация? Это просто игра или часть масштабной стратегии? Мне казалось, я должен это знать. Весьма трудно проводить аудиторскую проверку компании, если не можешь увязать концы с концами».

Он пришел к выводу, что бухгалтер, проводящий аудиторскую проверку гигантских фирм с Уолл-стрит, просто не в состоянии определить, несут они убытки или получают прибыль. Они представлялись гигантскими черными ящиками, чьи скрытые механизмы находились в постоянном движении. Через несколько месяцев проверки начальнику Винни до смерти надоели его вопросы. «Он не мог ответить ни на один из них и поэтому заявил: “Винни, это не твоя забота. Тебя наняли делать то-то и то-то. Делай то-то и то-то и держи рот на замке”. Я предпочел убраться оттуда восвояси».

Винни пришлось искать новую работу. Его старый школьный приятель работал в компании Oppenheimer & Co. и получал неплохие деньги. Резюме Винни он передал в отдел по работе с персоналом, откуда оно попало в руки Стива Айсмана. Тот как раз подыскивал человека, который бы помог ему разобраться с чрезвычайно загадочной бухгалтерией одного учреждения, занимавшегося ипотечным кредитованием. «С цифрами

у меня нелады, — говорит Айсман. — Я мыслю образами. Мне нужен человек для работы с цифрами». Винни доводилось слышать о тяжелом характере Айсмана, и поэтому он очень удивился, когда при личной встрече Айсмана волновало лишь то, удастся ли им поладить. «Он просто искал хорошего помощника», — говорит Винни. В один прекрасный день Айсман совершенно неожиданно позвонил. До этого они встречались уже два раза. Винни подумал, что ему собираются предложить работу, но вскоре после начала разговора Айсману поступил звонок по другой линии, и он поставил Винни в режим ожидания. Винни прождал 15 минут, но Айсман так и не включился. Он перезвонил только через два месяца и спросил, когда Винни может приступить к работе.

Айсман не помнил, почему так и не вернулся к разговору с Винни, точно так же, как не помнил, почему, отправившись в уборную в разгар важного обеда с известным генеральным директором, не вернулся к столу. Вскоре Винни узнал о причине: переключившись на второй входящий звонок, Айсман услышал о смерти своего первенца, новорожденного сына Макса. Валери, слегшую с гриппом, разбудила ночная няня, которая сообщила, что во сне придавила ребенка и тот задохнулся. Спустя десятилетие близко знавшие Айсмана люди говорили, что это несчастье повлияло на его отношения с окружающим миром. «Стивен всегда верил, что у него на плече сидит ангел, — рассказывает Валери. — С ним не могло случиться ничего плохого. Он находился под постоянной защитой. После смерти Макса ангел исчез. В любой момент что-то плохое может произойти с любым человеком». С того времени она стала замечать происходящие в муже серьезные перемены, и Айсман с этим не спорил. «С глобальной точки зрения смерть Макса не являлась из ряда вон выходящим событием. Таким событием она стала только для меня».

Во всяком случае, Винни никогда не обсуждал случившееся с Айсманом. Но нельзя было не заметить, что это уже совсем не тот человек, с которым он общался несколько месяцев назад. Айсман, проводивший собеседование с Винни, по меркам аналитиков Уолл-стрит, был честным человеком. Компания

Oppenheimer входила в число ведущих банков в сфере низкокачественных ипотечных кредитов. Она бы никогда не стала заметной, если бы Айсман, их самый неугомонный аналитик, постоянно не хвалил бы ее. С каким бы удовольствием он ни пинал менее жизнеспособные компании, он признавал, что развитие сферы низкокачественных ипотечных кредитов благотворно сказывалось на экономике США. Его оскорбительные высказывания в адрес одних компаний придавали вес похвалам в адрес других. Но со временем выпады Айсмана стали такими резкими, что его работодатель счел их финансово нецелесообразными. «Он словно что-то почуял, — рассказывает Винни. — И я должен был помочь ему разобраться, что же это такое». Айсман собирался написать отчет с резкой критикой всей ипотечной индустрии, но теперь ему приходилось действовать как никогда осторожно. «Готовя отчет для работодателя, ты можешь дать оптимистичный прогноз и при этом ошибиться, — поясняет Винни. — Но если ты даешь пессимистичный прогноз и при этом ошибаешься, тебя увольняют». Боеприпасы для ведения боевых действий им всего несколько месяцев назад подкинуло рейтинговое агентство Moody's: оно владело и продавало разнообразную свежую информацию касательно низкокачественных ипотечных кредитов. База данных агентства не позволяла оценивать отдельные кредиты, зато на ее основании можно было составить общую картину кредитных пулов, обеспечивающих ипотечные облигации: сколько из них имело плавающую процентную ставку, сколько заложенных домов были заняты владельцами. Но самое важное, сколько кредитов являются просроченными. Айсман показал Винни базу данных: «Садись в этой комнате и не выходи, пока не разберешься, что здесь к чему». Винни подумалось, что Айсман прекрасно знал, что там было к чему.

Винни приходилось до всего докапываться самостоятельно. «Мне было 26, и я слабо представлял себе, что такое ипотечные ценные бумаги». Айсман тоже в них не особо разбирался — он работал на фондовом рынке, а в Oppenheimer не существовало отдела облигаций. Винни был предоставлен самому себе. По завершении работы он понял, почему от сферы низкокачественных

ипотечных кредитов так неприятно пахло. Айсман же учуял этот душок еще раньше. Упомянутые компании демонстрировали только постоянно растущие доходы, но не более того. Помимо всех прочих утаиваемых сведений, компании не раскрывали уровень дефолтов по жилищным кредитам. Когда Айсман попытался узнать его, они сделали вид, что эти данные не относятся к делу, поскольку все кредиты проданы тем, кто выпустил под них ипотечные облигации: риск теперь лежал на других. Это была неправда. Все компании держали небольшую часть выданных кредитов и имели право показывать их ожидаемую будущую стоимость как прибыль. Правила бухгалтерского учета позволяли компании считать, что эти кредиты будут погашены, причем не досрочно. Такое допущение и привело их к гибели.

Внимание Винни первым делом привлек высокий уровень досрочных погашений, характерный для сектора под названием «дома заводского изготовления». («Это звучит лучше, чем “мобильные дома”».) Мобильные дома отличались от бесколесной недвижимости: их стоимость, как и стоимость автомобилей, падала, стоило им выехать за порог магазина. Покупатель мобильного дома в отличие от покупателя обычного дома не мог рассчитывать на рефинансирование по прошествии двух лет и получение свободных денег. Винни задавался одним вопросом: почему погашение производилось так быстро. «Я не видел в этом никакого смысла, но потом нашел причину высокого уровня досрочных погашений: они производились принудительно». «Принудительное досрочное погашение» на бумаге смотрится лучше, чем «дефолт». Покупатели мобильных домов прекращали выплаты по кредитам, мобильные дома изымались за неплатеж, и люди, предоставившие им деньги, получали часть первоначального кредита. «В конце концов я понял, что все низкокачественные кредиты либо погашались досрочно, либо превращались в безнадежные, — говорит Винни. — В этих пулах я видел колоссальный уровень дефолтов». Размер процентной ставки не оправдывал риск предоставления кредитов данному сегменту американского населения. Словно из-за возникшей социальной проблемы привычные правила финансового мира просто перестали действовать. И тут Винни все понял.

Как заставить людей почувствовать себя богаче при низких зарплатах? Предоставить им дешевые кредиты.

На тщательный анализ всех пулов низкокачественных ипотечных кредитов у него ушло полгода. Завершив работу, он сообщил Айсману о сделанных выводах. Компании, предоставляющие низкокачественные кредиты, расширялись с такой скоростью и использовали такую запутанную бухгалтерию, что могли скрывать отсутствие реальной прибыли. Она существовала лишь на бумаге. Все эти компании имели один из самых характерных признаков финансовой пирамиды: для поддержания имиджа прибыльных организаций им постоянно требовался капитал для выдачи новых и новых низкокачественных кредитов. «Надо признать, я не был на 100% уверен в своей правоте, но сказал Стиву, что все это дурно пахнет. Этому ему было достаточно. Думаю, он хотел получить доказательства для понижения рейтинга акций этих компаний».

В своем отчете Айсман в пух и прах разнес кредиторов на рынке низкокачественных кредитов; он последовательно вывел на чистую воду с десятков компаний. «Информация, которую они предоставляют вам, не соответствует реальным цифрам», — заключил Айсман. Компании не оценили его усилий. «Он заварил кашу, — замечает Винни. — Все эти компании обрывали телефоны и орали, что он, мол, ошибается, что у него неверные сведения. А он орал в ответ: “Вы сами предоставили мне эти сведения, чтоб вам пусто было!”» Отчет Айсмана вызвал такую шумиху еще и потому, что автор не оповестил заранее всех тех, кого оскорбил, нарушив тем самым неписаные правила Уолл-стрит. «Стив знал, что отчет вызовет такой скандал. Именно этого он и добивался и не хотел, чтобы ему мешали. А если бы он предупредил всех этих людей, они бы постарались его переубедить».

«Раньше у нас не было возможности оценивать кредиты, поскольку мы не располагали нужной информацией, — говорил Айсман позднее. — Мое имя было тесно связано с этой сферой. Моя репутация строилась на анализе этих ценных бумаг. Одна ошибка могла положить конец моей карьере».

Свой отчет Айсман опубликовал в сентябре 1997 года, в разгар одного из крупнейших, как казалось, экономических бумов

в истории США. Меньше чем через год в России произошел дефолт, и хедж-фонд Long-Term Capital Management обанкротился. Были приняты незамедлительные меры безопасности: кредиторам на рынке низкокачественных кредитов отказали в финансировании, и среди них начались массовые банкротства. Их несостоятельность расценивалась как свидетельство пагубной учетной практики, которая позволяла показывать прибыль до ее получения. Никто, кроме Винни, насколько он сам мог судить, не осознавал, насколько порочна существующая практика кредитования. Вот что говорит он сам: «Неэффективность этого рынка вызвала во мне чувство удовлетворения. Если бы дело обстояло иначе, это означало бы, что я плохо выполняю свою работу. Глядя на эти загадочные данные, невозможно ничего понять, так какой смысл тратить время напрасно? Но из всех известных мне людей я единственный, кто тщательно анализировал компании, готовые вот-вот пойти ко дну в период величайшего на моем веку экономического бума. Подноготная экономики раскрывалась передо мной во всей своей красе, и зрелище это было не из приятных».

Именно в тот момент стало ясно, что выводы Айсмана не просто немного циничны. В его голове сложилась картина финансового мира, которая кардинально отличалась — причем в худшую сторону — от автопортрета, нарисованного самим финансовым миром. Через несколько лет он перешел на работу в гигантский хедж-фонд под названием Chilton Investment. Ему больше было неинтересно давать советы по размещению денег. Ему захотелось самому управлять деньгами. Нанимая Айсмана, фонд Chilton Investment имел скрытые мотивы. Вот как отзывался о Стиве его коллега из Chilton Investment: «Нельзя было не признать, что Стив очень умен. Но вопрос заключался в том, умеет ли он правильно выбирать ценные бумаги»». Chilton решил, что не умеет, и поручил Айсману, как и прежде, анализировать компании, а результаты передавать человеку, который и принимал окончательное решение об инвестировании. Айсман хоть и ненавидел свои обязанности, но выполнял их,

и благодаря этому узнал то, что подготовило его, в отличие от других, к грядущему кризису. Он раскрыл внутренние секреты рынка потребительских кредитов.

Дело происходило в 2002 году. В США не осталось ни одной публичной компании, предоставляющей низкокачественные кредиты. Выжил, правда, древний гигант потребительского кредитования — Household Finance Corporation. Основанная в 1870-х годах, эта компания долгое время занимала лидирующие позиции в своей сфере. Айсман думал, он хорошо представляет себе деятельность компании, однако оказалось, что это не так. В начале 2002 года к нему в руки попали свежие документы компании с предложением услуг ипотечного кредитования. Генеральный директор Household Finance Corporation Билл Алдингер сумел удержать ее на плаву даже тогда, когда его конкуренты разорились. Казалось, американцы, которые только-только приходили в себя после краха интернет-компаний, были не в состоянии потянуть новые долги, и тем не менее кредиты Household шли нарасхват, как горячие пирожки. Ее доходы во многом поступали от сегмента вторичных ипотек. В документах фигурировал кредит с фиксированной процентной ставкой на 15 лет, однако под ним ловко маскировался кредит на 30 лет. Выплаты, которые владелец недвижимости должен был производить в течение 15 лет, Household как бы растягивала на 30 лет, сбивая клиента с толку одним вопросом: если бы вы производили те же самые долларовые выплаты в течение не 15, а 30 лет, какой была бы ваша эффективная процентная ставка? Грубый и нечестный маневр. Заемщик думал, что эффективная процентная ставка равняется 7%, хотя в действительности она составляла порядка 12,5%. «Это было вопиющее мошенничество, — комментирует Айсман. — Они попросту надували своих клиентов».

Ему не потребовалось много времени, чтобы отыскать жалобы заемщиков, которые раскусили обман. Он просмотрел мелкие газеты по всей стране. В городе Беллингхем, штат Вашингтон, последнем городе перед въездом в Канаду, он нашел журналиста по имени Джон Старк, работавшего в *Bellingham News*. Еще до того, как Айсман неожиданно вышел с ним на

связь, Старк написал небольшую статью о четырех местных жителях, которые считали, что Household обманула их, и даже обратились к адвокату, готового вести против компании дело о расторжении ипотечных договоров. «Поначалу я был настроен довольно пессимистично, — вспоминает Старк. — Я полагал, это еще один человек, который взял слишком большой кредит, а потом нанял адвоката. Особого сочувствия я не испытывал». Опубликованная статья вызвала широкий общественный резонанс: сотни жителей Беллингхема и близлежащих городов узнали из газеты, что платят по ипотеке не 7%, а целых 12,5%. «К нам постоянно обращались разгневанные заемщики. Многие из них даже не подозревали, на что подписались».

Работа Айсмана превратилась в целенаправленный крестовый поход против Household Finance Corporation. Он общался с корреспондентами газет и журналов. Обзавелся друзьями из Ассоциации общинных организаций за неотложные реформы (ACORN), что, наверное, было первым случаем проявления интереса к организации, защищающей права малоимущих, со стороны сотрудника хедж-фонда с Уолл-стрит. Постоянно названивал в офис генерального прокурора штата Вашингтон. Он не мог поверить в то, что прокурор проводил расследование в отношении Household, но по решению судьи не имел права обнародовать полученные результаты. Айсман раздобыл копию отчета, который подтвердил его худшие опасения. «Я спросил у одного из сотрудников офиса генерального прокурора, почему они не арестуют виновных. А тот ответил: “Это влиятельная компания. Если мы ее накроем, кто будет выдавать кредиты в штате Вашингтон?” Я заметил: “Поверьте, да кредиторы в очередь будут выстраиваться”».

Это дело должно было решаться на федеральном уровне. Household раздавала свои кредиты по всей стране, однако федеральное правительство расписалось в бессилии. В конце 2002 года Household решила урегулировать конфликт во внесудебном порядке и выплатить по коллективному иску \$484 млн штрафа, распределенных между 12 штатами. В следующем году компания Household Finance Corporation вместе с гигантским портфелем низкокачественных кредитов была

куплена британским финансовым конгломератом HSBC Group за \$15,5 млрд.

Айсман испытал настоящий шок. «Я даже помыслить не мог, что такое вообще возможно. Это была не просто какая-то компания, а крупнейшая компания, занимавшаяся кредитованием и замешанная в грандиозной афере. Ее генерального директора следовало подвесить за яйца. А вместо этого они продали компанию, а директор заработал сотню миллионов долларов. Я, признаться, ожидал совсем иного финала». Его негативное отношение к финансовой аристократии в некоторой степени было обусловлено политическими взглядами. «Постепенно передо мной вырисовывались социальные последствия. Если бы пришлось с нуля разрабатывать новое регулирование, основное внимание следовало бы уделить защите людей со средними и более низкими доходами, поскольку их все так и норовили облапошить. Но при существующем режиме этот слой оказывался наименее защищенным».

Каждую среду Айсман уходил с работы в полдень и направлялся в магазин Midtown Comics, куда в это время поступала новая партия комиксов. О жизни различных супергероев ему было известно гораздо больше, чем любому другому взрослому человеку. Он, к примеру, наизусть помнил клятву Зеленого Фонаря, а внутренний мир Бэтмена понимал лучше, чем сам мститель в маске. До смерти сына Айсман читал взрослые версии комиксов, знакомых ему с детства, — Человек-паук был самым любимым. Теперь же он выбирал самые мрачные истории, в которых знакомые сказки переиначивались, чтобы история уже не казалась такой знакомой и меньше походила на сказку. Ему нравилось, когда в отношении Белоснежки и гномов вносилось больше драматизма. Теперь перед его глазами на финансовом рынке разворачивалась совершенно другая сказка. «Я начал углубленно изучать рынок низкокачественных ипотечных кредитов, — говорит он. — Низкокачественные автомобильные кредиты в определенном смысле честнее, поскольку выдаются под фиксированную процентную ставку. Пусть банки берут более высокие комиссии и вырывают из вас сердце, но по крайней мере вы об этом знаете. Низкокачественный

ипотечный кредит — это обман. Ты привлекаешь людей уверениями: “Заложив дом, вы сможете погасить другие кредиты — долги по кредитным картам, автомобильный кредит. И обратите внимание на низкую ставку!” Но эта ставка лишь приманка. На деле она оказывается совсем другой».

Все еще преследуемый навязчивой идеей о Household, он посетил обед, организованный одной крупной фирмой с Уолл-стрит. Там выступал Херб Сэндлер, генеральный директор гигантской ссудо-сберегательной ассоциации Golden West Financial Corporation. «Кто-то поинтересовался, верит ли он в бесплатные чековые счета, — вспоминает Айсман. — Тот попросил отключить диктофоны. Все выполнили его просьбу. И тогда он пояснил, что банк отказался от бесплатных чековых счетов, поскольку в действительности такая система ложится на плечи бедных людей дополнительным бременем в виде штрафов за овердрафт. А банки, которые ею пользуются, выезжают за счет того, что обдирают людей еще больше, чем если бы брали плату за чеки».

Айсман задал вопрос: «Ну а что регулирующие органы?» «Им до этого нет дела», — ответил Сэндлер. «Именно тогда я понял, что вся система представляет собой сплошное издевательство над бедными».

В молодости Айсман был горячим приверженцем Республиканской партии. Он входил в организации правого толка, дважды голосовал за Рейгана и даже питал симпатии к Роберту Борку. Однако после знакомства с Уолл-стрит его политические взгляды сместились влево. «Я уже не принадлежал к правым, поскольку поводов, чтобы быть правым, не находилось». К тому моменту, как генеральный директор Household Билл Алдингер положил в карман \$100 млн, Айсман готов был стать первым социалистом среди финансистов. «Будучи консервативным республиканцем, ты не задумываешься о том, что одни зарабатывают, грабя других», — говорит он. Теперь такую возможность он не исключал. «Я пришел к выводу, что вся сфера потребительских кредитов существует для того, чтобы снимать с людей последнюю рубашку».

Поскольку хедж-фонд не позволил Айсману управлять деньгами, он уволился и основал собственный фонд. Компания под названием Front-Point Partners, которую вскоре полностью выкупил Morgan Stanley, владела целым рядом хедж-фондов. В начале 2004 года Morgan Stanley позволил Айсману основать фонд, который занимался исключительно финансовыми организациями: банками с Уолл-стрит, домостроительными компаниями, компаниями ипотечного кредитования, компаниями с крупными финансовыми подразделениями, к примеру General Electric (GE), и всеми прочими структурами, имеющими непосредственное отношение к американским финансам. За долю в вознаграждении Morgan Stanley предоставил ему кабинет, мебель и помощников, т. е. все, кроме денег. Деньги Айсман должен был добыть самостоятельно. Он облетел весь мир и встретился с сотней первоклассных инвесторов. «Мы рассчитывали привлечь достаточно средств, но не очень-то в этом преуспели, — вспоминает он. — Все отвечали: “Приятно с вами встретиться. Расскажите о своих успехах”».

К весне 2004 года денег Айсман не нашел и к тому же не был уверен, что вообще когда-нибудь их найдет. Он, конечно, не верил во всеобщую справедливость, в стопроцентный успех или собственную неуязвимость. Посреди ночи он просыпался в поту. Айсман даже начал лечиться, но и здесь был верен себе — лечение проходило необычно, в так называемой «рабочей группе». В спокойной, непринужденной атмосфере группа из нескольких профессионалов делилась своими проблемами с опытным психотерапевтом. Опаздывающий Айсман вихрем врывается на занятия, выпаливал все, что его тревожило, и исчезал прежде, чем остальные успевали поведать о своих затруднениях. После нескольких подобных выходов психотерапевт сделала ему замечание, но он к нему не прислушался. Психотерапевт позвонила жене Айсмана, которую знала лично, и попросила поговорить с мужем. Но и это не принесло результата. «Я всегда знала, когда он посещает занятия, потому что психотерапевт обычно звонила и говорила: “Опять двадцать пять!”» — рассказывает Валери.

Устав от всего этого, Валери предупредила мужа, что, если с последним проектом ничего не выйдет, они переедут в Род-Айленд и откроют небольшую гостиницу. Валери уже провела предварительную разведку и все чаще говорила о том, что муж должен больше времени проводить с недавно родившимися близнецами и о том, что неплохо бы им было заняться разведением цыплят. Айсман с трудом представлял себя разводящим цыплят, но на всякий случай со всем соглашался. «Эта идея так ему претила, — рассказывает жена, — что он принял работу гораздо усерднее». Объездив в поисках потенциальных инвесторов всю Европу и Соединенные Штаты, Айсман наконец нашел страховую компанию, рискнувшую вложить в его фонд \$50 млн. Начало было положено, хотя этих денег и не хватало на создание полноценного фонда.

Зато вместо денег Айсман сумел привлечь людей, чьи взгляды совпадали с его собственными. Винни, выступивший недавно соавтором мрачного отчета под названием «Дом, не оплаченный хотя бы частично, всего лишь помещение, арендованное на заемные средства», тут же перешел к нему. К ним примкнул и двукратный олимпийский чемпион по гребле Портер Коллинз, который работал с Айсманом в Chilton Investment и не понимал, почему такой талант не оценили по достоинству. Третьим стал Дэнни Мозес, занявший должность ведущего трейдера Айсмана. Дэнни, работавший в Oppenheimer & Co. в отделе продаж, сохранил пикантные воспоминания о поступках и словах Айсмана, которые сотрудники редко себе позволяли. Как-то в разгар операционного дня Айсман поднялся на подиум в операционном зале Oppenheimer, призвал всех к вниманию и заявил, что «акции следующих восьми компаний упадут до нуля», после чего перечислил восемь компаний, который вскоре действительно разорились. Выходец из Джорджии, Дэнни, сын профессора, преподававшего финансы, не был столь же заядлым фаталистом, как Винни или Стив, однако разделял их убежденность в том, что ситуация на Уолл-стрит, которая и сейчас-то обстоит неважно, дальше станет совсем скверной. Когда одна фирма с Уолл-стрит предложила ему участие в казавшейся на первый взгляд идеальной сделке,

Мозес поинтересовался у менеджера: «Интересное предложение, но у меня к вам есть один вопрос — где здесь подвох?»

«Да ладно вам, мы сомнительными делами не занимаемся», — начал было трейдер, но Дэнни был вежлив и настойчив.

«Мы оба знаем, что такие чудные сделки между мелкими хедж-фондами и крупными фирмами с Уолл-стрит не совершаются просто так. Я проведу сделку, но только после того, как вы объясните мне, каким образом собираетесь меня нагреть». Трейдер во всем признался. А Мозес согласился на сделку.

Все они были в восторге от перспективы сотрудничать с Айсманом. Работая на Айсмана, ты не ощущал, что на кого-то работаешь. Он учил, но не стоял у тебя над душой. Айсман не мог мириться с царящей вокруг глупостью. «Любое заседание на Уолл-стрит Стив умел превратить в комедию, — рассказывает Винни. — Он мог 30 раз подряд просить: “Поясните, что вы имеете в виду”. Или заявить: “Можете повторить то же самое, только по-английски?” Но все эти вопросы задавались не просто так. Они позволяли выяснить, понимают ли участники заседания, о чем ведут речь. Очень часто они этого не понимали!»

К началу 2005 года маленькая команда во главе с Айсманом могла с уверенностью сказать, что огромное количество людей, работающих на Уолл-стрит, плохо представляют, к чему могут привести их действия. Механизм низкокачественного ипотечного кредитования был снова запущен и работал на полную мощность, словно никогда и не останавливался. Если первый акт низкокачественного ипотечного кредитования выглядел странно, то второй вселял ужас. В середине 1990-х годов объем низкокачественных ипотечных кредитов составил \$30 млрд, в 2000 году — \$130 млрд, из них \$55 млрд были превращены в облигации. В 2005 году объем низкокачественных ипотечных кредитов достиг \$625 млрд, из которых \$507 млрд были использованы для выпуска ипотечных облигаций. Полтриллиона долларов в облигациях, обеспеченных низкокачественными ипотечными кредитами, всего за один год. Этот бизнес процветал даже при росте процентных ставок, что вообще не имело

смысла. Еще больше шокировал факт изменения условий кредитования в худшую для заемщиков сторону. В 1996 году 65% низкокачественных кредитов имели фиксированную процентную ставку; другими словами, типичных заемщиков все равно надували, но они по крайней мере точно знали, сколько должны выплачивать каждый месяц. К 2005 году 75% низкокачественных ипотечных кредитов имели плавающую ставку, которая не менялась лишь первые два года.

Первая волна финансистов на рынке низкокачественных кредитов погорела из-за небольшой доли кредитов, которую они оставили на своем балансе. Рынок мог бы отделаться малой кровью, если бы руководствовался простым правилом: не давать кредиты людям, которые не могут их выплатить. Но он пошел другим путем: можете кредитовать, только не держите кредиты на своем балансе. Предоставляйте кредиты, потом продавайте их отделам долговых ценных бумаг крупных инвестиционных банков с Уолл-стрит, которые превратят их в облигации и продадут инвесторам. Банк Long Beach Savings первым внедрил модель «выдавать и продавать». Модель стала пользоваться такой популярностью (Уолл-стрит покупает даже те кредиты, которые вы бы не купили!), что была даже основана новая компания под названием B&C mortgage, единственная цель которой заключалась в выдаче кредитов и последующей их продаже. В Lehman Brothers покупку B&C mortgage считали огромной удачей. К началу 2005 года все крупные инвестиционные банки Уолл-стрит глубоко увязли в игре с низкокачественными ипотечными кредитами. В Bear Stearns, Merrill Lynch, Goldman Sachs и Morgan Stanley имелись так называемые «полки» для хранения низкокачественных продуктов, носящих странные названия HEAT, SAIL и GSAMP. Большинство людей даже не догадывалось, что за этими названиями стоят ведущие игроки Уолл-стрит.

Ситуацию на жилищном рынке США и на Уолл-стрит Айсман с командой знали как свои пять пальцев. Им была известна большая часть кредиторов на рынке низкокачественных ипотечных кредитов — тех, кто непосредственно выдавал кредиты. Многие из них были ответственны за катастрофу конца

1990-х годов. Айсман подозревал худшее из того, что Goldman Sachs мог делать с долгами клиентов из нижнего сегмента среднего класса. «Вам следует знать, — говорит он, — что в начале карьеры я реально занимался низкокачественными кредитами. Много чего повидал. А эти ребята только и делали, что лгали. Я уяснил одно: Уолл-стрит наплевать, что она продает». Но при этом он никак не мог понять, кто на второй волне низкокачественного ипотечного кредитования покупал облигации. «Мы постоянно говорили друг другу: придет день, и мы заработаем состояние на короткой продаже этого мусора. Этот рынок лопнет, как мыльный пузырь. Мы только не знаем, когда и как».

Под «этим мусором» Айсман подразумевал акции компаний, связанных с низкокачественным кредитованием. Цены акций порой откалывали замысловатые коленца: он не хотел начинать короткую продажу, пока ситуация с кредитами не начнет ухудшаться. Именно поэтому Винни зорко следил за поведением заемщиков. Каждый месяц 25-го числа он получал данные о выплатах и искал в них признаки малейшего увеличения уровня просрочек. «Согласно получаемым отчетам, кредитоспособность сохранялась на приличном уровне. По крайней мере до второй половины 2005 года».

В первые полтора года владения собственным бизнесом на Айсмана нашло озарение — осознание того, что он упускает нечто очень важное. Он занимался отбором акций, а их судьба все больше и больше зависела от облигаций. По мере роста рынка низкокачественных ипотечных кредитов каждая финансовая компания так или иначе выходила на него. «Рынок долговых ценных бумаг затмил рынок акций, — замечает Айсман. — По сравнению с рынком облигаций рынок акций словно мелкий прыщ». Успех практически любого крупного инвестиционного банка Уолл-стрит зависел от отдела облигаций. В большинстве случаев генеральные директора — Дик Фалд из Lehman Brothers, Джон Мэк из Morgan Stanley, Джимми Кейн из Bear Stearns — раньше занимались облигациями. С 1980-х годов, когда Salomon Brothers, ведущий облигационный оператор, заработал столько денег, что создавалось впечатление, будто он

работает совершенно в иной сфере, чем прочие компании, рынок облигаций превратился в настоящую золотую жилу. «Золотое правило: правят бал те, кто владеет золотом», — говорит Айсман.

Большинство не понимало, каким образом 20-летний подъем рынка облигаций мог затмить все остальное. Раньше Айсман тоже этого не понимал. А потом понял. Ему нужно было как следует разобраться с рынком долговых ценных бумаг. Насчет рынка облигаций у него имелись свои планы. Правда, ему было невдомек, что у этого рынка тоже имелись на него виды. Он собирался уничтожить Айсмана.

# В стране слепых

*Слова от дела отличает подписанный чек.*

Уоррен Баффетт

В начале 2004 года на рынке облигаций появилась еще одна фигура из мира акций — Майкл Бэрри. Он изучал все, что касалось предоставления кредитов и заимствования денег в Америке, но никому не рассказывал о своей цели — просто сидел в кабинете в Сан-Хосе, Калифорния, обложившись книгами, статьями и финансовыми отчетами. Особо его интересовало, как работают низкокачественные ипотечные облигации. Индивидуальные кредиты складывались в огромную башню. Верхние этажи первыми возвращали деньги и имели самые высокие рейтинги Moody's и S&P и самые низкие процентные ставки. Нижние этажи возвращали деньги последними, первыми несли убытки и имели самые низкие рейтинги Moody's и S&P. Инвесторы в нижние этажи, бравшие на себя наибольший риск, получали более высокий процент по сравнению с теми, кто инвестировал в верхние этажи. Инвесторам, приобретающим ипотечные облигации, приходилось решать задачу, связанную с выбором подходящего этажа башни для вложения, однако Майкл Бэрри не собирался покупать ипотечные облигации. Он раздумывал над возможностью их короткой продажи.

Каждый выпуск ипотечных облигаций сопровождался огромным 130-страничным проспектом. В конце 2004 — начале 2005 года Бэрри бегло просматривал сотни и внимательно штудировал десятки таких проспектов в полной уверенности, что кроме него столько внимания им уделяли разве что составлявшие их юристы, хотя заказать их не составляло труда: на сайте 10KWizard.com это стоило всего \$100 в год. Бэрри так описывал ситуацию в одном электронном письме.

Возьмем типичную компанию того времени — кредитора по низкокачественным ипотекам, занимавшегося их выдачей и продажей. Снажем, NovaStar. Транши облигаций будут именоваться следующим образом: NHEL 2004-1, NHEL 2004-2, NHEL 2004-3, NHEL 2005-1 и т. д. NHEL 2004-1 выпускается, к примеру, под кредиты за первые несколько месяцев 2004 года и последние несколько месяцев 2003 года, NHEL 2004-2 — под кредиты за середину года, а NHEL 2004-3 — под кредиты за конец 2004 года. Раздобыв проспекты, можно быстро узнать, что происходит в низкокачественном сегменте индустрии выдачи и продажи ипотечных кредитов. И увидеть, что на начало 2004 года ипотечные кредиты с изменяемой ставкой типа 2/28, по которым до окончания срока выплачиваются только проценты, составляли всего лишь 5,85% от пула. К концу 2004 года их доля увеличилась до 17,48%, а к концу лета 2005 года — до 25,34%. При этом средний скоринг FICO [потребительский кредит] для конкретного пула, доля кредитов с недостаточной документацией [«кредиты лжеца»], отношение размера кредита к стоимости обеспечения и прочие индикаторы не менялись... Дело в том, что все эти критерии могут оставаться неизменными, несмотря на снижение качества пула ипотечных кредитов в результате роста доли ипотечных кредитов с выплатой только процентов.

Если бы в начале 2004 года вы проанализировали цифры, вам в глаза сразу бы бросилось снижение стандартов кредитования. По мнению Бэрри, они не просто снизились, а достигли дна. Это дно даже имело специальное название: ипотечные кредиты с изменяемой ставкой и отрицательной амортизацией.

Вам, покупателю дома, предоставляли возможность не платить, а плюсовать проценты, причитающиеся банку, к основному долгу. Нетрудно догадаться, кому пришелся по душе подобный кредит: тому, у кого нет дохода. Правда, Бэрри не мог понять, что двигало людьми, выдававшими подобные кредиты. «Остерегаться надо бы не заемщиков, а кредиторов, — говорил он. — Заемщики, понятное дело, всегда хотят урвать кусок получше и подешевле. Проявлять выдержку должны кредиторы, а уж если и они теряют голову — берегись». К 2003 году он понял, что заемщики утратили самообладание. К 2005 году стало очевидно: та же участь постигла и кредиторов.

Многие управляющие хедж-фондами предпочитали болтать со своими вкладчиками, легкомысленно пренебрегая рассылкой квартальных писем инвесторам. Бэрри не любил общаться с людьми лицом к лицу и уделял письмам первостепенное внимание, поскольку считал важной обязанностью информировать инвесторов о своих намерениях. В них он пользовался им же самым придуманной фразой, которой описывал сложившуюся ситуацию: «расширение кредитования с помощью специальных инструментов». Он имел в виду следующее: многие не могли позволить себе традиционные ипотечные кредиты, вследствие чего кредиторы постоянно придумывали инструменты, оправдывающие предоставление новых денег. «Было совершенно очевидно, что у кредиторов сорвало крышу и они понижали собственные стандарты с целью увеличения количества выдаваемых кредитов», — сокрушался Бэрри. Он прекрасно понимал истинную причину происходящего: кредиторы продавали кредиты таким компаниям, как Goldman Sachs, Morgan Stanley и Wells Fargo, которые объединяли их в пулы и выпускали под них облигации, которые затем распродавали. В конечном счете на покупку низкокачественных ипотечных кредитов шли, по его разумению, обычные «глупые деньги». Их изучением он тоже займется, но попозже.

Теперь перед Бэрри стояла тактическая проблема. Все транши низкокачественных ипотечных облигаций имели одну общую характеристику: их невозможно было продавать в короткую. Для короткой продажи ценные бумаги нужно заимствовать,

а транши ипотечных облигаций такого типа были крошечными и недоступными. Вы могли их покупать либо не покупать, но возможность играть с ними на понижение отсутствовала — на рынке ипотечных облигаций просто не было людей, готовых сбрасывать их. Даже если вы были абсолютно уверены в печальной кончине рынка низкокачественных ипотечных облигаций, воспользоваться своей уверенностью вы не могли. Дома в короткую не продашь. Можно, конечно, затеять такую игру с акциями домостроительных компаний — скажем, Pulte Homes или Toll Brothers, — но это непрямой, дорогостоящий и опасный маневр. Цены акций могли расти намного дольше, чем выдержал бы кошелек Бэрри.

За пару лет до этого Бэрри открыл для себя дефолтные свопы. Они многих сбивали с толку, поскольку по существу представляли собой не своп, а страховой полис, как правило, на корпоративную облигацию с уплатой страховых взносов раз в полгода и фиксированным сроком. Допустим, по 10-летнему дефолтному свопу на \$100 млн в облигациях General Electric вы платите по \$200 000 в год. Ваши максимальные возможные потери составят \$2 млн: \$200 000 в год на протяжении 10 лет. Получите же вы максимум \$100 млн, если в течение последующих 10 лет General Electric не выполнит свои долговые обязательства и держатели облигаций останутся ни с чем. Вы получаете \$100 млн, а тот, кто продал вам дефолтный своп, теряет \$100 млн. Это — асимметричная ставка, все равно что ставка на число при игре в рулетку. Максимальные потери — поставленные фишки; но если выпадает ваше число, поставленная сумма увеличивается в 30, 40 или даже 50 раз. «В моем случае дефолтные свопы устраняли проблему неограниченного риска, — поясняет Бэрри. — Если я приобретал такие свопы, потенциальные потери были известны заранее, а потенциальная выгода во много раз их превосходила».

Майк Бэрри был хорошо знаком с рынком корпоративных дефолтных свопов. В 2004 году он начал скупать страховые полисы на те компании, которые, по его мнению, могли пострадать во время кризиса на рынке недвижимости: ипотечные кредиторы, ипотечные страховщики и т. д. Но этого ему было

мало. Кризис на рынке недвижимости мог привести к финансовым потерям, но не гарантировал банкротства этих компаний. Бэрри был нужен более эффективный инструмент, позволявший играть против сегмента низкокачественного ипотечного кредитования. Однажды в марте 2005 года Майкл Бэрри закрылся в своем кабинете, опустил жалюзи и уселся читать маловразумительную книгу о кредитных деривативах. И тут его осенило: дефолтные свопы на низкокачественные ипотечные облигации!

На эту мысль его натолкнула книга о развитии рынка облигаций США и о том, как в середине 1990-х годов компания J. P. Morgan впервые вывела на рынок корпоративные дефолтные свопы. Он дошел до абзаца, рассказывающего, зачем банкам вообще понадобились такие свопы. Объяснение нашлось не сразу. В конце концов, самый верный способ оградить себя от риска дефолта General Electric — не кредитовать компанию. Изначально дефолтные свопы служили инструментом хеджирования: один банк предоставил General Electric более крупный кредит, чем хотел, просто потому, что GE попросила об этом, а он побоялся потерять давнего клиента; другой банк усомнился в целесообразности кредитования компании. Однако в скором времени новые деривативы превратились в спекулятивный инструмент: многие хотели поставить на потенциальный дефолт GE. Бэрри осенило: Уолл-стрит придется сделать то же самое в отношении низкокачественных ипотечных облигаций. Учитывая ситуацию на рынке недвижимости, а также поведение кредиторов по низкокачественным ипотекам, рано или поздно обязательно найдутся желающие поставить на низкокачественные ипотечные облигации. Но в этом случае им никак не обойтись без дефолтных свопов.

Дефолтные свопы могли бы решить серьезную проблему, мешавшую осуществлению грандиозной идеи Майка Бэрри: выбор момента для действий. Бэрри был практически уверен, что низкокачественные ипотечные кредиты, выданные в начале 2005 года, станут проблемными. Но поскольку их процентные ставки искусственно занижались и не менялись в течение двух лет, требовалось два года, чтобы это случилось.

Низкокачественные ипотеки почти всегда выдавались под плавающий процент, но большинство из них имело зафиксированную на два года низкую «завлекающую» ставку. Кредит, выданный в начале 2005 года, мог иметь двухлетнюю «фиксированную» 6%-ную ставку, которая в 2007 году выросла до 11% и могла спровоцировать волну дефолтов. Едва различимое тиканье, издаваемое кредитами, со временем должно было звучать все громче и громче, пока до многих не дойдет, что это тикает часовой механизм бомбы. После этого уже никто не захочет продавать страховки на низкокачественные ипотечные облигации. Бэрри нужно было выложить фишки на стол сейчас и ждать, пока казино заработает. Теоретически дефолтный своп на 30-летнюю низкокачественную ипотечную облигацию был рассчитан на 30 лет. По прикидкам Бэрри, он должен был окупиться всего за три года.

Единственная проблема заключалась в отсутствии такого инструмента, как дефолтные свопы на низкокачественные ипотечные облигации, по крайней мере он с ним никогда еще не сталкивался. Бэрри нужно было убедить какую-нибудь крупную фирму с Уолл-стрит выпустить их. Но какую же выбрать? Если он прав и рынок недвижимости вот-вот рухнет, финансовые компании с Уолл-стрит, главные игроки на этом рынке, без сомнения, потеряют кучу денег. Нет смысла приобретать страховку у банка, который выйдет из игры, как только наступит пора платить по страховке. Он не стал утруждаться звонками в Bear Stearns и Lehman Brothers, поскольку те были гораздо теснее связаны с рынком ипотечных облигаций, нежели другие компании. Goldman Sachs, Morgan Stanley, Deutsche Bank, Bank of America, UBS, Merrill Lynch и Citigroup имели, по его мнению, большие шансы пережить кризис. Он обзвонил их все. В пяти местах вообще не поняли, о чем он ведет речь; в двух ответили, что появление такого рынка в будущем вполне возможно. Не пройдет и трех лет, как дефолтные свопы на низкокачественные ипотечные облигации вырастут в миллиардный рынок и принесут крупным фирмам с Уолл-стрит убытки на сотни миллиардов долларов. Так или иначе, на предложение Майкла Бэрри в начале 2005 года откликнулись только Deutsche

Bank и Goldman Sachs. Никто на Уолл-стрит, насколько он мог судить, не видел перспектив, открывшихся ему.

Майкл Бэрри всегда чувствовал, что отличается от других людей. В два года у него развилась редкая форма рака, и в результате он лишился левого глаза. Мальчик с одним глазом смотрит на мир иначе, чем остальные, но вскоре стало понятно, что дело не только в глазе. Взрослые постоянно твердили, чтобы во время разговора он смотрел собеседникам в глаза. «У меня все силы уходило на то, чтобы смотреть человеку в глаза, — вспоминает Майкл. — Когда я смотрел на человека в упор, я уже не слышал его». Его левый глаз не мог сфокусироваться на собеседнике: «Понятия не имею, что с этим поделать. Люди постоянно стараются сместиться влево, пока не оказываются по мою левую руку, и мне приходится выворачиваться, чтобы смотреть на них здоровым правым глазом».

Во всех своих неудачах в общении Майкл Бэрри винил стеклянный глаз. Ему было трудно расшифровывать невербальные сигналы, исходившие от других людей, а вербальные сигналы он воспринимал порой гораздо буквально, чем следовало. «Комплименты у меня выходили все какие-то нескладные, — жалуется он. — Я быстро понял, что, каким бы ни был мой комплимент, результат всегда плачевный». Неспособность вписаться в какую бы то ни было социальную группу Бэрри привык объяснять стеклянным глазом. Глаз чесался, слезился и требовал постоянного ухода. Другие дети не давали ему забыть об увечье. Они все время просили его вынуть глаз из глазницы, но если он поддавался на уговоры, глаз пачкался и выглядел еще отвратительнее, служа поводом для еще более злых насмешек и издевательств.

Стеклянным глазом Майкл объяснял и другие свои специфические качества. Маниакальное чувство справедливости, к примеру. Узнав, что звездных баскетболистов профи за пробежку штрафуют гораздо реже, чем простых игроков, Бэрри перестал смотреть баскетбол; несправедливость этого вида спорта убила в нем всякий интерес к игре. Несмотря на неукротимый

дух соперничества, атлетическое сложение, смелость и хорошую физическую подготовку, он был равнодушен к командным видам спорта. Глаз служил прекрасным оправданием. Ведь большинство командных игр предполагают использование мяча, а юноша с нарушением зрения вряд ли мог рассчитывать на блестящую карьеру в таком спорте. Он отчаянно пытался удержаться в футболе, но искусственный глаз то и дело выпадал, стоило ему столкнуться с другими игроками посильнее.

Майклу было трудно разделить проблемы психологического свойства и те, которые вызваны его увечьем: он считал, что стеклянный глаз виноват и в первых, и во вторых. Он не мог примириться с предвзятостью судей. Арбитры, закрывавшие глаза на нарушения, доводили его до исступления. Он предпочитал плавание, которое не предполагало практически никаких контактов. Нет товарищей по команде. Нет никаких неясностей. Ты просто плывешь положенное время и в конце либо выигрываешь, либо проигрываешь.

Он привык почти все время проводить в одиночестве и к 30 годам считал, что у него нет друзей. За плечами остались Школа святой Терезы в Сан-Хосе, Калифорнийский университет в Лос-Анджелесе и Медицинская школа Университета Вандербилта, но за все это время у него ни с кем не сложилось прочных отношений. С двумя людьми, которых он считал своими друзьями и с которыми был знаком в общей сложности 20 лет, Майкл общался по электронной почте и за всю жизнь виделся всего несколько раз. «В моем характере не иметь друзей, — объясняет он. — Мое счастье в моей голове». Жениться, однако, ему удалось дважды. Его первая жена, кореянка, в конце концов перебралась в другой город. («Она постоянно жаловалась, что идея отношений была мне гораздо интереснее, чем их поддержание».) Со второй женой, с которой он до сих пор состоит в браке, американкой вьетнамского происхождения, он познакомился на сайте Match.com. В анкете для сайта он без всяких прикрас описал себя как «студента-медика с одним глазом, трудностями в общении и долгом в \$145 000 по студенческому кредиту». Его «беспощадная» честность могла сравниться разве что с одержимостью идеей справедливости.

Одержимость — это еще одно качество, которое Майкл считал своей характерной чертой. Слово «умеренность» было ему неведомо: он либо с головой погружался в ту или иную тему, либо проявлял к ней полнейшее равнодушие. У этой черты имелся как свой минус — ему было гораздо труднее, чем многим другим, симулировать интерес к чужим проблемам и увлечениям, — так и плюс. Уже в детстве он демонстрировал фантастическое умение концентрироваться и учиться, с помощью учителей или без них. Предметы, которые его интересовали, давались ему без малейшего труда. Во время учебы в Калифорнийском университете он с легкостью переключался с английского на экономику да еще умудрялся ходить на подготовительные курсы, позволявшие поступить в самые престижные медицинские школы страны. Свою необычайную способность к концентрации он объяснял отсутствием интереса к человеческому общению, а отсутствие интереса к человеческому общению, как, впрочем, и многое другое, научился приписывать искусственному глазу.

Умение сосредоточенно работать выделяло его даже среди студентов-медиков. В 1998 году, будучи стажером в отделении неврологии в Стэнфордской больнице, Майк обмолвился в присутствии руководства о том, что в перерывах между 14-часовыми сменами две ночи подряд разбирал и собирал персональный компьютер, пытаясь улучшить его работу. Руководство отправило Бэрри к психиатру, который диагностировал маниакально-депрессивный психоз. В ошибочности диагноза молодой человек ни секунды не сомневался: как можно страдать маниакально-депрессивным психозом при отсутствии депрессий? Или, скорее, если депрессия находит на тебя только во время обходов и при необходимости демонстрировать интерес к практике в противоположность изучению медицины? Он стал врачом не потому, что любил медицину, а потому, что учеба в медицинской школе не представлялась ему особенно трудной. При этом медицинская практика либо нагоняла на него тоску, либо вызывала отвращение. О знакомстве с анатомией Бэрри отозвался так: «От одного только вида людей, которые задирали ноги, чтобы подмыться, у меня сводило желудок. Этого мне

хватило». О своем отношении к пациентам: «Я хотел помогать людям — правда, не очень сильно».

Он был по-настоящему увлечен компьютерами, но не как техникой. С их помощью он хотел удовлетворить свою главную страсть — изучение внутренних пружин фондового рынка. Эта тема привлекала его еще в школе, когда отец показал ему курсы акций на последней странице газеты, пояснив, что фондовый рынок — гнилое болото и доверять ему, а уж тем более играть на нем не стоит. Еще ребенком Майкл хотел логически упорядочить этот мир чисел. Сначала книги о фондовом рынке были хобби. Но довольно скоро он пришел к выводу: ни в таблицах, ни в графиках, ни в кривых, ни в нескончаемой болтовне множества экспертов никакой логики не прослеживается. А затем лопнул пузырь доткомов, и в одно мгновение фондовый рынок погрузился в хаос. «Конец девяностых фактически вынудил меня причислить себя к стоимостным инвесторам, поскольку действия всех остальных людей представлялись форменным безумием», — рассказывает Бэрри. Стоимостное инвестирование, суть которого сформулировал во время Великой депрессии Бенджамин Грэхем, подразумевало неустанный поиск недооцененных компаний с целью приобретения их акций дешевле ликвидационной стоимости. В самой простой форме модель стоимостного инвестирования была представлена конкретной формулой, но постепенно обрела множество иных модификаций — одну из них использовал Уоррен Баффетт, ученик Бенджамина Грэхема и самый известный стоимостный инвестор.

Бэрри считал, что искусство инвестирования нельзя свести к некой формуле или скопировать. Чем больше он изучал методы Баффетта, тем больше убеждался в этом. В результате анализа он пришел к однозначному выводу: к экстраординарному успеху ведут экстраординарные действия. «Если ты мечтаешь стать успешным инвестором, то должен выбирать стиль, соответствующий твоей личности, — поясняет Бэрри. — В один прекрасный момент я осознал, что Уоррен Баффетт никогда слепо не копировал Бена Грэхема, хотя и не упускал случая поучиться у своего наставника. Он шел своей дорогой и вкладывал деньги, руководствуясь собственными правилами...

Я свято верил в то, что быть успешным инвестором тебя не научат ни в одной школе. Найдись такая школа, она стала бы самым популярным учебным заведением в мире с заоблачной платой. Так что существование подобной школы представляется весьма сомнительным». Искусством инвестирования следовало овладевать самостоятельно, формируя собственный уникальный стиль. Средств для инвестирования у Бэрри не было, но всепоглощающий интерес к этому занятию молодой человек пронес через всю жизнь. Он не прослушал ни одного курса по финансам или бухгалтерскому учету, не говоря уже о работе в какой-нибудь фирме с Уолл-стрит. В его распоряжении было примерно \$40 000, а долг по студенческому кредиту достигал \$145 000. Предыдущие четыре года он проработал в больнице, но тем не менее находил время для самообразования. «Время — вещь растяжимая», — заметил он в электронном письме своему другу в одно воскресное утро 1999 года:

День может пролететь как один миг, а может тянуться пять часов. Как и ты, наверное, я плодотворно использую временные «окна», которые большинство людей расходуют вхолостую. Моя страсть к продуктивному времяпрепровождению стоила мне первого брака, а несколько дней назад едва не лишила невесты. До поступления в колледж в армии мне говорили: «До девяти утра мы успеваем больше, чем другие люди успевают за день», а я думал и успевал сделать больше, чем в армии. Ты ведь знаешь, что некоторые испытывают настоящий кайф от своих занятий, которые заменяют ВСЕ остальное.

У него не было маниакально-депрессивного психоза. Он жил замкнуто и в отрыве от общества, не чувствуя себя при этом одиноким или глубоко несчастным. Он не считал свою жизнь трагедией, полагая, помимо всего прочего, что его своеобразный характер помогает концентрироваться лучше других людей. По его мнению, причиной этого был искусственный глаз. «Мне казалось, что именно из-за него люди считают меня непохожим на них. Вот почему я считал себя непохожим на других». Поскольку он считал себя не таким, как остальные,

столкновение с Уолл-стрит не показалось ему из ряда вон выходящим событием.

Однажды поздней ноябрьской ночью 1996 года, подменяя врача в кардиологическом отделении больницы Сент-Томас, Нашвилл, штат Теннесси, Бэрри включил больничный компьютер и зашел на форум [techstocks.com](http://techstocks.com). Там он открыл тему «стоимостное инвестирование». Прочтя все, что говорили на форуме об инвестициях, он решил разобраться, как «происходит инвестирование в реальном мире». Рынок в тот момент был одержим интернет-акциями. В 1996 году сайт, посвященный инвестированию в Кремниевую долину, вряд ли можно было назвать подходящим местом для трезвомыслящего стоимостного инвестора. Тем не менее многие заходили на него, и каждый со своим мнением. Некоторые участники форума открыто сомневались в том, что врач может сказать что-нибудь дельное по поводу инвестирования, однако со временем Бэрри стал пользоваться непререкаемым авторитетом. Д-р Майк Бэрри — так он всегда подписывался — был в курсе того, что участники дискуссий следовали его советам и зарабатывали на них деньги.

Как только Бэрри понял, что больше ничего ценного форум предложить ему не может, он ушел с него и завел, как сказали бы сегодня, блог, который тогда представлялся непонятным средством коммуникации. Смена в больнице длилась 16 часов, поэтому блогом он мог заниматься лишь с полуночи до трех утра. В нем Бэрри описывал совершенные на фондовом рынке операции и приводил аргументы в их пользу. В Интернете о нем стали говорить. Вот что рассказал менеджер одного крупного филадельфийского инвестиционного фонда: «Не понимаю, когда он все успевает. Он же интерн. Я видел лишь ту часть его жизни, что не имела отношения к медицине, и не мог сдержать восхищения. Он показывает свои действия на рынке, и люди повторяют их в реальном времени. Он вкладывает в стоимость в разгар бума доткомов. Он, как и мы, покупает акции стоимости, но при этом мы теряем и деньги, и клиентов. Он же получает 50% прибыли. И это какая-то загадка. Он сам сплошная загадка. И мы не единственные, кто за ним наблюдает».

Майк Бэрри не мог поименно перечислить своих последователей, зато точно знал, в какой сфере работают его читатели. Поначалу это были сотрудники EarthLink и AOL. Обычные рядовые сотрудники. Но вскоре контингент резко сменился. Его сайт стали посещать представители таких взаимных фондов, как Fidelity, и крупных инвестиционных банков с Уолл-стрит вроде Morgan Stanley. Однажды в качестве своей жертвы Бэрри выбрал индексные фонды компании Vanguard и тут же получил от юристов компании предписание прекратить действия. Бэрри понял, что записями в блоге могут руководствоваться даже серьезные инвесторы, правда, с трудом представлял, кто это мог быть. «Он настоящее открытие для рынка, — говорит менеджер одного филаделфийского взаимного фонда. — Он видел закономерности, ускользнувшие от внимания остальных».

К тому моменту, когда в 1998 году Бэрри поступил в ординатуру отделения неврологии Стэнфордской больницы, ночная сетевая деятельность сделала его довольно заметной фигурой среди стоимостных инвесторов. В то время помешательство на интернет-акциях, достигнув своего пика, поразило и медицинский персонал Стэнфордской больницы. «Некоторые стажеры и врачи увлеклись дотками, — рассказывает Бэрри. — Они покупали и обсуждали все подряд — Polycom, Corel, Razorfish, Pets.com, TIBCO, Microsoft, Dell, Intel. Эти компании я до сих пор помню, но большинство из них сохранились в моей памяти исключительно как «ерунда-какая-то-точка-ком». Я держал рот на замке, поскольку не хотел, чтобы остальные знали, чем я занимаюсь в свободное время. Внутренний голос мне подсказывал: меня ждут серьезные неприятности, если остальные врачи прознают о том, что я не предан медицине всей душой и сердцем».

Тот, кого волнует вопрос, достаточно ли он предан медицине, обычно не может похвастаться преданностью. Чем глубже Бэрри погружался в профессию врача, тем сильнее его угнетало общение с людьми. Он попробовал найти убежище в патологоанатомическом отделении, где пациенты хотя бы потрудились умереть, но из этого также ничего не вышло. («Мертвые люди, мертвые органы. Больше мертвых людей, больше

мертвых органов. Мне хотелось чего-то более интеллектуального».)

Бэрри вернулся в Сан-Хосе, похоронил отца, повторно женился и был ошибочно квалифицирован как псих, когда закрыл сайт и объявил о том, что уходит из медицины и становится инвестиционным менеджером. Заведующий неврологическим отделением Стэнфордской больницы решил, что Бэрри лишился рассудка, и предложил ему взять годичный отпуск и все хорошенько обдумать. Однако Майк уже все обдумал. «Меня захватила мысль, что если я сумею эффективно управлять портфелем ценных бумаг, то стану успешным человеком, и тогда будет совершенно неважно, что меня воспринимают не так, хотя на самом деле я очень неплохой человек». Но соотношение его активов и пассивов, \$40 000 против \$145 000, превращало наполнение портфеля в проблему. Его отцу тоже поставили неверный диагноз: врач не сумел разглядеть на рентгенограмме рак. Семья получила небольшую компенсацию. Отец Майкла не одобрял игру на фондовом рынке, однако именно деньги, полученные после его смерти, открыли туда дорогу для сына. Его мать внесла снятые со счета \$20 000, а трое братьев — по \$10 000. Эти деньги д-р Майкл Бэрри пустил на открытие Scion Capital. (В детстве ему нравилась книга Терри Брукса «Потомки Шаннары», в оригинале — *The Scions of Shannara*.) Для привлечения клиентов он сочинил впечатляющую рекламу. В ней говорилось: «Состояние инвестора должно быть не менее \$15 млн». Подобное требование не могло не впечатлять, поскольку ему не соответствовал не только он сам, но и никто из его знакомых.

Пока Майкл был занят поиском помещения под офис, покупкой мебели и открытием брокерского счета, ему поступило несколько неожиданных звонков. Первым позвонил представитель Gotham Capital — крупного инвестиционного фонда из Нью-Йорка. Основателем Gotham был гуру стоимостного инвестирования Джозель Гринблатт. Бэрри читал его книгу «Ты можешь стать гением фондового рынка» (*You Can Be a Stock Market Genius*). («Отвратительное название, но сама книга мне понравилась».) Люди Гринблатта сообщили Бэрри, что неплохо

зарабатывают на его идеях и не прочь делать это и впредь. Затем поинтересовались, что Майк Бэрри скажет, если Gotham вложит средства в его фонд? «Мне позвонил сам Джоэль Гринблатт и заявил: “Я все ждал, когда же вы оставите медицину”». Gotham устроил поездку Бэрри с женой в Нью-Йорк (для Бэрри это был первый визит в этот город, да к тому же летели они первым классом) и разместил их в шикарном номере в Intercontinental Hotel.

По пути на встречу с Гринблаттом Бэрри обуял страх, как всегда бывало с ним перед личным общением с людьми. Правда, он утешал себя тем, что люди из Gotham, похоже, читали его блог. «Если сперва прочесть то, что я пишу, а потом встретиться лично, все пройдет как по маслу, — думал он. — Но если я встречаюсь с теми, кто никогда не читал мои опусы, это форменная катастрофа. В средней школе была та же история — даже с учителями». К Бэрри следовало применять метод слепой дегустации: определиться с отношением к нему следовало еще до личного знакомства. В этот раз он столкнулся еще с одной проблемой, поскольку не имел ни малейшего понятия, как одеваются успешные инвестиционные менеджеры. «Он позвонил мне накануне встречи с вопросом, что надеть, — рассказывает один из его друзей, профессиональный инвестиционный менеджер. — У него не водилось галстуков. Зато имелась синяя куртка — для похорон». Еще одна характерная особенность Майка Бэрри. Письменно он изъяснялся довольно официально, даже сухоовато, а одевался будто на пляж. По пути в офис Gotham он, ударившись в панику, заскочил в магазин Tie Rack и купил галстук.

Явившись в крупную нью-йоркскую инвестиционную компанию разодетый, можно сказать, в пух и прах, Бэрри увидел своих партнеров в футболках и спортивных брюках. Между ними состоялся примерно такой диалог.

— Мы дадим вам миллион долларов.

— Простите?

— Мы хотим выкупить четверть вашего нового хедж-фонда.

За миллион долларов.

— Правда?

— Да, мы предлагаем вам миллион долларов.

— После уплаты налогов!

Бэрри всегда мечтал когда-нибудь стоять миллион долларов за вычетом налогов. Последняя фраза просто сорвалась с языка еще того, как он успел до конца сообразить, что к чему. И его мечта сбылась! В один момент благодаря своему блогу Майкл Бэрри из студента-медика по уши в долгах и с чистым капиталом в размере минус \$105 000 превратился в миллионера с несколькими непогашенными кредитами. Бэрри не знал тогда, что Джоэль Гринблатт пошел на подобную сделку впервые в жизни. «Он, несомненно, отличался блестящим умом, а столь талантливых молодых людей не так уж много», — говорил Гринблатт.

Вскоре после этой странной беседы Бэрри позвонили из страхового холдинга White Mountains. Руководитель компании Джек Бирн, входивший в круг приближенных Уоррена Баффетта, уже успел побеседовать с представителями Gotham Capital. «Мы не знали, что вы продаете долю в своей фирме», — заявил представитель White Mountains. На что Бэрри ответил, что и сам об этом не знал, пока несколько дней назад ему не предложили миллион долларов после уплаты налогов. Как оказалось, White Mountains также пристально следила за деятельностью Майкла Бэрри. «То, что он был стажером в неврологическом отделении, поразило нас больше всего, — заметил Кип Обертинг, работавший в тот момент в White Mountains. — Когда же он все это успевал?» Из White Mountains Бэрри выжал \$600 000 за небольшую долю фонда и обещание выделить \$10 млн на инвестирование. «Да, он был единственным, кого мы отыскивали через Интернет, просто позвонили и согласились финансировать».

В течение первого года в бизнесе д-ру Майку Берри пришлось ненадолго столкнуться с социальным аспектом работы с деньгами. «Чтобы привлекать достаточные средства, необходимо плотно общаться с людьми, — говорит он, — а мне общение с людьми не доставляет особого удовольствия. Те, кто меня окружает, обычно это хорошо понимают». Он отправился на конференцию, организованную Bank of America, намереваясь представить новый инвестиционный фонд состоятельным

инвесторам, что не осталось без внимания участников конференции. Он выступил с речью, обозвав использующийся метод оценки риска идиотическим. На тот момент риск оценивался по волатильности, т. е. по колебаниям цен акций или облигаций в последние несколько лет. Реальный риск связан не с волатильностью; реальный риск представляли неразумные инвестиционные решения. «В общем и целом, — как заметил он позднее, — богатейшие из богатых и их представители признали, что большинство менеджеров не более чем посредственности, а лучшие из них способны получать среднюю доходность при волатильности ниже среднерыночной. По этой логике получается, что доллар, проданный сегодня за 50 центов, завтра — за 60 и послезавтра — за 40, почему-то стоит дешевле, чем доллар, продаваемый по 50 центов три дня подряд. Я утверждаю, что умение купить за 40 центов являет собой возможность, а не риск и что доллар все равно стоит доллар». Его выступление было встречено молчанием, и обедать ему пришлось в одиночестве. Сидя за огромным круглым столом, он наблюдал, как весело болтают остальные участники.

Бэрри не знал точно, что отталкивает от него людей — его слова или его характер. Он досконально изучил биографию Уоррена Баффетта, который каким-то образом умудрился сочетать дикую популярность и колоссальный успех. В молодости у Баффетта также возникали сложности в общении, и, желая освоить секреты эффективного взаимодействия с людьми, он записался на курсы Дейла Карнеги. Майк Бэрри рос в условиях совершенно иной финансовой культуры. Дейла Карнеги вытеснил Интернет. Необходимость личных встреч отпала. Он мог заявить о себе онлайн и ждать, пока на него выйдут инвесторы. Он мог выложить в Сети хитроумные идеи и ждать, пока люди ознакомятся с ними и отдадут ему свои деньги для управления. «По мне, так Баффетт слишком популярен, — говорит Бэрри. — Я вряд ли стану таким добрым дедушкой».

Такой метод привлечения средств вполне устраивал Майка Бэрри. Более того, он приносил плоды. Открытие Scion Capital обошлось в миллион долларов с небольшим — деньги, полученные от матери и братьев плюс его собственный миллион

за вычетом налогов. В 2001 году, а это был его первый год в бизнесе, индекс S&P 500 снизился на 11,88%. Scion же заработал 55%. В следующем году S&P 500 снизился еще больше, на 22,1%, а Scion заработал 16%. В 2003 году ситуация на фондовом рынке изменилась в лучшую сторону, он вырос на 28,69%, но и тут Майк Бэрри обошел его — инвестиции в его компанию выросли на 50%. К концу 2004 года под управлением Майка Бэрри находилось \$600 млн, и он стал отказывать инвесторам. «Если бы он согласился принимать деньги по максимуму, то мог бы управлять многими, многими миллиардами долларов, — говорит один из менеджеров нью-йоркского хедж-фонда, с изумлением наблюдавший за деятельностью Бэрри. — Его Scion был плох с точки зрения бизнеса, но хорош с точки зрения инвестирования».

«Нередко процесс привлечения капитала напоминает зрелищное шоу или гонку с препятствиями, — писал Бэрри инвесторам, желая, вероятно, заверить их в том, что любить или даже лично знать своего инвестиционного менеджера вовсе необязательно, — грамотное же инвестирование не терпит суеты и не требует публичности».

Чарли Мунгера, в отличие от его партнера Уоррена Баффетта, расположение окружающих людей совершенно не заботило. В 1995 году Мунгер выступил в Гарвардской школе бизнеса с докладом под названием «Психология ошибочных суждений». Если хотите предсказать поведение человека, говорил Мунгер, оцените его мотивы. Компания FedEx не могла добиться, чтобы ночная смена заканчивала вовремя; что только они не придумывали для ускорения работы, но ничего не помогало. Тогда сотрудникам из ночной смены стали платить не по часовым ставкам, а за смену, и проблема была решена. Компания Xerox разработала новую, более совершенную модель копировального аппарата, но та продавалась гораздо хуже, чем старые модели. Оказалось, за продажу старых моделей торговые агенты получали более высокие комиссионные. «Конечно, можно сказать, что это общеизвестный факт, — заявил Мунгер. — Думаю, людей, которые до конца понимают важность мотивов, наберется не более 5%. И я давно вхожу в их число. Но всю свою жизнь я недооценивал истинную силу

внутренних мотивов. И каждый год с удивлением получаю все новые и новые ей подтверждения».

Комментарии Мунгера во многом перекликались с представлениями Бэрри о рынках и о людях, которые на этих рынках действовали. «Я читал этот доклад и подпишусь под каждым его словом, — признается Бэрри и добавляет: — У Мунгера тоже искусственный глаз». У Бэрри имелся собственный взгляд на данный вопрос, он сформировал его еще в период работы в медицине. Даже когда решаются вопросы жизни и смерти, врачи, медсестры и пациенты нередко руководствуются дурными мотивами. В больницах, где стоимость аппендэктомии была выше, хирурги удаляли больше аппендиксов. В качестве яркого примера можно привести также и офтальмохирургию. В 1990-е годы офтальмологи зарабатывали на удалении катаракты. Одна операция занимала полчаса или даже меньше, и за нее по страховой программе Medicare выплачивалось \$1700. В конце 1990-х годов страховая выплата сократилась до \$450 за операцию, и доходы офтальмологов-хирургов снизились. Американские врачи тут же освоили рискованную операцию под названием «радиальная кератотомия», и началась повальная мода на исправление незначительных нарушений зрения. Плохо изученная на тот момент манипуляция преподносилась как панацея для людей, носящих контактные линзы. «В действительности же, — говорит Бэрри, — хирургами двигало лишь стремление сохранить высокие доходы, достигавшие порой \$1–2 млн в год, оставалось лишь подвести под него обоснование. Медицинская наука не замедлила предложить нечто менее опасное, нежели радиальная кератотомия, и в итоге был разработан метод коррекции под названием LASIK».

Поэтому, занявшись бизнесом, Майк Бэрри позаботился о том, чтобы у него были правильные мотивы. Он считал несправедливым стандартный размер вознаграждения главы хедж-фонда. Обычно оно составляло 2% от активов; таким образом, менеджеры получали плату просто за объем привлеченных средств. Scion Capital взимал с инвесторов лишь стоимость фактических расходов, — как правило менее 1% от активов.

Прежде чем начать зарабатывать самому, Бэрри вознамерился приумножить капиталы инвесторов. «Вспомните о том, с чего начинал фонд Scion, — говорит один из первых его инвесторов. — У парня не было денег, а он отказывался от вознаграждения, которое все другие фонды считали само собой разумеющимся. Совершенно неслыханно!»

С самого начала Scion Capital невероятно везло. К середине 2005 года, за период, в течение которого фондовый индекс широкого рынка снизился на 6,84%, активы фонда Бэрри возросли на 242%, и ему приходилось отказывать новым инвесторам. Казалось, падения и взлеты фондового рынка совершенно не волнуют его многочисленных клиентов; Майк Бэрри инвестировал деньги весьма благоразумно. Он не использовал заемных средств и избегал короткой продажи акций. Он выбирал для покупки обыкновенные акции, сидя в кабинете и изучая финансовую отчетность. Приблизительно за \$100 он подписался на услуги системы 10-K Wizard. Все решения в Scion Capital принимались одним-единственным человеком, который закрывался в кабинете с опущенными жалюзи и анализировал информацию, которая ни для кого не была секретом. Он изучал судебные решения, описания совершенных сделок и изменения в законодательстве — все, что могло повлиять на стоимость компании.

Наибольшее внимание он уделял тому, что называл «тьфу-инвестиции». В октябре 2001 года в письме инвесторам он пояснил смысл данного понятия: «Тьфу-инвестирование подразумевает пристальное изучение акций, первая реакция на которые — “тьфу, гадость какая”».

Наглядным примером служит компания с подозрительным названием Avant! Corporation. Бэрри наткнулся на нее в новостях, когда ввел поисковый запрос со словом accepted. Он понимал, что, играя на краю поля, должен находить нестандартные ходы для изменения игры в свою пользу. Другими словами, ему нужно было отыскивать необычные ситуации, которые остальной мир еще не разглядел. «Я не искал новости о случаях мошенничества или обмана, — поясняет он. — Это значило бы оглядываться назад, а я хотел опережать события. Я искал судебные разбирательства, которые могли обернуться поводом

для инвестирования. Принятые на рассмотрение судом аргументы, жалобы и решения». Суд принял к рассмотрению возражение от компании — разработчика программного обеспечения Avant! Corporation. Avant! обвинялась в краже у конкурента компьютерного кода, на котором строился весь ее бизнес. На банковском счете компании лежало \$100 млн, она генерировала свободный денежный поток \$100 млн в год, и тем не менее, ее рыночная стоимость составляла всего \$250 млн! Майкл Бэрри принялся копать; вскоре он знал об Avant! Corporation больше, чем кто бы то ни было. Он понимал: даже если руководство компании сядет в тюрьму (что и произошло) и уплатит штрафы (так и получилось), Avant! все равно будет стоить намного дороже, чем ее оценивал рынок. Подавляющее число работавших в ней инженеров составляли китайцы с рабочими визами, оказавшиеся в ловушке, — массового бегства с тонущего корабля можно было не опасаться. Но чтобы заработать на акциях Avant!, Бэрри нужно было пережить кратковременные убытки, поскольку шумиха вынудила инвесторов в ужасе избавляться от акций.

Первые акции Avant! Бэрри приобрел в июне 2001 года по \$12 за штуку. Вскоре фотография руководства Avant! появилась на обложке *Business Week* под заголовком «Преступление — прибыльное дело?» Акции упали; Бэрри купил еще. Руководство Avant! отправилось в тюрьму. Акции упали еще ниже. Майк Бэрри продолжал покупать — уже по \$2 за штуку. Став крупнейшим акционером Avant!, он начал принуждать руководство к изменениям. «Очистив управление от криминальной ауры [бывшего генерального директора], — писал он новым руководителям, — Avant! получила возможность продемонстрировать свою заботу об акционерах». В другом электронном письме, датированном августом, он сообщил: «Avant! до сих пор вызывает у меня такое чувство, будто я сплю с деревенской шлюхой. Как бы профессионально ни удовлетворялись мои пожелания, вряд ли я буду этим хвастаться. Противно донельзя. Я почти уверен, что, надави я на Avant! посильнее, на меня наедет китайская мафия». Через четыре месяца акции Avant! продавались по \$22 за штуку.

«Классическая операция Майкла Бэрри, — говорит один из его инвесторов. — Стоимость акции вырастает в 10 раз, упав перед этим раза в два».

Подобный подход был не по душе большинству инвесторов, но именно в нем, по мнению Бэрри, и заключалась суть стоимостного инвестирования. Его задача состояла в том, чтобы идти против общих предпочтений. Но он не смог бы этого сделать, если бы зависел от краткосрочных рыночных колебаний, и поэтому, в отличие от большинства хедж-фондов, не позволяя инвесторам в короткие сроки выводить свои деньги. Деньги вкладывались в Scion как минимум на год. Бэрри создавал свой фонд для привлечения людей, которые предпочитают ставить на рост, а не падение акций. «В душе я не сторонник игры на понижение, — признается он. — Обычно я не выискиваю компании, которые дешевеют. Рост привлекает меня гораздо больше, чем падение». К тому же риск короткой продажи внушал ему серьезные опасения, поскольку теоретически был неограниченным. Понизиться он мог лишь до нуля, а расти — до бесконечности.

Успех в инвестировании определяется правильностью цены, уплаченной за риск. Постепенно Бэрри пришел к выводу, что он платит не ту цену, причем не только в сфере отдельных акций. Интернет-пузырь лопнул, но цены на дома в Сан-Хосе, эпицентре пузыря, продолжали расти. Он занялся изучением акций строительных фирм и компаний, страхующих жилищные ипотеки, таких как PMI. В мае 2003 года он писал одному из своих друзей, крупному профессиональному инвестору с Восточного побережья, что в сфере недвижимости раздувается настоящий пузырь из-за иррационального поведения кредиторов, бездумно раздающих ипотечные кредиты. «Нужно лишь не пропустить момент, когда даже самые льготные кредиты перестанут толкать рынок [жилья] вверх, — писал он. — Я крайне пессимистически оцениваю ситуацию и допускаю 50%-ное падение на рынке жилой недвижимости США... Спрос на недвижимость упадет, как только люди увидят, что цены больше не растут. Падение стоимости обеспечения в десятки раз превысит все текущие прогнозы».

Когда в начале 2005 года Бэрри вознамерился играть против рынка низкокачественных ипотечных облигаций, он столкнулся с первой серьезной проблемой. Инвестиционные банки с Уолл-стрит, которые могли продать ему дефолтные свопы, не торопились делать это. Майк Бэрри хотел вложить деньги без промедления, пока рынок недвижимости США не одумался и не обрел способность здраво мыслить. «Я предполагал, что деградация кредитных пулов достигнет критического уровня через пару лет», — заявил он. Это должно произойти, когда «завлекающие» ставки перестанут действовать и ежемесячные выплаты взлетят до небес. Но ему казалось, что рынок неизбежно увидит все, что видел он, и спохватится. Кто-нибудь на Уолл-стрит обратит внимание на чрезмерный риск низкокачественных ипотечных кредитов и повысит стоимость их страхования. «Этот рынок лопнет, прежде чем я успею провернуть задуманную сделку», — писал он в электронном письме.

Поскольку жизнь Бэрри проходила в электронной переписке, его письма запечатлели рождение нового рынка так, как оно виделось первому участнику. Оглядываясь назад, диву даешься, насколько быстро Уолл-стрит, которая совсем недавно не понимала, о чем ей толкуют, и представления не имела о дефолтных свопах на низкокачественные ипотечные облигации, переориентировала свой бизнес на новый инструмент. В таком же хаосе зарождался и рынок ипотечных облигаций, вызванный к жизни фанатическим интересом небольшой горстки людей на задворках больших финансов. Но на становление того рынка ушли годы; новый же встал на ноги, окреп и начал ворочать десятками миллиардов долларов всего за несколько месяцев.

Майку Бэрри, планировавшему приобрести страховку на огромное количество низкокачественных ипотечных облигаций, первым делом предстояло разработать стандартный и одобренный всеми контракт. Тот, кто продаст ему дефолтные свопы на низкокачественные ипотечные облигации, в один прекрасный день будет должен кучу денег. Не исключено, что дилеры попытаются увильнуть от выплаты. Наличие контракта сделает это для них гораздо более сложным, а для Бэрри упростит процесс продажи одному дилеру того, что он купил у другого,

и, таким образом, позволит находить лучшие цены. Организация под названием Международная ассоциация по свопам и дериватам (ISDA) взяла на себя обязанности по формализации условий выпуска новых ценных бумаг\*. У ISDA уже имелись правила регулирования выпуска дефолтных свопов на корпоративные облигации, однако страхование корпоративных облигаций особых сложностей не представляло. Дефолт либо имел место, либо не имел. Компания пропустила выплату процентов — вы платите. Покупатель страховки мог не получить все 100 центов на доллар (так же как и держатель облигации мог не потерять 100 центов на доллар, поскольку активы компании имели определенную стоимость) — независимый судья принимал справедливое и удовлетворительное решение относительно размера возмещения. Если держатели облигаций получали 30 центов на доллар (другими словами, теряли 70 центов), покупателю дефолтного свопа выплачивались 70 центов.

Приобретение страховки на пул американских жилищных ипотек было сопряжено с определенными сложностями, поскольку одномоментный дефолт всему пулу не грозил; владельцы домов переставали платить, как правило, не сразу. Дилеры во главе с Deutsche Bank и Goldman Sachs предложили изящное решение: дефолтные свопы с выплатами по мере наступления страховых событий. Выплаты покупателю свопов — покупателю страховки — производились не одновременно в момент дефолта всего пула ипотечных кредитов, если таковой наступит, а постепенно, по мере прекращения платежей отдельными домовладельцами.

---

\* ISDA была создана в 1986 году моим руководством из Salomon Brothers для решения проблем, связанных с новомодными тогда процентными свопами. Простая, на взгляд участников, операция — я плачу тебе фиксированную процентную ставку в обмен на плавающую ставку — не могла осуществляться без множества регулирующих ее правил. За этими правилами крылись опасения, что контрагент фирмы с Уолл-стрит в процентном свопе обанкротится и не выполнит обязательств по выплате. Процентные свопы, как и дефолтные свопы, переносили на фирмы с Уолл-стрит кредитный риск других людей, а на других людей — кредитный риск фирм с Уолл-стрит.

С договором ISDA несколько месяцев работали юристы и трейдеры из крупных фирм с Уолл-стрит, возглавлявших рынок. По неизвестной причине юристу Бэрри, Стиву Друскину, позволили участвовать в телефонных конференциях и даже время от времени вклиниваться и озвучивать точку зрения клиента Уолл-стрит. Фирмы с Уолл-стрит всегда пеклись о кредитоспособности своих клиентов; клиентам же зачастую оставалось слепо верить, что казино сможет рассчитаться с выигравшими. У Майка Бэрри такой уверенности не было. «Я играю не против облигаций, — заявил он. — Я играю против системы». Он не хотел купить страховку от наводнения у Goldman Sachs и остаться ни с чем только потому, что Goldman Sachs смыло волной. Он хотел, чтобы с изменением стоимости договора страхования (скажем, когда вода подступила совсем близко, но еще не разрушила здание) Goldman Sachs и Deutsche Bank предоставляли обеспечение, отражающее рост стоимости того, чем он владеет.

За месяц до окончательного утверждения условий, 19 мая 2005 года, Майк Бэрри заключил первую сделку с низкокачественными ипотечными кредитами. Он купил дефолтные свопы на \$60 млн в Deutsche Bank — на шесть разных облигаций, по \$10 млн на каждую. «Референсные ценные бумаги», так они назывались. Страховка распространялась не на весь рынок низкокачественных ипотечных облигаций, а на конкретную облигацию, и Бэрри все свое время уделял поиску подходящих бумаг. Он прочел десятки и пролистал сотни проспектов, выискивая самые рискованные кредитные пулы, и уже тогда подозревал (а потом и убедился), что был единственным, кто открывал эти проспекты, не считая составлявших их юристов. К тому же он был, пожалуй, единственным инвестором, занимавшимся старомодным кредитным анализом ипотек, который следовало бы проводить до начала кредитования. Однако со старомодными банками у него не было ничего общего. Он искал не лучшие, а худшие кредиты — с тем, чтобы ставить против них.

Бэрри оценивал влияние отношения суммы кредита к стоимости обеспечения, вторых ипотек, месторасположения жилья, отсутствия кредитной документации, подтверждения доходов

заемщиков и с десятков прочих факторов, чтобы установить вероятность превращения ипотечных кредитов, выданных приблизительно в 2005 году, в проблемные. После этого он стал выбирать облигации, обеспеченные наихудшими кредитами. Его удивил тот факт, что Deutsche Bank совершенно не интересовало, против каких облигаций он играл. С точки зрения банка все низкокачественные ипотечные облигации были одинаковыми. Стоимость страховки определялась не независимым анализом, а рейтингом облигации, установленным агентствами Moody's и Standard & Poor's\*. Если кто-то хотел приобрести страховку на предположительно безрисковый транш класса «три А», с него брали 20 базисных пунктов (0,20%); в случае более рискованных траншей класса А — 50 базисных пунктов (0,50%); а в случае еще более рискованных траншей класса «три В» — 200 базисных пунктов, т. е. 2%. (Базисный пункт — это одна сотая процентного пункта.) Больше всего Бэрри интересовали облигации класса «три В», которые могли обесцениться до нуля, если убыток по базисному пулу ипотечных кредитов составлял всего 7%. Данную операцию он считал малорискованной, которую, хорошенько подумав, можно превратить в беспроигрышный вариант. Даже беглого взгляда на проспекты было достаточно, чтобы заметить существенные различия между облигацией класса «три В» и следующей (доля пула, приходящаяся на кредиты с выплатой только процентов, например). Бэрри вознамерился отобрать наихудшие, беспокоило

---

\* Два крупнейших агентства используют разные обозначения для одного и того же. То, что Standard & Poor's обозначает как AAA, у Moody's выглядит как Аaa, но и то и другое означает облигацию с наименьшим риском дефолта. Для простоты в тексте используются обозначения S&P, класс AAA называется «три А» и т. д.

В 2008 году, когда оказалось, что рейтинги огромного количества низкокачественных облигаций ни о чем не говорят, разгорелись бурные дебаты относительно их смысла. Инвесторы с Уолл-стрит всегда считали, что они отражают вероятность дефолта. К примеру, вероятность дефолта облигации с рейтингом «три А» в течение первого года после выпуска составляла 1 на 10 000, а облигации с рейтингом «три В» — 1 на 500. В 2008 году рейтинговые агентства заявили, что их рейтинги никогда не предназначались для столь точных оценок. Они лишь пытались проранжировать степени риска.

лишь то, что инвестиционные банки заметят это и пересмотрят свои цены.

Но они опять потрясли и восхитили его: из Goldman Sachs пришло электронное письмо с длинным перечнем дрянных ипотечных облигаций на выбор. «Честно говоря, я едва не утратил дар речи, — говорит он. — Цены на них соответствовали самому низкому рейтингу одного из трех крупнейших рейтинговых агентств». Бэрри мог выбрать все, что пожелает. Это было похоже на покупку страховки от наводнения на дом, расположенный в низине, по той же цене, что и для дома, стоящего на горе.

Рыночная ситуация была лишена всякой логики, но это не остановило фирмы с Уолл-стрит, отчасти из-за Майка Бэрри, который им постоянно докучал. Он не одну неделю донимал Bank of America, пока тот не согласился продать ему дефолтные свопы на \$5 млн. Через 20 минут после отправки письма с подтверждением операции они получили ответ от Бэрри: «Можем повторить сделку?» В течение нескольких недель Майк Бэрри купил дефолтные свопы у полдесятка банков на несколько сотен миллионов долларов частями по \$5 млн. Никого из продавцов особо не волновало, какие облигации они страхуют. Бэрри обнаружил один пул, который на 100% состоял из кредитов с отрицательной амортизацией и плавающей ставкой — заемщики по таким кредитам имеют возможность не выплачивать проценты и накапливать долг без конца, возможно до самого дефолта. Goldman Sachs не только продал ему страховку на этот пул, но даже прислал поздравительное письмо, поскольку Бэрри стал первым и на Уолл-стрит, и за ее пределами, кто приобрел страховку на подобный продукт. «Я занимаюсь ликбезом среди специалистов», — глумливо заметил Бэрри в ответном письме.

Его не очень интересовало, почему инвестиционные банкиры, которых все считают проницательными, так дешево продавали страховку. Его больше беспокоило то, что другие разгадают его замыслы и тогда ему не видать удачи. «Я хотел на какое-то время прикинуться дурачком, делая вид, что действую наобум. “Как тебе опять это удалось?” “Где можно найти эту информацию?” или “Правда?” Так я реагировал, когда речь

заходила об очевидных вещах». Одно из преимуществ длительной изолированности от общества: он с легкостью верил в свою правоту и ошибочность мнения остального мира.

Чем больше фирмы с Уолл-стрит увязали в новом бизнесе, тем проще становилось делать ставки. В течение первых нескольких месяцев Бэрри удавалось открывать короткие позиции в лучшем случае на \$10 млн за раз. В конце июня 2005 года ему позвонили из Goldman Sachs с предложением увеличить объем сделки до \$100 млн. На следующий день он писал: «Следует помнить, что мы говорим о \$100 млн. Это сумасшедшая сумма. А ею разбрасываются так легко, словно речь идет о трехзначном, а не девятизначном числе».

К концу июля Бэрри владел дефолтными свопами на \$750 млн по низкокачественным ипотечным облигациям и про себя гордился этим. «Уверен, в мире не сыскать больше хедж-фонда с подобными инвестициями и ничего похожего по размеру портфеля», — так он писал одному из инвесторов, который прознал, что его инвестиционный менеджер разработал какую-то новую стратегию. Теперь он уже не мог не задумываться над тем, кто стоит по другую сторону сделки: какой безумец продает страховку на облигации, которые должны лопнуть? Дефолтные свопы — игра с нулевой суммой. Если в случае дефолта отобранных низкокачественных ипотечных облигаций Майк Бэрри заработает \$100 млн, кто-то эти \$100 млн потеряет. Goldman Sachs ясно дал понять, что действует не от своего имени, а исполняет функции посредника между покупателем страховки и продавцом.

Готовность этого человека, кто бы он ни был, продавать дешевую страховку в таких огромных количествах навела Майка Бэрри на очередную идею: основать фонд, который будет заниматься исключительно покупкой страховки на низкокачественные ипотечные облигации. Для фонда с активами в \$600 млн, задачей которого являлся отбор акций, его ставка уже была гигантской; но если бы ему удалось привлечь средства исключительно для нового проекта, он мог бы заработать на много миллиардов больше. В августе он составил коммерческое предложение по фонду, названному Milton's Opus,

и разослал его своим инвесторам. (Первым делом все спрашивали: «Что такое Milton's Opus?» На что Бэрри отвечал: «Потерянный рай»\*, но такой ответ лишь порождал новые вопросы.) Большинство инвесторов не подозревало, что менеджер их фонда просто помешался на тайне за семью печатями под названием дефолтные свопы. Многие не захотели с ними связываться, а некоторые забеспокоились, уж не пустил ли он на эти свопы их деньги.

Получилось, что вместо привлечения дополнительных средств для приобретения дефолтных свопов на низкокачественные ипотечные облигации Бэрри поставил под угрозу существование уже имеющихся вложений. Инвесторы с готовностью доверяли ему покупку акций от их имени, однако все как один ставили под сомнение его способность предвидеть серьезные макроэкономические изменения. И они определенно не понимали, что такого особенного он увидел в многомиллиардном рынке низкокачественных ипотечных облигаций. Milton's Opus умер быстро и безболезненно. В октябре 2005 года в письме, адресованном инвесторам, Бэрри наконец раскрыл все карты и сообщил, что они держат по меньшей мере миллиард долларов в дефолтных свопах на низкокачественные ипотечные облигации. «Рынок порой ошибается по-крупному», — писал он.

Рынок ошибся, когда дал America Online деньги для покупки Time Warner. Он ошибся, когда сделал ставку против Джорджа Сороса и в пользу британского фунта. И ошибается сейчас, когда демонстрирует оптимизм, словно не замечая самого крупного кредитного пузыря в истории. Благоприятные возможности появляются редко, а грандиозные возможности, позволяющие вложить практически неограниченный капитал и получить громадные прибыли, выпадают еще реже. Избирательная игра на понижение с наиболее проблематичными ипотечными бумагами как раз и является такой возможностью.

---

\* Поэма английского поэта XVII в. Джона Мильтона (John Milton). — *Прим. ред.*

Во втором квартале 2005 года объем просрочки по кредитным картам достиг небывалых размеров, несмотря на резкий рост цен на жилье. Иными словами, даже при наличии активов, под которые можно заимствовать, американцы с трудом выполняли свои обязательства. Федеральная резервная система повысила процентные ставки, однако ипотечные ставки продолжали падать — поскольку Уолл-стрит предлагала людям все новые и новые способы заимствования. Бэрри поставил на кон больше миллиарда, но дальше двигаться не мог без привлечения дополнительных средств. Так он и сказал своим инвесторам: американский рынок ипотечных облигаций огромен, больше, чем рынок казначейских векселей и облигаций. Вся экономика зависела от его стабильности, а его стабильность, в свою очередь, зависела от непрерывного роста цен на жилье. «Глупо полагать, что рыночный пузырь можно распознать только в ретроспективе, — писал он. — Есть вполне определенные признаки его надувания. Одна из отличительных черт истерии — стремительный рост числа и сложности случаев мошенничества... По данным ФБР, с 2000 года число случаев мошенничества увеличилось в пять раз». «Сегодняшние махинации с недвижимостью характеризуются тем, что они стали неотъемлемым элементом национальных институтов», — добавил Бэрри.

Все это неоднократно говорилось в квартальных письмах инвесторам в последние два года. Еще в июле 2003 года он разослал им обстоятельное исследование причин и последствий грядущего, по его мнению, краха рынка недвижимости: «Алан Гринспен уверяет нас в том, что в сфере недвижимости в стране не может быть ни ценовых пузырей, ни обвалов, — говорил он. — Безусловно, смехотворное заявление... В 1933 году, на четвертый год Великой депрессии, Соединенные Штаты захлестнул жилищный кризис, когда цены на жилье упали до 10% от уровня 1925 года. Примерно по половине ипотечного долга прекратились платежи. В 1930-е годы цены на жилье по всей стране упали на 80%». Эту же тему он снова поднял в январе 2004 года, а потом еще раз в январе 2005 года: «Хотите взять кредит в размере \$1 000 000 всего за \$25 в месяц? Quicken Loans предлагает ипотеку с изменяемой ставкой

и с уплатой только процентов, отличительными характеристиками которой являются отсутствие выплат в течение шести месяцев и ставка 0,03%. Без всякого сомнения, она направлена на поддержку благоразумной части американского народа — покупателей домов с временными финансовыми трудностями».

Инвесторам не очень понравилось то, что их менеджер все же пустил деньги на сомнительное дело. Как выразился один из них: «У Майка безошибочное чутье на нужные акции. А чем он занимается?» Одни были недовольны тем, что человек, в чьи обязанности входил отбор акций, опустил до никуда не годных ипотечных облигаций; другие удивлялись, почему Goldman Sachs продает дефолтные свопы, если те такой лакомый кусочек; третьи сомневались в разумности попыток объявить конец 70-летнего периода подъема рынка жилой недвижимости; четвертые вообще плохо представляли, что такое дефолтные свопы и в чем их суть. «Я не раз убеждался в том, что апокалипсические прогнозы на американских финансовых рынках редко реализуются в объявленные сроки, — написал Бэрри один инвестор. — За время моей работы они делались неоднократно и обычно не сбывались». В ответ Бэрри пояснил, что, предвидя Армагеддон, он не делает на него ставку. В этом-то и заключалась вся прелесть дефолтных свопов: они позволяли получить огромную прибыль даже в том случае, если лишь крошечная доля этих сомнительных ипотечных кредитов окажется проблемной.

Сам того не желая, он втянулся в дебаты с собственными инвесторами, чего ужасно не любил. «Ненавижу обсуждать идеи с инвесторами, поскольку в таком случае превращаюсь в защитника идеи, а это плохо сказывается на мыслительном процессе». Если вы получаете статус защитника идеи, вам сложно изменить свое мнение на ее счет впоследствии. У него не осталось выбора: люди, доверившие ему деньги, не верили в возможности так называемого макроанализа. Они могли понять, как этот талантливый молодой человек, копающийся в финансовых отчетах, отыскивает маленькие компании, на которые никто больше не обращал внимания. Но они не понимали, зачем ему углубляться в тенденции и глобальные факторы, очевидные

для любого американца, смотрящего новостные каналы. «Я слышал, что White Mountains пожелала мне заниматься своим делом, — писал Бэрри одному из своих первых инвесторов. — Правда, я не уверен, что White Mountains хотя бы примерно представляет, чем я занимаюсь». Никто не видел того, что открылось ему: дефолтные свопы были частью его глобального поиска стоимости. «Я нахожусь в непрерывном поиске стоимости, — писал он White Mountains. — Меня не отвлекает ни гольф, ни прочие хобби. Стоимость — вот моя цель».

Основав Scion, Майк Бэрри предупредил инвесторов: поскольку он делает необычные ставки, оценивать результаты его деятельности следует по прошествии некоторого времени, скажем лет пяти. Но теперь инвесторы оценивали буквально каждый его шаг. «Первоначально люди вкладывают в меня деньги из-за моих писем, — говорит он. — Но, сделав инвестицию, они почему-то перестают их читать». Фантастический успех Бэрри привлек множество новых инвесторов, но суть его деятельности интересовала их в гораздо меньшей степени, нежели возможность быстро заработать. Каждый квартал он отчитывался, сколько потерял или заработал на отборе акций. Сейчас же ему приходилось объяснять, что из финансового результата они должны вычесть... страховую премию по низкокачественным ипотечным облигациям. Один из нью-йоркских инвесторов угрожал ему по телефону: «Знаете, многие подумывают о том, чтобы забрать свои деньги».

Поскольку в соответствии с контрактом средства инвесторов были на некоторое время «заблокированы» в Scion Capital, инвесторам не оставалось ничего иного, кроме бомбардировки Бэрри нервными письмами с просьбой обосновать выбранную стратегию. «Люди хотят знать, сколько они получают, +5% или -5%, через пару лет, — отвечал он инвестору, выступавшему против новой стратегии. — На самом деле вопрос нужно ставить иначе: кто на протяжении 10 лет делает 10% в год? И я убежден, что для достижения такого результата мне нужно смотреть дальше ближайшей пары лет... Мне нужно сохранять непреклонность перед лицом массового недовольства, если того требуют фундаментальные показатели». За пять лет

с момента основания фонда индекс S&P 500, относительно которого его оценивали, снизился на 6,84%. За этот же период, как он напомнил инвесторам, рост Scion Capital составил 242%. Бэрри начал было считать, что сам свил себе веревку, но это было не так. «Я возвожу великолепные замки из песка, — писал он, — но приливная волна накатывает и разрушает их раз за разом, раз за разом».

Как ни странно, но пока инвесторы Майка Бэрри нервничали, контрагенты с Уолл-стрит стали проявлять живой интерес к его замыслам. В конце октября 2005 года ему позвонил трейдер из Goldman Sachs, работавший с низкокачественными ценными бумагами, и поинтересовался, почему тот приобретает дефолтные свопы на такие специфические транши ипотечных облигаций. Во время беседы трейдер обмолвился, что несколько хедж-фондов уже наводили справки в Goldman о том, «как осуществлять короткие продажи на рынке жилья по примеру Scion». Среди любопытствующих оказались и те, кого Бэрри в свое время хотел привлечь в Milton's Opus. «Эти люди, в общем и целом, понятия не имели, как совершаются подобные операции, и хотели, чтобы Goldman помог им, — писал Бэрри в электронном письме своему финансовому директору. — Подозреваю, что Goldman все-таки помог, хотя и отрицает это». Теперь-то он понял, почему не удалось привлечь деньги для Milton's Opus. «Если все разжевать, люди приходят в восторг и им начинает казаться, что они и сами со всем справятся, — жаловался он другу по переписке. — А если не разжевывать, дело кажется жутким и непонятным, и мне никто не хочет давать деньги». Таланта выгодно преподносить товар у него не было.

Рынок низкокачественных ипотечных облигаций стал привлекать все больше и больше внимания. Неожиданно 4 ноября, Бэрри получил электронное письмо от Грега Липпманна, занимавшимся такими бумагами в Deutsche Bank. Еще в июне Deutsche Bank прекратил отношения с Майком Бэрри, поскольку тот, по мнению банка, выставлял слишком агрессивные

требования в отношении обеспечения. Теперь же их представитель как ни в чем не бывало сообщал, что хотел бы выкупить шесть первоначальных дефолтных свопов, приобретенных Scion в мае. Поскольку \$60 млн представляли лишь крошечную долю портфеля Бэрри и поскольку он желал иметь дело с Deutsche Bank не более, чем Deutsche Bank желал иметь дело с ним, то с выгодой для себя перепродал свопы банку. Грег Липпманн тут же отправил еще одно сбивчивое предложение: «Может, вы согласитесь продать и другие облигации?»

Грег Липпманн из Deutsche Bank хотел выкупить его миллиард долларов в дефолтных свопах! «Благодарю за предложение, Грег, — ответил Бэрри. — Пожалуй, на этом мы остановимся». Отправляя письмо, он задумался: «Как странно, я не контактировал с Deutsche Bank уже пять месяцев. Откуда же Грег Липпманн узнал, что я владею огромным количеством дефолтных свопов?»

Через три дня на него вышел Goldman Sachs. Брокер по имени Вероника Гринштайн позвонила ему по мобильному телефону, как поступала всегда, когда не хотела, чтобы разговор записывался. (Фирмы с Уолл-стрит с недавних пор записывают все звонки из отдела операций с ценными бумагами.) «Не окажете ли мне услугу», — обратилась Вероника к Бэрри. Она тоже хотела приобрести энное количество его дефолтных свопов. «Руководство обеспокоено», — пояснила она. Ее руководство считало, что трейдеры продавали страховки, не обеспечив возможности их обратного выкупа. Не согласится ли Майк Бэрри по очень хорошей цене продать им \$25 млн свопов на низкокачественные ипотечные облигации на его усмотрение? Просто чтобы успокоить руководство Goldman Sachs, вы же понимаете. После этого разговора он решил перезвонить в Bank of America и узнать, не продадут ли они ему еще дефолтные свопы. Нет, не продадут. Они сами хотели бы их купить. Следующим отмечился Morgan Stanley — и снова без всякого предупреждения. Бэрри не так часто доводилось иметь с ними дело, но Morgan Stanley определенно жаждал купить все, что у него имелось. Он не мог понять, с чего вдруг все эти банки возжелали приобрести страховку на низкокачественные ипотечные облигации.

Напрашивался один очевидный ответ: кредиты с угрожающей скоростью становились проблемными. В мае Майк Бэрри сделал ставку на свое знание человеческого поведения: кредиты просто не могли не стать проблемными. В ноябре все так и случилось.

Открыв на следующее утро *Wall Street Journal*, Бэрри обнаружил статью, в которой говорилось о небывалой волне дефолтов по ипотечным кредитам с изменяемой ставкой в течение первых девяти месяцев. Нижний сегмент среднего класса американцев оказался неплатежеспособным. В газете даже приводилась табличка для тех читателей, которым некогда было читать всю статью. Шила в мешке не утаишь, подумал Бэрри. Грядут перемены. Кредиторы повысят требования; рейтинговые агентства пересмотрят свои оценки; и больше ни один дилер не станет продавать страховку на низкокачественные ипотечные кредиты по прежним ценам.

«Думаю, включится свет и какой-нибудь пронизательный кредитный эксперт скажет: “Прекращайте эти операции”». Большинство трейдеров с Уолл-стрит стояли на пороге огромных убытков — за одним, пожалуй, исключением. Майк Бэрри только что получил электронное сообщение от своего инвестора с намеком на то, что его однобокое видение финансовых рынков передалось Deutsche Bank. «На днях со мной связался Грег Липпманн, главный трейдер Deutsche Bank, — говорилось в письме. — По его словам, он купил этих свопов на миллиард и собирается заработать “море” денег (или что-то вроде того). Такой оптимизм несколько пугает».

# Разве может врать тот, кто не говорит по-английски?

К тому моменту в феврале 2006 года, когда Грег Липпманн появился в конференц-зале FrontPoint, Стив Айсман знал о рынке облигаций достаточно, чтобы держаться настороже, а Винсент Дэниел — достаточно, чтобы никому не верить. Инвестор, перешедший с фондового рынка на рынок облигаций, походил на маленького пушистого зверька, выросшего на острове без хищников, которого посадили в клетку с питонами. На фондовом рынке можно попасться на уловки крупных фирм с Уолл-стрит, но для этого нужно постараться. Здесь все отображается на экранах, так что вы видите цены акций любой компании. Фондовый рынок отличается не только прозрачностью, но и жестким контролем. Трейдеры с Уолл-стрит, конечно, не поделятся с вами негативными отзывами о публичных компаниях, но и не будут открыто врать и использовать инсайдерскую информацию против вас из-за опасения попасться. Присутствие миллионов мелких инвесторов политизировало фондовый рынок. Действующие правила и регулирование как минимум создают видимость справедливости.

На рынке облигаций, где действуют в основном крупные институциональные инвесторы, такое популистское политическое

давление отсутствует. Хотя он и затмил фондовый рынок, на нем нет серьезного регулирования. Продавцы облигаций могут говорить и делать что угодно, не отчитываясь перед каким бы то ни было регулятором. Трейдеры, работающие с облигациями, могут пользоваться инсайдерской информацией, не боясь, что их схватят за руку. Специалистам по облигациям позволено изобретать все более сложные ценные бумаги без оглядки на правительственное регулирование — именно по этой причине так много деривативов связано в той или иной мере с облигациями. Бумаги более значительного и ликвидного сегмента рынка облигаций, например казначейские облигации, котируются на экранах, однако во многих случаях определить справедливость цены, предложенной трейдером, можно, только обзвонив других трейдеров в надежде найти другого продавца такой же туманной облигации. Непрозрачность и сложность рынка облигаций дает огромные преимущества крупным фирмам с Уолл-стрит. Клиенты этого рынка пребывают в постоянном страхе перед неизвестным. Причину непрерывно растущих прибылей отделов облигаций на Уолл-стрит следует искать как раз в этом: колоссальные деньги на рынке облигаций можно делать на страхе и невежестве покупателей.

Неудивительно, что Грег Липпманн, войдя в кабинет Стива Айсмана, натолкнулся на глухую стену подозрения. «Зайди в эту дверь Моисей и заяви, что он работает на рынке долговых обязательств, Винни и ему не поверил бы», — замечает Айсман.

Тем не менее, если бы команда специалистов вознамерилась создать человеческое существо с целью наведения ужаса на клиентов Уолл-стрит, у них вполне могло получиться что-то похожее на Грега Липпманна. Он торговал облигациями в Deutsche Bank, но, как и большинство людей, занимавшихся этим в Deutsche Bank, Credit Suisse, UBS или в любом другом крупном иностранном банке, вышедшем на американский финансовый рынок, был американцем. Худощавый и жилистый, он говорил так быстро, что за полетом его мысли невозможно было угнаться. Его отличали зачесанные назад волосы на манер Гордона Гекко и длинные бачки в стиле романтических композиторов 1820-х или порнозвезд 1970-х годов. Он носил

кричащие галстуки и говорил возмутительные вещи. В частности, постоянно намекал на размеры своих заработков. Обитатели Уолл-стрит давным-давно уяснили, что их бонусы — не самая подходящая тема для обсуждения с чужаками. Липпманн любил изъясняться примерно в таком духе: «Предположим, в прошлом году мне заплатили шесть миллионов. Я не утверждаю, что именно столько. На самом деле меньше. Но я не буду уточнять насколько». И прежде чем вы успевали возразить: «Да я вообще и не собирался спрашивать!», он продолжал: «Какой бы год у меня ни выдался, мне никогда не платили меньше четырех миллионов». В результате вы начинали думать: «Значит, он получает от четырех до шести миллионов». Разговоры могли начинаться с обсуждения балета, но заканчивалась всегда игрой в «морской бой». Липпманн подбрасывал вам координаты до тех пор, пока вам не оставалось ничего другого, кроме как вычислить расположение корабля, иными словами, делал то, чего, по мнению Уолл-стрит, делать не следовало.

Но на этом нарушение негласных законов не заканчивалось. Липпманн в обязательном порядке доводил до сведения окружающих, что его зарплата не соответствовала его истинным достоинствам. «Задача высшего руководства — оплачивать труд своих людей, — частенько говаривал он. — Если они оттяпают у сотни человек по сто штук с каждого, то положат в карман десять миллионов. Они делят сотрудников на четыре категории: счастливые, довольные, недовольные, озлобленные. Если они сделали вас счастливыми, значит, лопухнулись: им не нужны счастливые сотрудники. Им ни к чему, однако, озлоблять вас настолько, чтобы вы уволились. Идеальное состояние где-то между недовольством и озлобленностью». В 1986–2006 годы по Уолл-стрит гуляла своего рода памятка, в которой говорилось, что если ты хочешь и дальше богатеть, перебирая бумажки без всякой пользы, то лучше не выставлять свою истинную натуру напоказ. Грег Липпманн был неспособен скрывать ни свою сущность, ни мотивы.

«Не могу сказать, что я предан Deutsche Bank, — не раз заявлял он. — Я там просто работаю». В таком отношении не было ничего необычного. Просто никто не говорил об этом вслух.

Наименее спорной характеристикой Липпманна можно считать противоречивость его натуры. Он был не просто хорошим, а первоклассным трейдером. Он не был жесток. Не был груб, по крайней мере не грубил намеренно. Он просто вызывал в окружающих чрезмерно бурные чувства. Много лет проработавший с ним бок о бок трейдер отзывался о нем не иначе как «засранец по имени Грег Липпманн». На вопрос «почему?» тот отвечал: «Грег всегда и со всем перебарщивает».

«Мне нравится Грег, — признается один из его начальников в Deutsche Bank. — Не могу сказать о нем ничего плохого, кроме того что он чертовски странная личность». Нетрудно увидеть, что все высказывания по поводу его персоны сводятся к двум простым жалобам. Первая: его явно заботили только собственные интересы и самореклама. Вторая: он прямо-таки нутром чуял проявление корыстных интересов и саморекламы других людей. Он обладал поистине пугающей способностью распознавать скрытые мотивы. Если вы, предположим, только что бескорыстно пожертвовали \$20 млн своему родному университету в надежде приобщиться к благому делу, Липпманн не преминул бы первым поинтересоваться: «Так вы дали \$20 млн, потому что за меньшую сумму табличку с вашим именем на здание университета не повесят, верно?»

И вот этот персонаж появляется словно бы ниоткуда и рассказывает Стиву Айсману о блестящей идее: играть против рынка низкокачественных ипотечных облигаций. Свои слова Липпманн подкрепил 42-страничной презентацией: за последние три года цены на жилые дома росли быстрее, чем за предыдущие 30 лет; цены на жилые дома еще не упали, но их рост уже прекратился; при этом объем проблемных кредитов уже в первый год вырос очень сильно — с 1 до 4%. Кто брал деньги займы на покупку дома и прекращал выплаты в течение 12 месяцев?

Он еще какое-то время разглагольствовал, а потом показал Айсману маленькую табличку, которая объясняла его интерес к данной операции. Она иллюстрировала ошеломляющий факт. Начиная с 2000 года люди, чьи дома выросли в цене

на 1–5%, в четыре раза чаще прекращали выплаты по кредитам, чем люди, стоимость домов которых выросла более чем на 10%. Миллионы американцев не имели возможности погасить кредиты, если только стоимость их жилья не взлетала до небес, что позволяло им заимствовать еще больше.

Вот его идея в двух словах: ценам на жилые дома даже не нужно падать. Им нужно просто перестать расти такими беспрецедентными темпами, как последние несколько лет, — и огромное число американцев не сможет обслуживать взятые ипотечные кредиты.

Липпманн озаглавил свою презентацию «Короткая продажа мезонинных траншей, обеспеченных залогом жилья». Это было изящное представление идеи Майка Бэрри относительно игры против американских жилищных кредитов — идеи покупки дефолтных свопов на самые дрянные ипотечные облигации класса «три В». Более резко Липпманн выразился в разговоре с коллегой из Deutsche Bank, который видел упомянутую презентацию и обозвал Липпманна Цыпленком Цыпой. «Иди к черту, — оборвал его Липпманн. — Я продаю в короткую твой дом».

Вся прелесть дефолтных свопов состояла в том, что они решали проблему выбора момента. Айсману больше не нужно было точно угадывать начало обвала рынка низкокачественных ипотечных кредитов. К тому же он мог делать ставки, не выкладывая деньги заранее, и в перспективе мог выиграть намного больше потенциальных потерь. В худшем варианте, когда несостоятельным американцам удастся каким-то образом погасить свои кредиты, вам остается выплачивать страховую премию приблизительно в 2% в год на протяжении шести лет — максимальный ожидаемый срок жизни 30-летних в теории кредитов.

Нельзя не отметить и еще одну странную особенность этого быстро набирающего обороты рынка: скорость, с которой потенциально проблемные заемщики погашали кредиты. Объяснение этого кроется в структуре кредитов: они имели зафиксированную на первые два или три года искусственно заниженную «завлекающую» ставку, которая впоследствии подсказывала

и превращалась в основную плавающую ставку. «Заемщикам с низкими доходами кредиты с завлекающими ставками выдавались в тех случаях, когда было известно, что они не потянут выплаты основных ставок, — объяснял Айсман. — А все это затевалось для того, чтобы по окончании срока действия завлекающих ставок люди обращались за рефинансированием, а кредиторы клали себе в карман еще больше денег». Тридцатилетние кредиты, таким образом, выдавались в расчете на погашение через несколько лет. При покупке дефолтных свопов на \$100 млн на низкокачественные ипотечные облигации в худшем случае вам предстояло платить страховую премию в течение шести лет, допустим \$12 млн, в лучшем случае — убытки от кредитов повышались с текущих 4% до 8%, и вы получали \$100 млн. Букмекеры оценивали ваши шансы от 6:1 до 10:1, а на самом деле шансы благоприятного исхода составляли 2:1. Никто из имеющих отношение к так называемым умным ставкам не мог упустить подобные возможности.

Самым «убойным» аргументом Липпманна в финансовых спорах был человек по имени Юджин Сюй. Правда, в презентации Липпманна он фигурировал как «китайский калькулятор Липпманна». Сюй работал аналитиком в Deutsche Bank, но Липпманн утверждал, что держит его возле терминала Bloomberg, как собаку на привязи. Сюй был настоящим китайцем — даже не американцем китайского происхождения — и не говорил по-английски. Зато он прекрасно владел языком цифр. Липпманн рассказывал о китайской общенациональной математической олимпиаде, в которой Юджин занял второе место. Юджин Сюй отвечал за все данные, содержащиеся в презентации Липпманна. Как только Юджин подключился к игре, никто больше не докучал Липпманну вопросами о расчетах и данных. Как выразился сам Липпманн: «Разве может врать тот, кто не говорит по-английски?»

Но дело было не только в китайце. Липпманн так и сыпал любопытными штришками: традиционное поведение американского домовладельца; идиотизм и продажность рейтинговых агентств, Moody's и S&P, присвоивших рейтинг «три В» облигациям, которые превращались в проблемные, когда потери

по базовым пулам жилищных кредитов достигали всего 8%\*; повсеместное мошенничество на ипотечном рынке; безрассудство инвесторов в низкокачественные ипотеки, немалое число которых проживало вроде бы в Дюссельдорфе, Германия. «Каждый раз, когда мы спрашивали его: “Кто покупает этот мусор?”, он всегда отвечал: “Дюссельдорф”», — рассказывал Винни. Не имело никакого значения, покупал Дюссельдорф низкокачественные ипотечные облигации или продавал дефолтные свопы на них, результат сводился к одному: игра на повышение.

Липпманн неустанно намекал на то, что Айсман может настолько разбогатеть на сделке, что без труда купит бейсбольный клуб Los Angeles Dodgers. («Я не утверждаю, что вы сможете купить Dodgers».) Айсман может стать таким богатым, что его будут домогаться все кинозвезды. («Я не утверждаю, что вы будете встречаться с Джессикой Симпсон».) С одной стороны, Липпманн представлял факты относительно сделки, а с другой — «прошупывал» Айсмана, пытаясь понять его характер.

Глядя одним глазом на Грега Липпманна, а вторым — на Стива Айсмана, Винсент Дэниел ожидал бури. Но Стив Айсман не видел ничего предосудительного в речах Грега Липпманна. *Умнейший парень!* У Айсмана возникла лишь пара вопросов. Во-первых, что за чертовщина такая, эти дефолтные свопы? Во-вторых, почему вы предлагаете мне поставить на понижение облигаций, которые выпускаются вашей же компанией, и устраиваете так, чтобы рейтинговые агентства присваивали неверные рейтинги? «Я еще не встречал парня, который предлагал бы играть против его же рынка», — удивляется Айсман. Липпманн даже не был продавцом облигаций; он был трейдером, который вполне мог покупать их. «Я не то чтобы не доверял ему, — замечает Айсман. — Я не понимал его. Винни был уверен в том, что тот намеревается каким-то образом надуть нас».

---

\* Эти убытки зависели не только от количества дефолтных заемщиков, но и от стоимости каждого дефолта. В конце концов, кредитор владел залогом в виде дома. Как показывала практика, в случае дефолта кредитор получал около 50 центов на доллар. Таким образом, примерно 16% заемщиков в ипотечном пуле должны были прекратить выплаты по кредитам с тем, чтобы пул получил убыток в размере 8%.

У Айсмана не было помех для игры против низкокачественных ипотечных кредитов. Ничто не доставляло ему большей радости, чем мысль о возможности на протяжении ближайших шести лет засыпать с осознанием того, что он ставит на понижение рынка, который — в этом у него сомнений не было — когда-нибудь обвалится. «Он пришел и предложил заработать на короткой продаже низкокачественных бумаг, и это было все равно как если бы передо мной поставили обнаженную супер-модель, — рассказывает Айсман. — Правда, я никак не мог понять, почему он делает такое предложение именно мне». Но даже Айсман не мог предположить, что ответ на этот вопрос окажется намного интереснее, чем он считал.

На рынок низкокачественных ипотек в год выбрасывались новые кредиты на полмиллиарда долларов, однако круг людей, перераспределявших риск краха всего этого рынка, был чрезвычайно узок. Когда представитель Goldman Sachs позвонила Майку Бэрри с предложением продавать ему дефолтные свопы пакетами по \$100 млн, Бэрри справедливо предположил, что Goldman находится с ним по одну сторону баррикад. Goldman не стал бы безрассудно делать огромные необеспеченные ставки на то, что миллионы несостоятельных американцев смогут погасить ипотечные кредиты. Бэрри чувствовал, что дефолтные свопы на низкокачественные ипотечные облигации продает некая гигантская организация с рейтингом «три А». Правда, ему не было известно, кто это мог быть, почему он этим занимается и за сколько продает. Только организация с высоким кредитным рейтингом могла принять на себя такой риск, без платежа вперед и без лишних вопросов. Бэрри и здесь не ошибся, однако узнал об этом только через три года. Другой стороной в его игре против низкокачественных ипотечных облигаций была страховая компания с рейтингом «три А» под названием AIG — American International Group, Inc. Или, если точнее, подразделение AIG — AIG FP.

Подразделение AIG Financial Products, созданное в 1987 году бывшими сотрудниками отдела облигаций Майкла Милкена

из Drexel Burnham, возглавлял трейдер Ховард Сосин, который претендовал на создание совершенной модели торговли и оценки процентных свопов. Одним из результатов финансовых инноваций 1980-х годов стало резкое увеличение количества сделок между крупными финансовыми компаниями, связанных с переносом кредитных рисков. Процентные свопы, в которых одна сторона обменивает плавающую процентную ставку на фиксированную процентную ставку другой стороны, как раз и принадлежали к таким инновациям. В свое время Chrysler выпустила облигации через Morgan Stanley, и единственными, кому пришлось взвалить на себя кредитный риск, стали инвесторы, купившие эти облигации. Компания Chrysler могла бы продать облигации и одновременно войти на 10 лет в процентный своп с Morgan Stanley, обменявшись, таким образом, рисками. Если бы Chrysler обанкротилась, держатели ее облигаций определенно понесли бы убытки; в зависимости от типа свопа и изменения процентных ставок Morgan Stanley также мог понести убытки. Если бы банкротство приключилось с Morgan Stanley, пострадала бы и Chrysler, и все прочие, кто имел процентные свопы с Morgan Stanley. Финансовый риск возникал на пустом месте, и его приходилось либо открыто признавать, либо скрывать.

И вот на сцене появляется Сосин со своей новой и якобы совершенной моделью процентных свопов — несмотря на то что на тот момент Drexel Burnham не являлся лидером на рынке процентных свопов. Солидная и авторитетная компания с наивысшим кредитным рейтингом просто не могла не заниматься свопами, долгосрочными опционами и прочими рискованными инновациями. К этой компании предъявлялись два требования. Во-первых, она не должна была относиться к банковским организациям, на которые распространялось банковское регулирование и требования к резервному капиталу, а во-вторых, она должна была иметь возможность скрывать в своем балансе нетипичные риски. Иными словами, она, к примеру, должна была иметь возможность застраховать \$100 млрд в низкокачественных ипотечных кредитах и не отчитываться публично о своих действиях. То, что ею оказалась AIG, — чистая случайность;

ее место могла бы занять любая компания с рейтингом «три А» и огромным балансом. Berkshire Hathaway, например, или General Electric. Просто AIG подвернулась первой.

Тогдашняя финансовая система быстро генерировала сложные риски, а AIG FP принимала эти риски в огромных количествах. Поначалу могло показаться, что компания зарабатывала, страхуя риски, вероятность реализации которых была очень мала. Ее успех породил массу подражателей: Zurich Re FP, Swiss Re FP, Credit Suisse FP, Gen Re FP. (Re обозначает перестрахование.) Все эти компании сыграли далеко не последнюю роль в событиях последних двух десятилетий; без их участия новые риски было бы невозможно замаскировать, и они обязательно попали бы в поле зрения банковских регуляторов. В периоды кризисов всеобщее отвращение к сложным рискам как ураган сметало такие компании, однако в определенные моменты финансовый мир нуждался в них. Все они строились по образцу AIG FP.

Первые 15 лет AIG FP демонстрировала стабильную и на удивление высокую прибыльность — не было никаких намеков на то, что рискованные сделки, которые она совершала, вскоре обернутся огромными убытками; организация казалась более жизнеспособной, нежели гигантская материнская компания. В 1993 году Ховард Сосин ушел из компании, забрав с собой почти \$200 млн, свою долю в казавшемся бездонным источнике денег. В 1998 году AIG FP вышла на новый рынок корпоративных дефолтных свопов: она страховала банки от риска дефолта огромного количества публичных компаний инвестиционного уровня. Дефолтные свопы были только что изобретены банками из J. P. Morgan, которые тут же принялись искать компанию с рейтингом «три А», готовую их продать, и в результате вышли на AIG FP\*. По меркам Уолл-стрит, зарождение рынка произошло довольно невинно.

Вероятность одновременного дефолта большого числа компаний инвестиционного уровня, находящихся в разных странах

\* История, повествующая о том, как и почему они это сделали, подробно описана журналисткой *Financial Times* Джиллиан Тетт в книге «Золото дураков» (Fool's Gold).

и работающих в разных областях, действительно представлялась крайне незначительной. Дефолтные свопы, продаваемые AIG FP и страхующие пулы кредитов, казались отличным изобретением. К 2001 году прибыль AIG FP, которую теперь возглавлял Джо Кассано, составляла \$300 млн в год, или 15% от прибыли AIG.

Но в начале 2000-х годов финансовый рынок в два этапа осуществил фантастический финт. На первом этапе подход, предназначенный для устранения корпоративного кредитного риска, был применен к потребительскому кредитному риску. Банки, которые прибегали к услугам AIG FP для страхования кредитов, выданных IBM и GE, теперь обратились к ней для страхования гораздо более проблемных активов: задолженности по кредитным картам, студенческих кредитов, автомобильных кредитов, первых ипотек, платы за аренду воздушных судов и всего остального, что генерировало денежный поток. На самые разнообразные кредиты, выдаваемые разным категориям людей, переносилась логика сферы корпоративных кредитов: считалось, что в силу своего разнообразия они вряд ли станут проблемными одновременно.

Второй этап, начавшийся в конце 2004 года, предполагал замену студенческих кредитов, автомобильных кредитов и прочего крупными пулами, состоящими исключительно из американских низкокачественных ипотечных кредитов. По словам одного из трейдеров AIG FP, «проблема заключалась в том, что появилось нечто, похожее, как нам казалось, на то, что мы уже делали». Доля низкокачественных ипотек в пулах «потребительских кредитов», которые AIG FP страховала по запросу фирм с Уолл-стрит, возглавляемых Goldman Sachs, выросла с 2 до 95%. По сути, всего за несколько месяцев AIG FP застраховала от дефолта \$50 млрд в низкокачественных ипотечных облигациях с рейтингом «три В». И никто ни словом не обмолвился об этом — ни генеральный директор AIG Мартин Салливан, ни глава AIG FP Джо Кассано, ни Ал Фрост, сотрудник отделения AIG FP в Коннектикуте, отвечающий за продажу дефолтных свопов крупным фирмам с Уолл-стрит. По многочисленным свидетельствам, сделки автоматически одобрялись

сначала в AIG FP, а затем высшим руководством AIG. Все заинтересованные лица, похоже, полагали, что получают страховую премию за принятие такого же риска, как и 10 лет назад. Но это было не так. Теперь они, по существу, оказались самыми крупными владельцами низкокачественных ипотечных облигаций.

Грег Липпманн наблюдал за попытками своих коллег из Goldman Sachs найти желающих продать дешевую страховку на низкокачественные ипотечные облигации и очень быстро вычислил продавца. В тесном кругу тех, кто торгует низкокачественными ипотечными облигациями и выпускает их, слухи распространяются быстро: AIG FP продает дефолтные свопы на низкокачественные облигации с рейтингом «три А» всего за 0,12% в год. Двенадцать базисных пунктов! Липпманн не мог точно сказать, каким образом Goldman Sachs удалось убедить AIG FP предоставить стремительно расширяющемуся рынку низкокачественных ипотечных кредитов те же услуги, что она предоставляла рынку корпоративных кредитов. Ему было известно лишь то, Goldman быстро провел серию сделок, в результате которых ответственность за будущие убытки по низкокачественным ипотечным облигациям с рейтингом «три В» на сумму в \$20 млрд перешла к AIG. В это было сложно поверить: в обмен на несколько миллионов долларов в год страховая компания принимала на себя вполне реальный риск того, что \$20 млрд превратятся в дым. Сделки с Goldman были заключены всего за несколько месяцев и требовали участия лишь нескольких хитрецов из отдела Goldman, торгующего облигациями, и одного продавца Goldman по имени Эндрю Дэвилман, которого впоследствии повысили до должности управляющего директора. Трейдеры из Goldman зафиксировали прибыли в размере примерно от \$1,5 млрд до \$3 млрд — умопомрачительная сумма, даже по меркам рынка облигаций.

Между тем Goldman Sachs изобрел настолько сложную и маловразумительную ценную бумагу, что в ней не могли разобраться ни инвесторы, ни рейтинговые агентства: синтетические CDO, т. е. облигации, обеспеченные долговыми

обязательствами. Как и дефолтные свопы, CDO были придуманы с целью передачи риска дефолта корпоративных и правительственных облигаций, но сейчас нашли иное применение — маскировка риска низкокачественных ипотечных кредитов. По существу, они ничем не отличались от исходных ипотечных облигаций. Для ипотечной облигации вы собираете тысячи кредитов и, считая, что вероятность их одновременного превращения в проблемные невысока, создаете башню из облигаций, в которой риск и доходность уменьшаются снизу вверх. Для CDO вы собираете сто различных *ипотечных облигаций* — как правило, самых низкокачественных, из нижних этажей упомянутой башни — и сооружаете из них новую ипотечную башню. Наивный наблюдатель задаст резонный вопрос: «Какой смысл в использовании этажей одной долговой башни для возведения другой?» Вкратце ответ прозвучит так: они слишком близко к земле. Будучи более подверженными наводнениям — нижние этажи первыми несут убытки, — они получают самый низкий кредитный рейтинг: «три В». Облигации класса «три В» сложнее продать в отличие от облигаций класса «три А» с безопасных верхних этажей здания.

А вот развернутый ответ: если бы удалось изменить их рейтинг на «три А», т. е. искусственно понизить воспринимаемый риск, то можно было бы заработать кучу денег. Именно такую ловкую операцию и провернул Goldman Sachs. Его оригинальное решение проблемы продажи нижних этажей, которым вскоре будут пользоваться и все остальные, представляется едва ли не волшебством. Собрав 100 нижних этажей со 100 различных низкокачественных ипотечных зданий (100 различных облигаций с рейтингом «три В»), они убедили рейтинговые агентства в том, что эти облигации не остались тем же, чем были, как могло показаться, а превратились в диверсифицированный портфель активов! Абсурд. Сто зданий находились в одной и той же низине; в случае наводнения все нижние этажи пострадали бы одинаково. Но это пустяки: рейтинговые агентства, получавшие жирный куш от Goldman Sachs и прочих фирм с Уолл-стрит за рейтинг каждой сделки, оценили 80% новой долговой башни как «три А».

Таким образом, CDO представляли собой услугу по отмыванию кредитов для представителей нижнего сегмента среднего класса американцев. Уолл-стрит нашла механизм превращения свинца в золото.

В 1980-е годы исходной целью выпуска облигаций, обеспеченных ипотечными кредитами, объявляли перенос риска, связанного с выдачей таких кредитов. Ипотечные кредиты переходили к инвесторам рынка облигаций, готовым хорошо платить за них. Процентная ставка, выплачиваемая домовладельцами, в результате упала. Короче говоря, цель инновации заключалась в повышении эффективности финансовых рынков. Сейчас тот же самый инновационный дух оказался нацеленным на прямо противоположное: сокрытие рисков путем их усложнения. Рынок платил трейдерам облигаций Goldman Sachs за то, что те делали рынок менее эффективным. Потребление росло, а зарплаты — нет, поэтому среди малообеспеченных американцев наблюдались практически безграничный спрос на кредиты и сомнительная способность их погашать. Единственное, что осталось сделать для них, с точки зрения кудесников с Уолл-стрит, это представить их финансовые судьбы как невзаимосвязанные. Предположив, что каждый пул низкокачественных ипотек зависит от своих уникальных факторов, а значит, ипотечные облигации на основе кредитов из Флориды совершенно не похожи на ипотечные облигации на основе кредитов из Калифорнии, специалисты Уолл-стрит создавали иллюзию безопасности. AIG FP приняла эту иллюзию за реальность.

В отделе Goldman Sachs, занимающимся ипотечными облигациями, работали исключительно умные люди. Все они прекрасно учились в школе и окончили самые престижные университеты страны. Однако не нужно быть гением, чтобы понять, какие баснословные прибыли сулит превращение облигаций с рейтингом «три В» в облигации с рейтингом «три А». Но только гений мог отыскать для отмывания \$20 млрд в облигациях с рейтингом «три В». В первоначальных кредитных башнях — исходных ипотечных облигациях — рейтинг «три В» получал один-единственный этаж. Из миллиарда долларов низкокачественных ипотечных кредитов можно было получить лишь

\$20 млн самых сомнительных траншей класса «три В». Говоря иначе, для создания CDO на миллиард долларов на основе исключительно ипотечных облигаций класса «три В» вам нужно было предоставить реальным людям кредиты на \$50 млрд. На это требовалось время и силы. Дефолтные свопы не требовали ни первого, ни второго.

Покупку Майком Бэрри дефолтных свопов на миллиард долларов можно расценивать по-разному. Прежде всего, как простой, даже невинный, договор страхования. Раз в полгода Бэрри платил страховую премию, а в обмен получал защиту от дефолта облигаций на миллиард долларов. Если застрахованные им облигации с рейтингом «три В» превратятся в проблемные, он получит миллиард долларов; в противном случае он не получит ничего. Но Майк Бэрри, понятное дело, не держал ни низкокачественные ипотечные облигации с рейтингом «три В», ни что-либо похожее на них. У него не было недвижимости, которую можно «застраховать»; он словно оформлял страховку от пожара на лачугу, которая уже не раз горела. В его понимании, как и в понимании Стива Айсмана, дефолтные свопы были не страховым инструментом, а чистой воды спекуляцией — и такое отношение к свопам можно считать второй точкой зрения.

Был и третий, еще более непостижимый, взгляд на этот новый инструмент — как на практически идеальную копию низкокачественных ипотечных облигаций. Денежные потоки, генерируемые дефолтными свопами Майка Бэрри, в точности повторяли денежные потоки от низкокачественных ипотечных облигаций класса «три В», на понижение которых он ставил. Страховая премия в размере 2,5% в год, выплачиваемая Майком Бэрри, имитировала спред сверх ставки LIBOR\*, который ипотечные облигации класса «три В» приносили фактическому инвестору. Миллиард долларов, которые потеряет тот, кто продал Майку Бэрри дефолтные свопы, если облигации станут

---

\* London Interbank Offered Rate (ставка предложения лондонском межбанковском рынке депозитов) — процентная ставка, по которой банки кредитуют друг друга. Когда-то считалась относительно безрисковой, в настоящее время она скорее рискованная, чем безрисковая.

проблемными, повторял потенциальные убытки фактических владельцев облигаций.

На первый взгляд растущий рынок спекулятивных операций с низкокачественными ипотечными облигациями напоминал виртуальный футбол: безобидная, если не глупая, имитация инвестирования. Увы, виртуальный футбол сильно отличался от «творческих» финансов: если в компьютерной игре вы берете в свою команду Пейтона Меннинга, то не создаете второго Пейтона Меннинга в реальности. Когда Майк Бэрри приобрел дефолтные свопы на облигации Long Beach Savings, обеспеченные низкокачественными ипотечными кредитами, он позволил Goldman Sachs создать новые облигации, идентичные оригинальным во всех отношениях за исключением одного: за ними не стояли реальные ипотечные кредиты или покупатели жилья. Реальными были только убытки и прибыли от спекуляций с облигациями.

Таким образом, чтобы генерировать \$1 млрд в низкокачественных ипотечных облигациях с рейтингом «три В», Goldman Sachs не нужно было выдавать кредиты на \$50 млрд. Им надо было всего лишь убедить Майка Бэрри или любого другого пессимиста выбрать 100 различных облигаций класса «три В» и купить дефолтный своп на \$10 млн для каждой из них. Сформированный пакет (синтетическая CDO — такое название придумали для CDO, за которой не было ничего, кроме дефолтных свопов) передавали для оценки Moody's и Standard & Poor's. «Рейтинговые агентства собственной моделью оценки CDO, по большому счету, не располагали, — говорит один из бывших трейдеров по CDO из Goldman Sachs. — Банки предоставляли им свои модели и просили их оценить». Так или иначе, почти 80% рискованных облигаций с рейтингом «три В» стали выглядеть как облигации с рейтингом «три А». Оставшиеся 20% с более низким кредитным рейтингом продать было довольно трудно, однако, как бы невероятно это ни звучало, из них можно было сложить еще одну башню и еще раз переработать в новые облигации класса «три А». Механизм, превращавший чистый свинец в сплав, состоящий на 80% из золота и на 20% из свинца, принимал оставшийся свинец и тоже превращал его на 80% в золото.

Результаты работы данного механизма, в отличие от внутренних процессов, описать довольно просто: масса ненадежных кредитов превращалась в пачки облигаций уровня «три А» по большей части, а львиная доля оставшихся облигаций низшего качества перерабатывалась в CDO класса «три А». Поскольку этот механизм не позволял предоставлять ипотечные кредиты достаточно быстро, чтобы выпускать нужное количество низкокачественных облигаций, он использовал дефолтные свопы для многократного воспроизведения наихудших из существующих облигаций. Goldman Sachs стоял между Майклом Бэрри и AIG. Майкл Бэрри отстегивал 250 базисных пунктов (2,5%), чтобы купить дефолтные свопы на самые паршивые облигации класса «три В», а AIG платила 12 базисных пунктов (0,12%), чтобы продать дефолтные свопы на те же самые облигации, отфильтрованные через синтетические CDO и причисленные к классу «три А». Были и другие интересные моменты\*: часть «свинца» была продана непосредственно немецким

---

\* Уважаемый читатель, если вы добрались до этого места, то заслуживаете не только золотой медали, но и ответа на сложный вопрос: если Майк Бэрри был единственным покупателем дефолтных свопов на низкокачественные ипотечные облигации и приобрел их на \$1 млрд, то кто же скупил оставшиеся \$19 млрд или около того на короткой стороне сделки с AIG? Ответ звучит так: во-первых, к Майку Бэрри очень быстро присоединились другие, включая Goldman Sachs. Это дало Goldman Sachs возможность продавать клиентам облигации, созданные его же трейдерами, и играть на их понижение. Во-вторых, у дефолтных свопов Майка Бэрри имелась грубая, низкосортная, малопривлекательная, но приемлемая замена — наличные облигации. По словам бывшего трейдера по деривативам Goldman, банк покупал определенный транш CDO класса «три А», объединял его с соответствующими дефолтными свопами, купленными у AIG (по цене значительно ниже доходности транша), объявлял весь пакет безрисковым и держал его за балансом. Разумеется, об отсутствии риска не могло идти и речи: если бы AIG обанкротилась, от страховки было бы мало проку и Goldman Sachs мог бы все потерять. Сегодня Goldman не может вразумительно объяснить, зачем пошел на это. Банк утаивал информацию даже от своих акционеров. «Если бы группа судебных бухгалтеров проверила бухгалтерские книги Goldman, то пришла бы в ужас от того, как банк наловчился скрывать данные», — говорит бывший сотрудник AIG FP, который помогал распутывать клубок махинаций и поддерживал близкие отношения с коллегами из Goldman.

инвесторам в Дюссельдорфе, но когда пыль улеглась, Goldman Sachs получил 2% с объема сделки, без всякого риска, и зафиксировал всю прибыль наперед. Деньги не переходили из рук в руки — шла ли речь о короткой или длинной стороне. И та и другая могли заключить сделку с Goldman Sachs, подписав лист бумаги. Первоначальные ипотечные кредиты, на чье будущее ставили обе стороны, не играли никакой иной роли. Забавно, но они существовали только для того, чтобы на их судьбу делали ставки.

Рынок «синтетических» бумаг снял все ограничения на размер риска, связанного с выдачей низкокачественных ипотечных кредитов. Чтобы сделать ставку на миллиард, больше не нужны были реальные ипотечные кредиты на сумму в миллиард долларов. Требовался лишь желающий занять противоположную позицию в сделке.

Нет ничего удивительного в том, что Goldman Sachs так охотно согласился продавать Майку Бэрри дефолтные свопы гигантскими пакетами по \$100 млн и что трейдера по облигациям Goldman Sachs совершенно не интересовало, на понижение каких облигаций играл Бэрри. Страховка, приобретаемая Бэрри, встраивалась в синтетические CDO и переносилась на AIG. Приблизительно \$20 млрд в дефолтных свопах, которые AIG продала Goldman Sachs, означали примерно \$400 млн безрисковой прибыли для Goldman Sachs *в год*. Сделки действовали, пока существовали облигации, ожидаемый срок жизни которых составлял примерно шесть лет; если произвести нехитрые расчеты, получается, что прибыль трейдера Goldman достигала \$2,4 млрд.

Новейший метод выжимания прибылей из рынка облигаций, придуманный Уолл-стрит, должен был бы вызвать несколько вопросов. Почему вроде бы опытные трейдеры из AIG FP ввязались в это дело? Если дефолтные свопы являлись страховым инструментом, почему они не регулировались как страховка? Почему, например, от AIG не потребовали создания резервного капитала под них? Почему, если уж на то пошло, Moody's и Standard & Poor's согласились наградить 80% пула сомнительных ипотечных кредитов тем же рейтингом «три А», который присваивается казначейским долговым бумагам? Почему никто,

ни один человек в Goldman Sachs не встал и не возмутился: «Это отвратительно. Рейтинговые агентства, те, кто определяет конечную цену низкокачественных ипотечных кредитов, не осознают всего риска, а их идиотизм неминуемо ведет к катастрофе»? Очевидно, ни один из перечисленных выше вопросов не приходил в головы участников рынка, в отличие от другого вопроса: как бы мне повернуть то, что удалось повернуть Goldman Sachs? Особенно старался Deutsche Bank, который даже как-то стыдился того, что Goldman Sachs первым напал на эту золотую жилу. Deutsche Bank, на пару с Goldman, был ведущим маркетмейкером этих маловразумительных ипотечных деривативов. Конечно, свою роль здесь сыграл Дюссельдорф. Если глупые немцы клюнули на американские низкокачественные ипотечные деривативы, Deutsche Bank должен был первым их предложить.

Но все это не представляло особого интереса для Грега Липпманна. В Deutsche Bank делами, связанными с CDO, управлял не он, а сотрудник по имени Майкл Ламонт. Липпманн был всего лишь трейдером, который отвечал за покупку и продажу низкокачественных ипотечных облигаций и, как довесок, дефолтных свопов на них. Поскольку инвесторов, желающих прямо ставить против рынка низкокачественных облигаций, было совсем мало, руководство Липпманна предложило ему занять их место: по сути, выступить в качестве дублера Майка Бэрри и явно играть на понижение рынка. Если бы Липпманн покупал дефолтные свопы у отдела Deutsche Bank, занимающегося CDO, они бы также могли поработать с AIG, пока эта компания не одумалась и не прекратила заключать такие сделки. «Грег был вынужден открывать короткие позиции в CDO, — говорит бывший руководящий сотрудник из команды Deutsche Bank, работающей с CDO. — Я сказал “вынужден”, но Грега нельзя было вынудить что-либо делать». На сотрудников, которые занимались операциями с CDO, оказывалось давление, но Липпманну не нравилась короткая продажа низкокачественных ипотечных облигаций.

Вместе с тем у Липпманна была как минимум одна веская причина не поднимать шум: возможность создать новый, фан-

тастически прибыльный рынок. Финансовые рынки есть совокупность спорных величин. Чем менее прозрачен рынок и чем сложнее ценные бумаги, тем больше денег торговые отделы крупных фирм с Уолл-стрит могут сделать на них. Постоянный спор по поводу стоимости акций той или иной крупной компании, которые торгуются публично, не имеет особой ценности, поскольку и продавец и покупатель видят справедливую цену на биржевом тикере, а размер брокерской комиссии сбивается в результате конкуренции. Спор относительно стоимости дефолтных свопов на высокорискованные ипотечные облигации — сложных ценных бумаг, чья стоимость зависит от стоимости других сложных ценных бумаг, — может стать золотой жилой. Единственным крупным дилером, делающим рынок дефолтных свопов, был Goldman Sachs, поэтому поначалу особой ценовой конкуренции не наблюдалось. Благодаря AIG предложение было практически ничем не ограничено. Проблема существовала на стороне спроса: не хватало инвесторов, которые хотели заключать сделку по примеру Майка Бэрри. Невероятно, но в этот переломный момент финансовой истории, после которого произошли кардинальные перемены, единственным препятствием для роста рынка низкокачественных ипотечных кредитов была нехватка людей, готовых играть на его понижение.

Чтобы вовлечь инвесторов в игру на понижение низкокачественных ипотечных облигаций — путем покупки его дефолтных свопов, — Грегу Липпманну требовался новый, более убедительный аргумент. И тут на сцену выходит «китайский калькулятор». Липпманн попросил Юджина Сюя изучить влияние роста цен на жилье на низкокачественные ипотечные кредиты. Юджин Сюй занялся тем, чем и должен заниматься второй самый умный человек в Китае. Через некоторое время он вернулся с таблицей, демонстрирующей уровни дефолтов при различных сценариях: цены на дома растут, цены на дома держатся на одном уровне, цены на дома падают. Липпманн посмотрел на таблицу... потом посмотрел еще раз. Цифры потрясли даже его. *Ценам не нужно было резко падать; хватило бы простого снижения темпа роста.* Цены на жилье продолжали повышаться, и при этом уровень дефолтов приближался к 4%;

если он достигнет 7%, стоимость самых рискованных облигаций инвестиционного класса с рейтингом «три В минус» упадет до нуля. Если он поднимется до 8%, до нуля упадет стоимость следующей группы — облигаций класса «три В».

Именно в тот момент, в ноябре 2005 года, Грег Липпманн понял, что не прочь приобрести пакет дефолтных свопов на низкокачественные ипотечные облигации. Это была азартная игра, не имеющая никакого отношения к страхованию. А Грег Липпманн любил азарт. Он *хотел* играть на понижение.

Все это было внове. С 1991 года Грег Липпманн торговал облигациями, обеспеченными потребительскими кредитами — автомобильными кредитами, задолженностью по кредитным картам, кредитами под залог жилья. Тогда он только окончил Пенсильванский университет и устроился на работу в Credit Suisse. Раньше возможность продавать эти облигации в короткую отсутствовала, поскольку их нельзя было заимствовать. У него, как и у прочих трейдеров по облигациям, обеспеченным активами, не было иного выбора, кроме как смириться с ними либо полюбить их. Ненавидеть смысла не имело. А теперь такая возможность появилась, и Липпманн их возненавидел. Но эта ненависть отделила его от общей массы — и могла стоить карьеры. Как он говорил окружающим: «Если ты в бизнесе, где можешь заниматься только одним проектом и он не дает желаемых результатов, твоим боссам трудно на тебя сердиться». Сейчас появилась возможность заниматься несколькими проектами, но если он сделает ставку против низкокачественных ипотечных облигаций и его решение окажется неверным, боссы, без сомнения, придут в ярость.

В праведном порыве человека, несущего тяжкий груз неприятной правды, Грег Липпманн, зажав под мышкой экземпляр «Короткой продажи мезонинных траншей», взял в оборот институциональных инвесторов. Свое знакомство с рынком низкокачественных кредитов он начинал как трейдер Уолл-стрит, который стремился скорее «впарить» продукт клиенту, нежели разобраться в том, что в действительности это за продукт. Но теперь, как ни странно, он считал, что разработал оригинальный план обогащения клиентов. Он, разумеется, возьмет

с них более чем приличное вознаграждение за покупку и продажу дефолтных свопов, однако эти расходы — мелочь по сравнению с состоянием, которое на них обрушится. Теперь он не продавал, а оказывал любезность. *Смотрите. Мой вам подарок.*

Институциональные инвесторы не знали, как к нему относиться, по крайней мере поначалу. «Думаю, он страдает каким-нибудь нарциссическим расстройством личности», — замечает один инвестиционный менеджер, слышавший доводы Липпманна, но не работавший с ним. «Он все пытался нас запугать, — говорит другой. — Приходит и расписывает эту замечательную сделку. Все логично. Для нас был риск, мы идем на него, все получается, и что потом? Как нам выйти из сделки? Он контролирует рынок; он, наверное, единственный, кому мы можем продать. А он говорит: “Из бассейна есть только один выход — через меня, и если вы попробуете дать деру, я выцарапаю вам глаза”. Он так и сказал, что выцарапает нам глаза. Этот парень в выражениях не стеснялся».

Им, в принципе, все понравилось, но перспектива остаться без глаз не слишком вдохновляла. «Излишняя прямолинейность Грега сработала против него», — замечает все тот же менеджер.

Липпманну пришлось иметь дело не только с обычными возражениями, которые покупатели облигаций предъявляют продавцам с Уолл-стрит (если это такая классная сделка, почему вы предлагаете ее мне?), но и с менее типичными. Покупка дефолтных свопов означала выплату страховой премии в течение нескольких лет в ожидании дефолта американских домовладельцев. Инвесторы рынка облигаций, как и трейдеры рынка облигаций, интуитивно противились любой сделке, за участие в которой нужно было платить деньги, и инстинктивно предпочитали сделки, приносящие деньги просто так, без особых усилий с их стороны. (Один крупный инвестор рынка облигаций окрестил свою яхту Positive Carry, что означает «положительный результат держания актива».) Сделки, при которых нужно было отстегивать по 2% в год, считались форменным проклятием. Находились и другие возражения. «Я не могу растолковать суть дефолтных свопов своим клиентам» — вот

стандартный ответ на рекламную презентацию Грега Липпманна. Или: «Мой кузен, который работает в Moody's, говорит, что с этими штуками [низкокачественными ипотечными облигациями] все в порядке». Или: «Я говорил с Bear Stearns, и они назвали вас сумасшедшим». Однажды Липпманн 20 часов проговорил с одним представителем хедж-фонда и был уверен, что сумел его убедить, а тот передумал после телефонной беседы со своим бывшим соседом по комнате, работавшим в какой-то строительной компании.

Однако чаще всего Липпманн слышал от инвесторов один и тот же ответ: «Вы меня убедили. Вы правы. Но игрой на понижение рынка низкокачественных ипотечных кредитов я не занимаюсь».

«Поэтому такая возможность и существует, — парировал Липпманн. — Этим никто не занимается».

Да и сам Липпманн этим не занимался. Прежде его работа ограничивалась взиманием небольшой платы с покупателей и продавцов при осуществлении сделок. Сейчас с рынком и работодателем его связывали иные, более свободные отношения. Возможно, короткая продажа и была навязана Липпманну, но к концу 2005 года он сделал ее своей игрой и довел размер позиции до миллиарда долларов. Шестнадцатью этажами выше, в штаб-квартире Deutsche Bank на Уолл-стрит, несколько сотен высокооплачиваемых сотрудников покупали низкокачественные ипотечные кредиты, выпускали под них облигации, которые затем распродавали. Другая группа сотрудников объединяла самые дрянные, неходовые транши этих облигаций и дефолтные свопы и преобразовывала их в CDO. Чем крупнее становилась короткая позиция Липпманна, тем больше нарастало скрытое презрение к этим людям и к этой сфере, которая быстро превращалась в самую прибыльную на Уолл-стрит. Операционные издержки в виде выплачиваемой Липпманном страховой премии составляли десятки миллионов долларов в год, а его убытки казались еще больше. Покупатель дефолтных свопов соглашался выплачивать премию в течение срока жизни лежащих в их основе облигаций. До тех пор пока облигации находились в обращении, и покупатель и продавец дефолтных свопов были обязаны

учитывать изменение обеспечения на балансе в ответ на движение цен. Удивительно, но стоимость низкокачественных ипотечных облигаций постоянно повышалась. Через несколько месяцев позиция Липпманна в дефолтных свопах сократилась на \$30 млн. Его руководство то и дело спрашивало, почему он занимается тем, чем занимается. «Многие не были уверены в том, что стоит тратить на это время Липпманна и наши деньги», — рассказывает один из руководителей Deutsche Bank, наблюдавший за эскалацией конфликта.

Вместо того чтобы сломаться под давлением, Липпманн вознамерился устранить его, положив конец новому рынку. AIG была практически единственным покупателем CDO с рейтингом «три А» (другими словами, низкокачественных ипотечных облигаций с рейтингом «три В», преобразованных в CDO с рейтингом «три А»). В конечном счете AIG была другой стороной дефолтных свопов, скупаемых Майком Бэрри. Если бы AIG прекратила покупать облигации (или, точнее, перестала страховать их от дефолта), весь рынок низкокачественных ипотечных облигаций мог рухнуть и дефолтные свопы Липпманна принесли бы целое состояние. В конце 2005 года Липпманн полетел в Лондон с намерением осуществить задуманное. Он встретился с сотрудником AIG FP по имени Том Фьюингс, работавшим непосредственно на главу AIG FP, Джо Кассано. Липпманн, который постоянно обновлял свою презентацию, представил новую версию «Короткой продажи мезонинных траншей, обеспеченных залогом жилья» и изложил Фьюингсу свои соображения. Фьюингс не выдвинул никаких серьезных возражений, и Липпманн покинул лондонский офис AIG с уверенностью, что встреча прошла не зря. Разумеется, вскоре после визита Липпманна AIG FP перестала продавать дефолтные свопы. Более того, AIG FP дала понять, что сама не прочь купить некоторое количество дефолтных свопов. Рассчитывая продать им дефолтные свопы, Липпманн продолжал их скупать.

Какое-то время Липпманну казалось, что ему удалось в одиночку изменить мир. Он пришел и объяснил в AIG FP, что Deutsche Bank вместе с другими фирмами с Уолл-стрит держат их за дураков, и там все правильно поняли.

# Как погреть руки на мигрантах

На самом деле они не поняли. А если поняли, то не до конца. Первым в AIG FP, кто осознал всю неразумность их поведения и начал бить в колокола, был вовсе не Том Фьюингс, который моментально забыл о разговоре с Липпманном, а Джин Парк. Парк работал в филиале AIG FP в Коннектикуте и сидел по соседству с трейдерами по дефолтным свопам, а потому имел общее представление о том, чем они занимаются. В середине 2005 года ему на глаза попала статья *Wall Street Journal* о компании New Century, специализировавшейся на ипотечном кредитовании. Парк отметил высокие дивиденды компании и стал подумывать о покупке ее акций для себя. Но, покопавшись в отчетности New Century, заметил, что она держит на балансе все низкокачественные ипотечные кредиты, рискованность которых пугала. Вскоре после этого открытия ему позвонил старый приятель по колледжу, который в тот момент сидел без работы и без гроша в кармане. Несколько банков предложили ему взять кредит на покупку дома, который он не мог себе позволить. Вот тут-то Парка и осенило. Еще раньше он обратил внимание, что количество сделок с дефолтными свопами, которые его коллега Ал Фрост заключал с крупными фирмами

Уолл-стрит, разительно выросло. Год назад Ал Фрост заключал в месяц едва ли больше одной сделки на миллиард долларов; сейчас же число подобных сделок доходило до 20, и все по страхованию якобы диверсифицированных пулов потребительских кредитов. «Мы заключали сделки абсолютно со всеми фирмами с Уолл-стрит, за исключением Citigroup, — говорит один из трейдеров. — Citigroup нравилось рисковать и фиксировать этот риск в своих книгах. Весь оставшийся риск брали на себя мы». Когда трейдеры поинтересовались у Фроста, почему Уолл-стрит так внезапно загорелась желанием работать с AIG, по словам одного из них, «тот пояснил, что мы им нравимся, поскольку умеем оперативно действовать». Парк сложил два и два и пришел к выводу, что характер этих пулов потребительских кредитов, страхуемых AIG FP, постепенно менялся. Они теперь содержали гораздо больше низкокачественных ипотечных кредитов, чем можно было представить, и если американские домовладельцы начнут массово объявлять дефолты, у AIG просто не хватит капитала для покрытия убытков. Когда он поднял этот вопрос на совещании, в качестве награды Джо Кассано отвел его в отдельный кабинет и наорал, обвинив в том, что тот несет ерунду.

Создавалось впечатление, что этот самый Джо Кассано, глава AIG FP, сын полицейского, специализировавшийся на политологии в Бруклинском колледже, играл во всей истории гораздо меньшую роль, чем его жажда тотального контроля и всеобщего послушания. Большую часть своей карьеры, сперва в Drexel Burnham, а затем в AIG FP, он провел не среди трейдеров по облигациям, а в бэк-офисе. Сотрудники AIG FP были на удивление единодушны в отношении своего начальника: Кассано демонстрировал неумную жажду финансового риска и обладал истинным талантом подавлять людей, сомневающих в его способностях. «В AIG FP царила диктатура, — рассказывает один из лондонских трейдеров. — Джо изводил всех вокруг, унижал, а потом пытался задобрить огромными деньгами».

«Однажды он позвонил мне, кипя от злости из-за сделки, на которой потерял деньги, — рассказывает трейдер из Кон-

нектикута. — И заявил: “Если ты теряешь деньги, это мои деньги, черт побери. Повтори”. А я ему: “Что?” “Скажи: Джо, это твои деньги, черт побери!” Я и сказал: “Это твои деньги, Джо, черт побери”».

«Культура изменилась, — рассказывает третий трейдер. — Страх был настолько силен, что на утренних совещаниях все старались отчитываться так, чтобы не прогневить его. Не дай бог выразить недовольство — начинался ад кромешный». Отзыв четвертого: «Джо всегда говорил: “Это моя компания. Ты работаешь на мою компанию”. Если он видел тебя с бутылкой воды, то обязательно сообщал: “Это моя вода”. Обед был бесплатным, но Джо всегда представлял дело так, будто он за него заплатил». Пятого: «При Джо дебаты и дискуссии, обычное дело при Томе [Том Савидж, предыдущий генеральный директор], прекратились. Я обычно говорил [Тому] то, что говорю вам. Но с Джо — ты слушатель». И шестого: «Чтобы общаться с Джо, нужно было каждое предложение начинать со слов: “Ты прав, Джо”».

С Кассано, настоящим монстром из мультфильмов, не могли тягаться даже признанные злодеи с Уолл-стрит, чьи недостатки постоянно преувеличивались для соответствия совершаемым ими преступлениям. «Однажды он зашел в тренажерный зал и увидел, что кто-то оставил штангу на тренажере, — вспоминает седьмой, из Коннектикута. — И принялся обходить весь офис, присматриваясь к накачанным людям и пытаясь отыскать того, кто это сделал. И при этом орал во всю глотку: “Кто, черт возьми, оставил штангу на тренажере, мать его? Кто, черт возьми, оставил штангу на тренажере, мать его?”»

Как ни странно, но от Кассано в равной мере доставалось и тем трейдерам, которые приносили прибыль, и тем, которые ее не приносили. В бешенство его приводили не столько финансовые потери, сколько малейший намек на мятеж. Но что еще более странно, гнев этот никак не сказывался на кошельке его объекта: трейдеры могли беспрестанно получать от босса нагоняй, а в конце года удостоиться бонусов, распределяемых им же. Трейдеры AIG FP не могли отомстить Джо Кассано и уволиться из компании по одной простой причине:

они слишком хорошо зарабатывали. Человек, ставивший преданность и покорность превыше всего, мог контролировать сотрудников только деньгами. Деньги исправно играли роль средства управления, но до определенного момента. Если вы собирались выступать контрагентом в сделках с Goldman Sachs, вам следовало точно знать, зачем они нужны этому банку. AIG FP могла привлекать к работе исключительно талантливых людей, ни в чем не уступающих коллегам из Goldman Sachs. Но на их пути был барьер в лице начальника, слабо разбиравшегося в нюансах собственного бизнеса, чьи суждения были затуманены его неуверенностью.

К концу 2005 года Кассано повысил Ала Фроста и принялся подыскивать человека на его прежнее место для налаживания контактов с отделами облигаций фирм с Уолл-стрит. Работа, в сущности, сводилась к тому, чтобы отвечать согласием на каждое предложение трейдеров с Уолл-стрит о страховании (другими словами, о покупке на миллиарды долларов) облигаций, обеспеченных потребительскими кредитами. По ряду причин Джин Парк оказался подходящим кандидатом, и это подтолкнуло его к более внимательному изучению кредитов, страхуемых AIG FP. Масштабы непонимания не могли не шокировать. Эти якобы диверсифицированные пулы потребительских кредитов в настоящее время практически полностью состояли из американских низкокачественных ипотечных кредитов. Парк провел частное расследование. Людям, принимавшим решение о продаже дефолтных свопов на потребительские кредиты, он задавал всего один вопрос: какой процент от этих кредитов составляли низкокачественные ипотеки? С аналогичным вопросом он обратился к Гэри Гортону, профессору Йельского университета, разработавшему модель, которой Кассано пользовался для расчета стоимости дефолтных свопов. По мнению Гортонa, доля низкокачественных ипотечных кредитов не превышала 10%. Специалист по анализу риска из Лондона оценивал ее в 20%. «Никто не догадывается, что эта доля достигает 95%, — сообщил один трейдер. — Уверен, и Кассано не в курсе». В ретроспективе в такое невежество трудно поверить, но тогда на их незнание полагалась вся

финансовая система, которая за этот талант еще и приплачивала.

Когда Джо Кассано пригласил Джина Парка в Лондон на встречу, где его должны были «повысить» и поручить создание новых тикающих бомб, Парк уже знал, что не хочет участвовать в этом. Джин пригрозил увольнением, если его будут заставлять. Кассано, разумеется, пришел в ярость и назвал Парка лентяем, который выдумывает отговорки, лишь бы не заниматься сделками, требующими сложной бумажной работы. Но когда Кассано поставили перед фактом, — его компания фактически держала длинную позицию на \$50 млрд в низкокачественных ипотечных облигациях класса «три В», выдаваемых за диверсифицированные пулы потребительских кредитов с рейтингом «три А», — тот сперва попытался придумать какое-нибудь разумное объяснение. Он явно считал, что деньги от продажи страховки от дефолта облигаций с высоким рейтингом доставались бесплатно. Для дефолта облигаций, утверждал он, цены на недвижимость в США должны упасть, а Джо Кассано не верил в одновременное падение цен в масштабе страны. В конце концов Moody's и S&P присвоили облигациям рейтинг «три А»!

Тем не менее Кассано согласился встретиться со всеми крупными фирмами с Уолл-стрит и обсудить логику их сделок, чтобы понять, каким же образом сомнительные кредиты могли превратиться в облигации с рейтингом «три А». Вместе с Джином Парком и другими сотрудниками он договорился о встречах с трейдерами из Deutsche Bank, Goldman Sachs и прочих компаний. Трейдеры в один голос заявляли, что цены на дома не могут упасть одновременно. «Все они твердили одно и то же, — вспоминает один из присутствовавших трейдеров. — Приводили в пример цены на недвижимость за последние 60 лет, ни разу не падавшие одновременно в масштабе всей стране». (Через два месяца после встречи с Goldman Sachs трейдер AIG FP случайно встретился с сотрудником Goldman, одним из участников беседы, который предупредил его: «Между нами, ты прав. Цены вот-вот рухнут».) Присутствовавшие трейдеры AIG FP были потрясены непродуманностью механизма предоставления

низкокачественных ипотечных кредитов: ставка делалась просто на то, что цены на дома никогда не упадут. Как только Джо Кассано это понял, он изменил свое мнение, представив идею своей собственной. К началу 2006 года он открыто согласился с Джинном Парком: AIG FP больше не следует страховать подобные сделки, хотя страховка на уже заключенные сделки будет по-прежнему действовать.

На тот момент данное решение не казалось особо значимым для AIG FP. Подразделение получало почти \$2 млрд прибыли в год. На пике своего развития направление дефолтных свопов обеспечивало всего \$180 млн от этой суммы. Кассано был недоволен Парком и не хотел так быстро сдаваться, главным образом потому, что Парк осмелился ему перечить.

От трейдера с Уолл-стрит, который попытался было убедить AIG FP отказаться от ставки на повышение рынка низкокачественных ипотечных облигаций, не ускользнуло то, что компания не изменила своего курса. Грег Липпманн считал, что компанию убедили его аргументы, до тех пор пока не убедился в обратном. Он так и не понял, почему AIG FP изменила свое решение, но никак себя не защитила. Она больше не продавала Уолл-стрит дефолтные свопы, но не предпринимала ничего, чтобы закрыть позиции в свопах на \$50 млрд, что успела продать.

Липпманну казалось, что одного этого достаточно, чтобы обрушить рынок. Если AIG FP откажется играть на повышение, думал он, никто этого не сделает и рынку низкокачественных ипотечных кредитов придет конец. Но рынок — и в этом кроется величайшая загадка — даже не покачнулся. Фирмы с Уолл-стрит нашли новых покупателей низкокачественных CDO с рейтингом «три А» (новые возможности для размещения самых рискованных траншей низкокачественных ипотечных облигаций класса «три В»), хотя даже Грегу Липпманну было не совсем понятно, кто это мог быть.

Механизм выпуска низкокачественных ипотечных кредитов набирал обороты. Качество кредитов, выдаваемых реальным

людям, становилось все ниже, но, как ни странно, стоимость их страховки (стоимость дефолтных свопов) падала. К апрелю 2006 года руководители Липпманна из Deutsche Bank потребовали объяснений по поводу его донкихотских маневров. Они хотели, чтобы он просто сидел в центре рынка и по примеру Goldman Sachs делал деньги, сводя покупателей и продавцов. Они заключили соглашение: Липпманн держит свои дорогостоящие короткие позиции если докажет, что на рынке есть инвесторы, готовые быстро купить их. Другими словами, ему необходимо активизировать рынок дефолтных свопов; если он хочет и дальше держать свою ставку, придется подыскать тех, кто захочет к нему присоединиться.

К лету 2006 года Грег Липпманн стал представлять ситуацию не иначе как перетягивание каната. Индустрия выдачи низкокачественных ипотечных кредитов, частью которой был и его работодатель, Deutsche Bank, тянула за один конец веревки, а он, Грег Липпманн, тащил на себя другой. Ему срочно требовались помощники. Тянуть нужно сообща. Помощники, конечно, заплатят ему за право участия на его стороне, но ведь им обломится немалый куш.

Вскоре выяснилось, что люди, которые, по мнению Липпманна, должны были первыми разглядеть неприглядную правду о рынке низкокачественных ипотек, менеджеры фондов, специализирующихся на ипотечных облигациях, — не видели дальше собственного носа. Станный, но реальный факт: чем теснее ты связан с рынком, тем труднее тебе распознать его безумство. Придя к такому заключению, Липпманн обратил свой взор на инвесторов в акции, чувствительных к падению цен на дома или на жилой фонд, и преподнес им свою идею как способ хеджирования. *Послушайте, вы зарабатываете огромные деньги, пока цены растут. Почему бы не потратиться немного и не защитить себя на случай обвала?* На жадности сыграть не удалось, пришлось перейти на запугивание. Он раздобыл список крупных акционеров New Century, крупной компании, выдававшей низкокачественные кредиты. Видное место в нем занимал хедж-фонд под названием FrontPoint Partners. Липпманн позвонил продавцу из Deutsche Bank, который имел

с фондом дело, и попросил договориться о встрече. Продавец все устроил, но не сказал о том, что FrontPoint — не единая организация, а объединение независимо управляемых хедж-фондов и что фонд, державший акции New Century, представлял собой небольшую группу с Западного побережья.

Едва Грег Липпманн переступил порог конференц-зала Стива Айсмана в центре Манхэттена, Айсман огорошил его заявлением: «Мы не тот FrontPoint, который держит акции New Century. Мы FrontPoint, который *продает* акции New Century в короткую». Айсман уже играл на понижение акций таких компаний, как New Century и IndyMac Bank, занимавшихся выдачей низкокачественных кредитов, а также компаний, которые строили дома, купленные в кредит, например Toll Brothers. Но то были не полноценные ставки, поскольку игра велась не против компаний, а против рыночных предпочтений. При этом ставки обходились недешево. Компании выплачивали высокие дивиденды, и заимствование их акций стоило дорого: New Century, например, платила 20%-ный дивиденд, и за заемные акции приходилось платить 12% в год. За короткую продажу акций New Century стоимостью \$100 млн Стив Айсман выкладывал \$32 млн в год.

В поисках инвесторов в акции, которых можно было напугать сценарием Апокалипсиса, Липпманн набрел на неожиданную удачу: он познакомился с инвестором в акции, настроенным в отношении рынка низкокачественных ипотечных кредитов еще более пессимистично, чем он сам. Айсман был знаком с этим рынком, его участниками и порочностью лучше кого бы то ни было. Если кто и мог сделать серьезную ставку на падение рынка низкокачественных бумаг, думал Липпманн, то только Айсман, — и был очень озадачен, когда тот отказался. Еще больше он удивился, когда несколько месяцев спустя новый главный трейдер Айсмана, Дэнни Мозес, и Винни Дэниел, занимавшийся анализом, попросили его прийти и дать дополнительные объяснения.

Когда в деле замешаны корыстные интересы, крайне трудно определить степень личной заинтересованности. Поначалу Дэнни просто не доверял Липпманну. «Мерзкий Липпманн» — так

он его называл; «Мерзкий Липпманн никогда не смотрит в глаза во время разговора. Это действует мне на нервы». Винни не мог поверить, что Deutsche Bank предоставил Липпманну такую свободу действий и позволил торпедировать их собственный рынок, не имея за этим своего узкого интереса. Дэнни и Винни видели в Грегге Липпманне ходячее воплощение рынка облигаций; другими словами, смысл его существования состоял в том, чтобы обводить покупателей вокруг пальца.

За три месяца Дэнни и Винни звонили Липпманну три раза, и тот каждый раз приходил — одно только это усиливало их подозрения. Он приезжал с Уолл-стрит в Мидтаун не ради того, чтобы строить мир во всем мире. Тогда зачем? Пока Липпманн тараторил, Дэнни и Винни рассматривали его в изумлении. Их встречи стали походять на постмодернистские литературные головоломки: история казалась правдоподобной, даже когда рассказчик не внушал доверия. На каждой из встреч Винни перебивал Грегга и спрашивал: «Грегг, я все пытаюсь понять, зачем вы здесь?» Это был сигнал к обрушиванию на Липпманна потока разоблачающих вопросов:

— Если это такая классная идея, почему же вы не уйдете из Deutsche Bank, не откроете хедж-фонд и не заработаете себе кучу денег?

— *На создание хедж-фонда нужно полгода. Мир может одуматься и прекратить безумие на следующей неделе. Мне приходится играть теми картами, что есть на руках.*

— Если это такая классная идея, почему вы делитесь ею с нами?

— *Я ничем не делюсь. Предложение не ограничено.*

— Да, но зачем вообще нам об этом рассказывать?

— *Вы заплатите за участие и за выход. Мне нужно оплачивать счета за электричество.*

— Это игра с нулевой суммой. Кто на другой стороне? Кто выступает в качестве идиота?

— *Дюссельдорф. Глупые немцы. Они верят рейтинговым агентствам. И серьезно относятся к правилам.*

— Почему Deutsche Bank позволяет вам копать под рынок, на котором он занимает лидирующие позиции?

— Я не храню верность Deutsche Bank... Я там просто работаю.

— Чушь собачья. Они вам платят. Откуда нам знать, что те, кто управляет механизмом CDO, не злоупотребляют вашим энтузиазмом, чтобы сыграть на понижение вашего рынка и использовать нас?

— Вы встречались с людьми, управляющими механизмом CDO?

В какой-то момент Дэнни и Винни даже перестали делать вид, что собирают информацию о дефолтных свопах и низкокачественных ипотечных облигациях. Они просто рассчитывали, что Липпманн проговорится и тем самым подтвердит, что в действительности является лживым негодяем с Уолл-стрит, каковым они его и считали. «Мы пытаемся разобраться, какова наша роль в этой игре, — заметил Винни. — Я не верю в то, что ему нужна наша помощь, потому что у него слишком много этих бумажек. Так зачем он все это затеял?» Липпманн, со своей стороны, ощущал себя свидетелем на допросе: эти ребята пытались его *расколоть*. Несколькими месяцами позже он представил свою идею Филу Фальконе, управлявшему гигантским хедж-фондом Harbinger Capital. Тот изъявил желание немедленно купить дефолтные свопы на миллиарды долларов. О рынке низкокачественных ипотечных кредитов Фальконе имел довольно туманное представление. Только он, в отличие от Айсмана и его команды, поверил Липпманну. На последней встрече Винни наконец высказался начистоту: «Грег, не пойми меня превратно, но я просто хочу понять, как ты собираешься меня наколоть».

Они так и не перестали бы взвешивать душу Грега Липпманна, если бы не две неожиданные новости. Первая пришла в мае 2006 года: Standard & Poor's объявила об изменении модели оценки низкокачественных ипотечных облигаций. Новая модель вводится с 1 июля 2006 года, говорилось в объявлении, но все низкокачественные облигации, выпущенные до указанной даты, будут оцениваться по старой, возможно менее

жесткой, модели. В одно мгновение выпуск низкокачественных облигаций взлетел до небес. «Все ловили момент, — говорит Винни. — Выпускали как можно больше этого дерьма, чтобы оценить его по старой модели». Страх перед появлением новых и более реальных рейтингов свидетельствовал о том, что даже крупные фирмы с Уолл-стрит знали: качество выпускаемых ими облигаций завышено.

Вторая новость касалась цен на жилые дома. Айсман частенько разговаривал с аналитиком рынка жилья из Credit Suisse по имени Айви Зельман. Простым критерием разумности цен на жилье, по утверждению Зельман, являлось соотношение между медианными показателями стоимости жилья и дохода. Исторически в Соединенных Штатах это соотношение равнялось 3:1; к концу 2004 года по всей стране оно поднялось до 4:1. «Все эти люди утверждали, что почти такое же соотношение наблюдается и в других странах, — говорит Зельман. — Но соотношением 4:1 проблема не ограничивалась. В Лос-Анджелесе данный коэффициент составлял 10:1, а в Майами — 8,5:1. Добавьте сюда тех, кто покупал дома не для личного пользования, а с целью спекуляций\*. С середины 2005 года количество табличек «Продается» постоянно увеличивалось. Летом 2006 года индекс Case-Schiller цен на жилье достиг максимума, и цены по всей стране начали падать. За год они снизились на 2%.

Даже по отдельности эти новости — повышение стандартов оценки и падение цен на жилье — должны были подорвать рынок низкокачественных облигаций и вызвать рост стоимости страхования облигаций. Вместо этого стоимость страхования облигаций упала. Страховка самых рискованных траншей

---

\* Пессимистическим настроем Зельман вызвала недовольство своего работодателя с Уолл-стрит, уволилась и открыла собственную консалтинговую фирму. «Оглядываясь назад, можно сказать, что предвидеть катастрофу было не так уж сложно, — говорит Зельман. — Куда сложнее было определить, когда буря уляжется». Зельман время от времени беседовала с Айсманом и после каждой беседы все сильнее укреплялась в своих взглядах и все больше разочаровывалась в окружающем мире. «Периодически нужно получать подтверждения того, что ты не сошел с ума», — говорит она.

класса «три В» низкокачественных ипотечных облигаций теперь стоила меньше 2% в год. «Мы, наконец, заключили сделку с Липпманном, — говорит Айсман. — После чего попытались сообщить, что же мы сделали».

После заключения первой сделки они тут же попали в беспрерывно расширяющийся список электронной рассылки Липпманна. Вплоть до самого краха он бомбардировал их агитками относительно рынка жилья и собственными рекомендациями по поводу низкокачественных ипотечных облигаций, на понижение которых должны ставить его клиенты. «Каждый раз, когда Липпманн предлагал нам какие-нибудь ценные бумаги, мы с Винни переглядывались и отвечали отрицательно», — рассказывает Дэнни Мозес. Они следовали советам Липпманна, но не до конца. Они все еще не доверяли представителям облигационного бизнеса с Уолл-стрит: так или иначе, оценивать отдельные облигации должны были они, а не Липпманн.

Майкл Бэрри сосредоточился на структуре кредитов и делал ставки на пулы с высокой концентрацией тех типов кредитов, которые, по его мнению, неминуемо должны стать проблемными. Айсман с партнерами сосредоточились на людях, занимавшихся заимствованием и кредитованием. Рынок низкокачественных ипотек затронул тот сегмент американской публики, который раньше не интересовал Уолл-стрит: слой с кредитным рейтингом между 5-м и 29-м процентилями. Другими словами, компании предоставляли деньги людям, кредитоспособность которых была ниже, чем у 71% остального населения. Как распорядятся своими финансами малообеспеченные слои населения? Насколько должны упасть цены на их дома, чтобы они перестали погашать кредиты? Какие ипотечные кредиторы оказались самыми нечистоплотными? Какие фирмы с Уолл-стрит выпускали наиболее ненадежные ипотечные облигации? Какие категории людей, в какой части страны демонстрировали наивысшую степень финансовой безответственности? Уровень дефолтов в Джорджии в пять раз превышал аналогичный показатель во Флориде, хотя в обоих штатах уровень безработицы

был одинаковым. Почему? В Индиане уровень дефолтов составлял 25%, а в Калифорнии всего 5%, хотя калифорнийцы, как казалось, не отличались финансовой ответственностью. Почему? Винни и Дэнни полетели в Майами и побывали в незаселенных кварталах, где дома были построены за счет низкокачественных кредитов. Они своими глазами увидели, насколько плохо обстоят дела. «Они позвонили мне в ужасе: “Господи, ситуация просто катастрофическая”», — вспоминает Айсман.

Короче говоря, они провели стандартный анализ кредитов, который, следовало бы проводить до кредитования. И начали охоту на жуликов и дураков. «Впервые всю плачевность ситуации я осознал, когда попросил Липпманна выслать мне перечень сделок с кредитами без документов за 2006 год», — говорит Айсман. Айсман, склонный видеть мошенничество во всех рыночных операциях, хотел поставить на американцев, которые получили кредиты без подтверждения занятости и размера дохода. «Я ожидал, что в списке Липпманна будут сделки, где кредитов без документов окажется порядка 20%. Но их доля нигде не была меньше 50%».

Они запросили в отделах торговых операций на Уолл-стрит подборку низкокачественных ипотечных облигаций, поскольку хотели отыскать самые ненадежные и купить самую большую страховку. Самые «лакомые кусочки» — облигации, обеспеченные ипотеками с наибольшей вероятностью дефолта, — имели между собой много общего. Во-первых, их базисные кредиты в значительной мере приходились на песчаные штаты (как их именовали на Уолл-стрит): Калифорнию, Флориду, Неваду и Аризону. В период бума цены на жилье в песчаных штатах росли быстрее всего, а в кризис, надо думать, должны были падать быстрее. И когда это произойдет, уровень дефолтов в Калифорнии стремительно пойдет вверх. Во-вторых, кредиты выдавались более чем подозрительными ипотечными кредиторами. Long Beach Savings, полностью принадлежавшая Washington Mutual, может послужить ярким примером финансовой невоздержанности. Long Beach Savings первой использовала модель «выдавать и продавать» и теперь щедро раздавала деньги новым покупателям жилья, не задавая лишних вопросов.

В-третьих, доля кредитов без документов или с неполным пакетом документов в этих пулах превышала средние показатели, — иными словами, вероятность мошенничества при получении таких кредитов была довольно высока. Long Beach Savings, как показалось Айсману и его партнерам, специализировалась на навязывании кредитов с плавающей ставкой заемщикам с плохой кредитной историей и без подтверждения дохода. Без первоначального взноса, с отсрочкой выплаты процентов по запросу. Тематические блоги в Южной Калифорнии пестрели историями о финансовых злоупотреблениях, ставших возможными благодаря так называемым 30-летним ипотечным кредитам с изменяемой процентной ставкой. В Бейкерсфилде, Калифорния, сборщик клубники из Мексики, не владевший английским языком и зарабатывавший в год \$14 000, получил кредит на покупку дома стоимостью \$724 000.

Чем пристальнее они изучали индивидуальные облигации, тем яснее становилось, на каких кредитах следует играть. Например, новая тенденция предоставлять огромные суммы бедным иммигрантам. Однажды домработница Айсмана, родом из Латинской Америки, сказала ему, что планирует приобрести таунхаус в Квинсе. «Стоимость была какая-то запредельная, а ей предлагали кредит без первоначального взноса с изменяемой ставкой», — вспоминает Айсман, который в конечном счете уговорил ее взять обычный кредит с фиксированной ставкой. Затем ему позвонила няня, которую он нанимал в 2003 г. для дочерей-близнецов. «Такая милая женщина с Ямайки. Она рассказала, что вместе с сестрой владеет шестью таунхаусами в Квинсе. Я удивился: «Коринн, как же вам такое удалось?»» Все очень просто. После того как они купили первый дом, его стоимость выросла, кредиторы предложили провести рефинансирование и получить дополнительно \$250 000. Эти деньги они потратили на покупку второго дома. Стоимость второго дома тоже выросла, и процедура повторилась. «К началу кризиса у них в собственности находилось пять домов, рынок стремительно рушился, и они не могли производить выплаты».

Внезапно появившаяся у няни возможность брать кредиты не была случайностью: как и все остальное, происходящее

между заемщиками и кредиторами по низкокачественным ипотечкам, она явилась следствием ущербности моделей, которые использовались двумя крупнейшими рейтинговыми агентствами, Moody's и Standard & Poor's, для оценки низкокачественных ипотечных облигаций.

Крупные фирмы с Уолл-стрит — Bear Stearns, Lehman Brothers, Goldman Sachs, Citigroup и другие — преследовали ту же цель, что и любое производственное предприятие: как можно меньше платить за сырье (жилищные кредиты) и как можно больше брать за конечный продукт (ипотечные облигации). Цена конечного продукта определялась рейтингами, которые ему присваивали модели Moody's и S&P. Внутренняя организация этих моделей официально являлась секретом: по утверждению Moody's и S&P, она не позволяла мошенничать. Но на Уолл-стрит все знали: людьми, которые реализовывали эти модели, вполне можно манипулировать. Как сказал один бывший трейдер из Goldman Sachs, ставший впоследствии менеджером хедж-фонда: «В Moody's устраиваются те, кто не смог получить работу на Уолл-стрит». Внутри рейтингового агентства сложилась другая иерархия, еще менее лестная для оценщиков низкокачественных ипотечных облигаций. «Наименьшее зло в рейтинговых агентствах — это сотрудники, занимающиеся оценкой качества корпоративных кредитов», — говорит аналитик, создававший ипотечные облигации для Morgan Stanley. — Затем идут те, кто занимается качественными ипотечными кредитами. А уж потом те, кто занимается ценными бумагами, обеспеченными активами, эти вообще тупые как пробки»\*. Отделы по торговле облигациями Уолл-стрит, где годовой доход сотрудников достигал семизначных чисел, вознамерились получить от тупоголовых парней с заработком, не превышавшим пятизначных чисел, самые высокие рейтинги для самых плохих кредитов. Своей цели они добивались с присущей Лиге плюща скрупулезностью и эффективностью. Они, например, быстро

---

\* Как ни странно, но низкокачественные ипотечные облигации классифицируются не как ипотечные бумаги, а как «ценные бумаги, обеспеченные активами» наравне с облигациями, обеспеченными задолженностью по кредитным картам, автомобильными кредитами и прочими ненадежными залогами.

установили, что в Moody's и S&P на самом деле не только не оценивают индивидуальные ипотечные кредиты, но даже не смотрят на них. Их модели оценивали только общие характеристики кредитных пулов.

Использование кредитных скорингов FICO служит одним из примеров. Скоринг FICO — который называется так, поскольку придуман в 1950-е годы компанией Fair Isaac Corporation, — характеризует кредитоспособность индивидуальных заемщиков. Высшее значение скоринга FICO составляет 850, низшее — 300, медиана для США — 723. Система кредитных скорингов FICO довольно примитивна. Она не учитывает, например, доходы заемщиков. К тому же скоринг можно фальсифицировать. Будущий заемщик мог повысить свой скоринг, взяв кредит по кредитной карте и тут же его погасив. Но это цветочки; проблема со скорингами FICO усугублялась их некорректным использованием рейтинговыми агентствами. Moody's и S&P интересовали не скоринги FICO всех заемщиков, а средний скоринг конкретного пула. Для соответствия стандартам рейтинговых агентств, т. е. для максимизации доли облигаций с рейтингом «три А», выпущенных на основе того или иного пула кредитов, средний скоринг FICO заемщиков в пуле должен составлять примерно 615. Получить такое среднее значение можно было несколькими путями, что открывало богатые возможности. Вероятность гигантских убытков по пулу кредитов, состоящему из заемщиков со скорингом на уровне 615, намного меньше, чем у пула кредитов, состоящему из заемщиков, половина которых имеет скоринг 550, а половина — 680. Человек со скорингом 550 практически обречен на дефолт, и кредитовать его ни в коем случае нельзя. Однако из-за пробела в моделях рейтинговых агентств кредит выдавался; заемщик со скорингом 680 уравновешивал неплательщика, и средний скоринг составлял 615.

Где же взять заемщиков с высокими скорингами FICO? И вот тут отделы по торговле облигациями Уолл-стрит воспользовались еще одним пробелом в моделях рейтинговых агентств. Агентства, как оказалось, не видели разницы между тонким скорингом FICO и толстым скорингом FICO. Тонкий скоринг

подразумевает, как явствует из названия, короткую кредитную историю. Папка обращений была тонкая, поскольку заемщик редко обращался за кредитами. Иммигранты, за которыми не водилось неплатежей по кредитам, поскольку кредитов им никогда не выдавали, зачастую имели удивительно высокие тонкие скоринги. Таким образом, при оценке посредством моделей Moody's и S&P няня с Ямайки или сборщик клубники из Мексики с доходом \$14000, которые хотели получить кредит на три четверти миллиона, внезапно оказывались более подходящими кандидатурами. По большому счету, они даже могли улучшать качество кредитных пулов и повышать долю облигаций, причисляемых к классу «три А». Мексиканцы собирали клубнику, Уолл-стрит — скоринги FICO.

В моделях, используемых рейтинговыми агентствами, крылась масса возможностей. Главное — сообразить первым, что, например, и Moody's, и S&P предпочитали ипотечные кредиты с плавающей ставкой и низкой привлекающей ставкой кредитам с фиксированной ставкой. Или что они не обращали внимания, когда выдавался кредит — в период бума на рынке недвижимости или в период затишья. Или что они закрывали глаза на потенциальные мошенничества, связанные с кредитами без документов. Или что они не замечали наличия вторых ипотек, которые лишали домовладельца оплаченной доли жилья вместе с финансовой заинтересованностью в сохранении жилья за собой. Обнаруживая очередное доказательство халатности или идиотизма рейтинговых агентств, какой-нибудь умник с Уолл-стрит, занимающийся «упаковкой» ипотечных облигаций, обеспечивал себе преимущество на рынке. Более рискованные пулы кредитов продавались дешевле, чем пулы качеством повыше. «Пулы-штанги», объединявшие кредиты с очень низкими и очень высокими скорингами FICO, считались более выгодной сделкой по сравнению с пулами, где скоринги сильно не отклонялись от среднего значения 615. По крайней мере до тех пор, пока остальная часть Уолл-стрит не прознает про дырку в голове у рейтинговых агентств и не взвинтит цены. Но пока этого не произошло, порочная монополия принадлежала только одной фирме с Уолл-стрит. Ее сотрудники звонили

кредитору и говорили: «Только не проболтайся, но если ты принесешь мне пул кредитов с большим количеством высоких тонких скорингов, я заплачу тебе больше всех остальных». Чем грубее ошибки рейтинговых агентств, тем заманчивее перспективы, открывающиеся перед отделами торговых операций Уолл-стрит.

В конце лета 2006 года Айсману и его партнерам об этом ничего не было известно. Они знали лишь то, что инвестиционные банки с Уолл-стрит нанимали людей, в чьи задачи входила только игра с моделями рейтинговых агентств. На рациональном рынке облигации, обеспеченные пулами более рискованных кредитов, оценивались бы ниже, чем облигации с более качественным обеспечением. Низкокачественные ипотечные облигации оценивались в соответствии с рейтингом, присвоенным Moody's. Все транши класса «три А» продавались по одной цене, все транши класса «три В» — по другой, несмотря на существенные отличия одного транша класса «три В» от другого. Поскольку стоимость всех облигаций напрямую зависела от рейтинга Moody's, наиболее переоцененными были облигации с самым неадекватным рейтингом. А к числу последних относились облигации, которые рейтинговые агентства неадекватно оценили из-за уловок Уолл-стрит. «Не могу поверить, что все это, черт возьми, допускается, — возмущался Айсман. — Я должен повторить это тысячу раз».

Айсману еще только предстояло узнать, как именно манипулировали рейтинговыми агентствами. И вот его команда приступила к систематическому поиску наиболее переоцененных облигаций на рынке, наводненном переоцененными облигациями. Примерно через месяц после покупки у Липшманна первых дефолтных свопов Винсент Дэниел и Дэнни Мозес улетели в Орlando на конференцию ABS East, посвященную низкокачественным ипотечным облигациям. Она была организована для узкого круга участников: представителей компаний, выдававших низкокачественные ипотечные кредиты, фирм с Уолл-стрит, занимавшихся «упаковкой» и продажей низкокачественных облигаций, менеджеров фондов, инвестировавших исключительно в облигации, обеспеченные низкокачественными

кредитами, агентств, присваивавших рейтинги низкокачественным ипотечным облигациям, юристов, занимавшихся своими обычными делами. Дэниел и Мозес считали поездку визитом вежливости на «домашние посиделки», которые обернулись масштабным мероприятием. «Столько людей кормилось в этой сфере, — рассказывает Дэниел. — Именно тогда мы осознали, что отделы долговых обязательств брокерских фирм имеют к ней самое непосредственное отношение».

Тогда же они впервые познакомились с представителями рейтинговых агентств. Встречи устраивали люди Грега Липпманна, правда при одном условии: команда Айсмана не будет говорить о том, что играет на понижение, а не на повышение, низкокачественных ипотечных облигаций. «Наша легенда гласила: мы хотим приобрести кое-какие ценные бумаги, — говорил Мозес. И собеседники должны были думать: “О, так они планируют покупать долговые ценные бумаги, потому что те повышаются в цене”». В маленьком зальчике гостиницы Ritz-Carlton они встретились с представителями Moody's и S&P. Винни и Дэнни уже давно подозревали, что рынок низкокачественных ценных бумаг отдал кредитный анализ на откуп людям, которые ровным счетом ничего в нем не смыслили. Эта встреча не развеяла их подозрения. Представители S&P вели себя осторожно, однако женщина из Moody's высказывалась на удивление откровенно. Она, например, поведала следующее: в ее обязанности входила оценка низкокачественных ипотечных облигаций, но руководство запретило ей присваивать низкие рейтинги тем облигациям, которые, по ее мнению, иных не заслуживали. Она передала начальству список облигаций, которым планировала понизить рейтинг, и получила обратно список с облигациями, по которым ей разрешалось это сделать. «По ее словам, первоначальный список включал 100 облигаций, а ответный — 25, и никаких объяснений», — говорит Дэнни.

Вопросы в основном задавал аналитик Винни, но Дэнни слушал с все возрастающим интересом. «У Винни была характерная черта, — рассказывает Мозес. — В напряженные моменты он прикрывал рот ладонью, облакачивался на стол и говорил:

“Позвольте мне спросить...” Когда он подносил руку ко рту, я знал, что сейчас будет что-нибудь интересное».

— Вот чего я не могу понять, — заметил Винни, подпирая подбородок рукой. — У вас две облигации, на первый взгляд абсолютно одинаковые. Почему одна из них оценивается как «три А», а вторая нет?

— Не я принимаю эти решения, — ответила женщина из Moody’s, явно нервничая.

— А вот еще один непонятный момент, — продолжал Винни. — Как вы оцениваете облигацию, на основе исключительно из низкокачественных ипотечных кредитов класса «три А»?

— Это очень хороший вопрос.

Есть!

«С ней было ужасно интересно беседовать, — признается Мо-зес. — Потому что она не догадывалась, к чему мы ведем».

Они позвонили Айсману из Орlando и заявили: «Что бы ты ни думал о безнравственности этой сферы, в реальности дело обстоит гораздо хуже». «Если в Орlando набежали одни новички, — рассказывал Дэниел, — то в Вегасе собрались уже профессионалы. Мы сказали Стиву: “Тебе стоило приехать в Вегас и посмотреть на это своими глазами”». Они действительно полагали, что поняли секрет. На протяжении лета и начала осени 2006 года они вели себя так, словно наткнулись на фантастическую карту сокровищ, пусть даже с туманными указаниями. Теперь Айсман возвращался по вечерам домой в приподнятом настроении. Таким радостным жена уже давно его не видела. «Я была счастлива, — говорит Валери. — И думала: “Слава Богу, ему есть куда направить свой энтузиазм”. А он отвечал: “Я кое-что нашел. Золотое дно. И больше никто о нем не знает”».

# Случайные капиталисты

Айсман и в самом деле обнаружил золотое дно, но знал о нем не только он. К осени 2006 года Грег Липпманн посвятил в свою идею не меньше двух с половиной сотен крупных инвесторов в личных беседах и открыл ее еще более широкому кругу слушателей на совещаниях Deutsche Bank и телефонных конференциях. К концу 2006 года, по данным PerTrac Hedge Fund Database Study, 13 675 хедж-фондов и тысячи прочих институциональных инвесторов имели право инвестировать в дефолтные свопы. Призыв Липпманна дошел в той или иной форме до многих. Тем не менее лишь около сотни инвесторов решили попробовать свои силы на рынке дефолтных свопов на низкокачественные ипотечные облигации. Большинство приобретали страховку на низкокачественные ипотеки не с целью явной игры на их понижение, а для хеджирования фактической ставки на рост своих портфелей акций и облигаций американских компаний, связанных с недвижимостью. Небольшая группа использовала дефолтные свопы для того, что нередко оборачивалось катастрофическими спекуляциями на относительной стоимости низкокачественных ипотечных облигаций, иными словами, пыталась играть на одновременной продаже

и покупке разных низкокачественных облигаций. Например, делались ставки на то, что облигации с большим числом кредитов, выданных в Калифорнии, окажутся менее качественными, чем облигации с небольшим числом калифорнийских кредитов. Или что верхний этаж низкокачественных ипотечных облигаций с рейтингом «три А» окажется более доходным, чем нижний этаж с рейтингом «три В». Или что облигации, выпущенные Lehman Brothers или Goldman Sachs (оба банка печально известны пакетами наихудших в Америке жилищных кредитов), окажутся менее доходными, чем облигации J. P. Morgan или Wells Fargo (которые вроде бы следили за тем, под какие кредиты выпускают облигации).

Совсем небольшая группа людей — от 10 до 20 человек — сделала открытую ставку на крах всего многомиллиардного рынка низкокачественных ипотечных кредитов, а заодно и глобальной финансовой системы. Сам по себе факт из ряда вон выходящий: катастрофу можно было предсказать, но видели ее приближение немногие. В их числе оказались хедж-фонды Whitebox из Миннеаполиса, Baupost Group из Бостона, Passport Capital из Сан-Франциско, Elm Ridge из Нью-Джерси, группа хедж-фондов из штата Нью-Йорк: Elliott Associates, Cedar Hill Capital Partners, QVT Financial, а также Harbinger Capital Partners Филипа Фальконе. Всех их объединяло то, что они прямо или косвенно были знакомы с аргументами Грега Липпманна. В середине 2006 года в Далласе, Техас, Кайл Басс, бывший продавец облигаций из Bear Stearns, основал хедж-фонд под названием Nauman Capital. Вскоре после этого он купил дефолтные свопы на низкокачественные ипотечные облигации. Идею Басс позаимствовал у Алана Форньера из Pennant Capital, Нью-Джерси, с которым ею поделился Липпманн. Богатый американский инвестор в недвижимость по имени Джефф Грин не постоял за ценой и купил дефолтные свопы на низкокачественные ипотечные облигации на несколько миллиардов долларов. Он услышал о них от менеджера нью-йоркского хедж-фонда Джона Полсона. Полсон, в свою очередь, познакомился с ними через Грега Липпманна и, формируя крупную позицию в дефолтных свопах, использовал Липпманна в качестве

источника информации. Трейдер из Goldman Sachs в Лондоне прослышал, что кто-то из нью-йоркского Deutsche Bank говорит дельные вещи, перелетел Атлантику ради встречи с Липпманном и вернулся домой, владея дефолтными свопами на низкокачественные ипотечные облигации на миллиард долларов. Греческий инвестор в хедж-фонды по имени Тео Фанос присутствовал на презентации Липпманна в Финиксе, Аризона, и без промедления сделал ставку. Если проследить распространение данной идеи, как отслеживают распространение вируса, большинство линий сойдется на Липпманне. Он — нулевой пациент. Впрочем, один переносчик все же мог заразить его. Но Майк Бэрри отсиживался в офисе в Сан-Хосе, Калифорния, и ни с кем не общался.

В этом небольшом мирке инвесторов, делавших крупные ставки на понижение низкокачественных ипотечных облигаций, существовала обособленная группка — одержимые торговлей ценными бумагами. Горстка инвесторов, понимавших, что творилось не только с финансовой системой, но и с обществом, которому та должна была служить, делали против этой системы такие гигантские по сравнению с собственным капиталом ставки, что вскоре перешли из статуса инвестиционных менеджеров в совершенно иное состояние. Джон Полсон, располагавший самыми значительными финансовыми средствами, служит наиболее ярким примером. Через девять месяцев после провала затеи Майка Бэрри создать фонд, занимающийся исключительно дефолтными свопами на низкокачественные ипотечные облигации, Полсон успешно осуществил его замысел. Инвесторам он представил его не как неминуемую катастрофу, а как дешевый хедж против маловероятной катастрофы. Полсон был старше Бэрри на 15 лет и пользовался на Уолл-стрит большей известностью, но все равно считался там кем-то вроде белой вороны. «Я позвонил в Goldman Sachs поинтересоваться насчет Полсона, — рассказывает один богатей, которого Полсон уговорил вложить средства в середине 2006 года. — А они назвали его третьесортным менеджером, который несет всякий вздор». Полсон получил около миллиарда долларов от инвесторов, которые видели в его фонде средство страхования

своих портфелей акций и облигаций, связанных с недвижимостью. По словам самого Полсона, понять происходившее на рынке ипотечных облигаций ему помогла прежняя работа: он искал переоцененные облигации и ставил на их понижение. «Мне нравилась идея короткой продажи облигаций, поскольку в этом случае возможность проигрыша была ограниченной, — поясняет он. — Это несимметричная ставка». Он был потрясен до глубины души, узнав, насколько покупка дефолтного свопа проще и дешевле короткой продажи реальных наличных облигаций, несмотря на идентичность ставок. «Я купил на полмиллиарда. Они спросили: “Хочешь миллиард?” И я подумал: “А чего осторожничать?” Чтобы сделать ставку на \$25 млрд потребовалось два или три дня». Полсону еще не доводилось работать на рынке, где инвестор мог продать в короткую акции или облигации на \$25 млрд без каких-либо последствий для их цены. «А ведь мы могли довести ставку до \$50 млрд, если бы захотели».

Даже летом 2006 года, когда цены на дома начали падать, лишь очень немногие видели неприглядные факты, реагировали на них и, можно сказать, разглядели в чертах молодой красивой девушки старую ведьму. Каждый из них отмечал что-то свое в состоянии финансовой системы, так же как люди, пережившие авиакатастрофу, замечают свои детали, а также качества выживших людей. У каждого из них, по определению, был свой пункт. Пункт Джона Полсона заключался в интересе к игре на понижение сомнительных кредитов и умении вовлечь в нее других. Пункт Майка Бэрри заключался в желании отгородиться не только от мнения публики, но и от прямых контактов с людьми и сосредоточиться на точных данных и мотивах, определяющих финансовое поведение толпы. Пунктиком Стива Айсмана была его убежденность в безнравственности кредитования средних американцев, а также в том, что рынок низкокачественных ипотечных кредитов является средством манипулирования и в конечном счете разрушения. Каждый из них занимал свою нишу; для каждого были характерны уникальные взгляд и отношение к риску, которые — будь они более распространенными — могли бы предотвратить катастрофу.

Оставалась, однако, одна ниша, которую не занял ни один крупный профессиональный инвестор. Зато в нее хорошо вписался Чарли Ледли.

Пунктик Чарли Ледли — на удивление никому не известного Чарли Ледли — заключался в выборе способа делать деньги на Уолл-стрит: он ставил на то, что Уолл-стрит считала наименее вероятным. Чарли с партнерами частенько, и не без успеха, проделывал эту операцию и имел возможность убедиться: рынки склонны недооценивать вероятность кардинальных перемен. Тем не менее, когда в сентябре 2006 года он листал присланную другом презентацию какого-то Липпманна из Deutsche Bank, посвященную короткой продаже низкокачественных ипотечных облигаций, Ледли сначала подумал: «Такого просто не может быть». Он никогда не торговал ипотечными облигациями, практически не разбирался в недвижимости, с трудом продирался сквозь жаргон рынка облигаций и сомневался в том, что Deutsche Bank или кто-либо другой согласится продать ему дефолтные свопы на низкокачественные ипотечные облигации. На этом рынке действовали институциональные инвесторы, а Ледли с его двумя партнерами, Беном Хокеттом и Джейми Маем, вряд ли можно было причислить к какому-либо институту. «Я никак не мог поверить в то, что подобное возможно». Ледли переслал презентацию партнерам вместе с вопросом: «Почему за эту идею не ухватились люди, поумнее нас?»

Новый бизнес всегда начинается с безумной идеи, но идея Джейми Мая и Чарли Ледли о фирме по управлению финансовыми средствами граничила с абсурдом. В 2003 году два молодых человека со \$110 000 на счете в фирме Schwab расположились в гараже в Беркли, Калифорния, и нарекли себя Cornwall Capital Management. Ни у кого из них не было оснований считать себя талантливым инвестором. Оба непродолжительное время работали на нью-йоркский фонд прямых инвестиций Golub Associates, но имели там статус мелких сошек, привязанных к столу и не принимающих решения об инвестициях. Джейми Май, высокий и на редкость привлекательный, внешне

производил впечатление большого начальника. Но только до тех пор, пока молчал и не показывал свою неуверенность во всем, от завтрашнего восхода до будущего человечества. Джейми имел обыкновение запинаться на середине предложения и мычать — м-м-м... — словно не мог четко сформулировать мысль. Бледный, как гробовщик, с манерами человека, привыкшего откладывать действия до последнего, Чарли Ледли представлял еще более печальное зрелище. Если ему задавали вопрос, он молча тараторил в пустое пространство, кивая и моргая, словно актер, забывший свою реплику. Когда же он, наконец, открывал рот, от звука его голоса собеседник подсказывал на стуле. *Оно умеет говорить!*

Коллеги считали их добродушными, неорганизованными, любознательными, талантливыми, но не целеустремленными. Такие обычно появляются на 15-летию окончания школы с неожиданной растительностью на лице и рассказом о многочисленных жизненных коллизиях. После первого курса Чарли бросил колледж Амхерста и принял добровольное участие в первой президентской кампании Билла Клинтона. Но даже вернувшись в колледж, он гораздо больше был поглощен собственным идеализмом, нежели зарабатыванием денег. Первая работа Джейми после окончания Университета Дьюка состояла в перегоне парусных судов для богатых людей на Восточном побережье. («Тогда-то я осознал, что — м-м-м... — не помешало бы обзавестись какой-нибудь профессией».) В 28 лет он «взял длительный отпуск» и вместе со своей девушкой отправился в путешествие по миру. В Беркли он перебрался не в поисках благодатной почвы для культивирования денег, а подчинившись желанию своей девушки. Чарли не имел ни малейшего желания переезжать в Беркли. Он вырос в Манхэттене, но, оказавшись по другую сторону моста или тоннеля, становился заурядным человеком. В Беркли его привела идея Джейми о совместном управлении денежными средствами и \$110 000, принадлежавших Джейми. Как, кстати, и гараж, в котором Чарли устроил спальню.

Вместо денег и надежного бизнес-плана у них имелось одно соображение по поводу финансовых рынков. Или, точнее, два

взаимосвязанных соображения. Опыт работы в сфере прямых инвестиций, где на внебиржевом рынке фирмы покупают и продают целые компании, убедил их в том, что рынок прямых инвестиций намного эффективнее открытого рынка. «В частных сделках, — поясняет Чарли, — обе стороны пользуются услугами опытных консультантов. В них не участвуют люди, которые не знают, что и сколько стоит. Участников открытого рынка больше волнуют квартальные прибыли, а не потенциал бизнеса. Они действуют совершенно безрассудно». Джейми и Чарли считали, что на открытых финансовых рынках крайне мало инвесторов, интересующихся более широкой картиной. Инвесторы в американские бумаги не выходят за пределы американского фондового рынка; инвесторы в японские бумаги не выходят за пределы японского фондового рынка и т. д. «Есть люди, которые инвестируют только в долговые обязательства европейских медицинских компаний со средней капитализацией, — говорит Чарли. — Не думаю, что проблема сводится только к финансам. Мне кажется, узость интересов вообще характерна для современной интеллектуальной жизни. И попытки интеграции не предпринимаются». Финансовые рынки платят огромному множеству людей приличные деньги за узкую специализацию и совсем мало — небольшой группе людей за масштабное видение, без которого распределение капитала на рынках не представляется возможным.

В начале 2003 года Джейми и Чарли основали Cornwall Capital и теперь гораздо больше времени, чем раньше, проводили в гараже в Беркли — спальне Чарли — в разговорах о рынке. Cornwall Capital, как они решили, будет не просто заниматься поиском рыночной неэффективности, а поиском в глобальном масштабе: на рынках акций и облигаций, на валютном и товарном рынках. Когда двум друзьям представилась первая большая возможность, эмитент кредитных карт Capital One Financial, к этим двум амбициозным замыслам прибавился третий, еще более амбициозный.

Capital One служила редким примером компании, разумно подходящей к кредитованию американцев с низким кредитным скорингом. Она специализировалась не на жилищных кредитах,

а на кредитных картах, но работала с представителями того же социально-экономического класса, который всего через несколько лет не сможет рассчитываться по ипотечным кредитам. На протяжении 1990-х и 2000-х годов компания убедительно заявляла, что, в отличие от прочих компаний, использует более эффективные средства для анализа кредитоспособности низкокачественных заемщиков и для оценки кредитного риска. В середине 1990-х годов ей удалось пережить кризисный для сферы период, уничтоживший нескольких ее конкурентов. В июле 2002 года за два дня ее акции упали почти на 60%. Падение произошло после того, как руководство Capital One добровольно раскрыло предмет своего спора с двумя регулирующими органами — Федеральной резервной системой и Управлением надзора за сберегательными учреждениями — размер резервного капитала, необходимый для покрытия потенциальных убытков по низкокачественным кредитам.

Рынок вдруг испугался, что Capital One не грамотнее конкурентов подходит к выдаче кредитов, а просто более ловко скрывает убытки. Регулирующие органы вскрыли мошенничество, решил рынок, и Capital One вскоре понесет наказание. Косвенные улики сложились в позорное дело. Например, Комиссия по ценным бумагам и биржам объявила о начале расследования в отношении только что уволившегося финансового директора, который продал свою долю за два месяца до раскрытия компанией информации о споре с регулирующими органами и падения ее акций.

В течение последующих шести месяцев компания получала внушительные прибыли. По ее заявлениям, она не делала ничего предосудительного, а регулирующие органы просто придирались. Никаких убытков по портфелю низкокачественных кредитов объемом \$20 млрд, как говорилось в ее заявлении, не зафиксировано. Цена акций держалась на прежнем низком уровне. Чарли и Джейми тщательно изучали этот вопрос, другими словами, посещали специализированные конференции и выпытывали всю возможную информацию у множества совершенно незнакомых людей: коротких продавцов, бывших сотрудников Capital One, консультантов по вопросам управления,

работавших с компанией, конкурентов и даже регулирующих органов. «Информации оказалось не густо, — сокрушается Чарли, — к тому же ничего нового мы не узнали». Их вывод: Capital One, скорее всего, действительно располагала более эффективным механизмом кредитования. Открытым оставался лишь один вопрос, действительно ли во главе компании стояли мошенники.

Это был не тот вопрос, на который два молодых человека, претендующих на звание профессиональных инвесторов, из Беркли, Калифорния, со \$110 000 на счете, должны были искать ответ. Но они все-таки это сделали. Они устроили охоту на людей, которые учились в колледже вместе с генеральным директором Capital One Ричардом Фэрбанком, и собрали на него целое досье. В поисках сотрудника из Capital One, с которым можно было бы договориться о личной встрече, Джейми прошерстил весь отчет компании по форме 10-K. «Попроси мы о встрече с генеральным директором, нам бы однозначно отказали», — поясняет Чарли. Наконец, им удалось выйти на рядового сотрудника по имени Питер Шналь, который на деле оказался вице-президентом, отвечающим за портфель низкокачественных кредитов. «У меня сложилось впечатление, что Питер Шналь — простой сотрудник, — вспоминает Чарли. — Потому что, когда мы стали напрашиваться на встречу с ним, никто не был против». Наши друзья авторитетно представились как Cornwall Capital Management, правда без уточнения реального статуса компании. Вот как выразился по этому поводу Джейми: «Забавно, но людям неудобно спрашивать, сколько у тебя денег, и поэтому ты можешь обойти этот вопрос».

Они попросили Шналя о встрече, чтобы задать ему несколько вопросов перед тем, как вложить деньги. «Но на самом деле мы хотели проверить, похож ли он на мошенника», — объясняет Чарли. И Шналь показался им абсолютно искренним человеком. Кстати сказать, он приобретал акции собственной компании. Беседа со Шналем убедила их в том, что разногласия Capital One с регулирующими органами не стоили и выеденного яйца и что компания действовала честно. «Мы пришли

к выводу, что они могли оказаться аферистами, но, скорее всего, не были ими», — резюмирует Джейми.

Благодаря последующим событиям Джейми и Чарли практически случайно выработали собственный оригинальный подход к финансовым рынкам, который вскоре помог им разбогатеть. Через шесть месяцев после объявления о разногласиях между компанией и Федеральной резервной системой и Управлением надзора за сберегательными учреждениями акции Capital One торговались в узком диапазоне в районе \$30 за штуку. За подобной стабильностью скрывалась очевидная неопределенность. Таковую цену нельзя считать подходящей для Capital One. Если компания занималась махинациями, ее акции ровным счетом ничего не стоили, а если была кристально честной, как считали Чарли и Джейми, то цена им \$60 за штуку. Джейми Май только что прочел книгу Джоэля Гринблатта «Ты можешь стать гением фондового рынка». Именно автор этой книги подтолкнул Майка Бэрри к созданию собственного хедж-фонда. В конце книги Гринблатт рассказывал, как заработал кучу денег с помощью производного инструмента, называемого LEAPS (Long-term Equity Anticipation Security — долгосрочные опционы на акции). Он позволял покупателю приобретать акции по фиксированной цене в течение определенного периода времени. В определенные моменты, пояснял Гринблатт, покупать опционы на акции разумнее, нежели покупать сами акции. Подобные заявления в мире стоимостных инвесторов звучали ересью. Старомодные стоимостные инвесторы сторонились опционов, поскольку те требовали умения предугадывать моменты изменения цен недооцененных акций. Гринблатт изложил свою точку зрения: если стоимость акций заметно меняется в зависимости от будущего события с точно известной датой (дата слияния, например, или дата судебного заседания), стоимостный инвестор может с чистой совестью использовать опционы для выражения своей позиции. Эта мысль навела Джейми на одну идею: купить долгосрочный опцион на покупку акций Capital One. «Это происходило примерно так: «О, только взгляните. Эти обыкновенные акции кажутся интересными. Но, черт возьми, посмотрите на цены этих опционов!»»

Право приобрести акции Capital One по \$40 в любое время в течение последующих двух с половиной лет стоило чуть более \$3. В этом не было смысла. Проблемы Capital One с регулирующими органами так или иначе должны были разрешиться в течение ближайших месяцев. После этого акции либо подскочат до \$60, либо упадут до нуля. Проанализировав модель, используемую Уолл-стрит для оценки LEAPS (модель ценообразования опционов Блэка — Шоулза), Джейми выявил в ней несколько странных допущений. Она, в частности, предполагала нормальное, колоколообразное, распределение будущих цен акций. Если акции Capital One торговались по \$30 за штуку, то в соответствии с моделью за последующие два года акции должны подняться скорее до \$35, чем до \$40, и скорее до \$40, чем до \$45, и т. д. Данное допущение казалось разумным только тем, кто ничего не знал о компании. Модель не учитывала самого главного: неизбежное изменение курса акций Capital One, когда оно произойдет, будет скачкообразным.

Cornwall Capital Management незамедлительно приобрела 8000 LEAPS. Ее потенциальные убытки сводились к \$26 000, которые компания заплатила за возможность покупать акции. Потенциальная прибыль теоретически ничем не ограничивалась. Вскоре после того как Cornwall Capital сделала ставки, регулирующие органы реабилитировали Capital One, курс ее акций тут же вырос и опционная позиция Cornwall Capital стоимостью \$26 000 превратилась в \$526 000. Как говорит Чарли: «Мы были на взводе».

«Мы не могли поверить, что эти долгосрочные опционы нам продали так дешево, — рассказывает Джейми. — И решили еще разжиться такими же».

Эта стратегия моментально зарекомендовала себя фантастически прибыльной: начинаешь с дешевого опциона на покупку или продажу каких-нибудь корейских акций, свиной грудинки или валюты страны третьего мира, — чего угодно, главное, чтобы стоимость этого «чего угодно» могла вскоре кардинально измениться, — а затем переходишь к тому, на что ты получил право купить или продать. Опционы идеально соответствовали характерам обоих молодых людей, у которых

никогда и ни в чем не было абсолютной уверенности. Им казалось, что люди, а заодно и рынки чересчур уверены в том, что по своей сути является неопределенным. По мнению обоих, люди, а заодно и рынки редко присваивают адекватную вероятность маловероятным событиям. Оба с трудом выражали собственные взгляды, зато быстро реагировали на ошибочные, по их мнению, взгляды других. Стоило им напасть на соблазнительный, пусть и рискованный, вариант, один из них тут же сел за разработку подробной презентации, снабженной слайдами PowerPoint. Правда, показывать эти презентации было некому: ребята составляли их только для себя и для проверки на правдоподобность. Они выходили на рынок только в поисках чего-нибудь грандиозного, на что можно сделать небольшую ставку и получить большую прибыль. Джейми и Чарли ровным счетом ничего не знали о корейских акциях или валютах стран третьего мира, но это было и не нужно. Если выпадает возможность сделать дешевую ставку на движение цены какой-нибудь ценной бумаги, то по поводу деталей можно проконсультироваться со специалистом. «Вот такой подход мы выбрали, — говорит Джейми Май. — Полагаться на работу умных людей, которые знают гораздо больше нашего».

За успехом с Capital One последовал неменьший успех с United Pan-European Cable, европейским оператором кабельного телевидения, пребывающим в бедственном положении. В этот раз в их распоряжении было больше денег, поэтому они открыли позицию на \$500 000 в опционах колл, стоимость которых совершенно не соответствовала рыночной. Когда UPC выбралась из кризиса, их прибыль составила \$5 млн. «Теперь игра нас действительно захватила», — вспоминает Джейми. Затем они сделали ставку на компанию, поставляющую кислородные баллончики на дом больным людям. Ставка в \$200 000 быстро превратилась в \$3 млн. «Три попадания из трех, — замечает Чарли. — Невероятно. Думаю, впервые я подумал, что этим делом мог бы долго заниматься».

Джейми и Чарли столкнулись либо с серьезным дефектом современных финансовых рынков, либо с самой потрясающей серией удач. Что характерно, однозначный ответ на этот вопрос

они дать не могли. Как выразился Чарли, «довольно трудно распознать, когда тебе везет, а когда ты принимаешь умные решения». По их прикидкам, статистически достоверные результаты накопятся не раньше, чем к глубокой старости, и поэтому они не забивали себе голову вопросом, действительно ли они так умны, или им просто везет. В любом случае их познания, в особенности в области финансовых опционов, были довольно скудными. В помощь они наняли студента с кафедры статистики Калифорнийского университета в Беркли, однако тот сбежал после того, как ему поручили изучить рынок фьючерсов на свиную грудинку. «Он, как выяснилось, был вегетарианцем, — говорит Джейми. — У него вообще с капитализмом отношения не складывались, а свиная грудинка окончательно выбила парня из колеи». Им пришлось самостоятельно постигать сложнейшую финансовую теорию. «Мы подолгу возились с моделью Блэка — Шоулза и сравнивали результаты, которые получались при изменении различных допущений», — рассказывает Джейми. Больше всего их потрясло то, насколько легко благодаря этой модели можно было спекулировать в ситуациях всего с двумя вариантами исхода. Если в следующем году акции будут стоить \$100 за штуку или не будут стоить вообще ничего, глупо покупать годовой опцион на покупку акций по цене \$50 за штуку за \$3. Тем не менее рынок частенько вытворял нечто подобное. Для оценки деривативов на триллионы долларов Уолл-стрит использовала модель, представлявшую финансовый мир упорядоченным непрерывным процессом. Однако этот мир был далек от постоянства: он изменялся скачкообразно и зачастую совершенно неожиданно.

Свой подход они, самостоятельно или с чьей-то подачи, окрестили *событийным инвестированием*. Но для того, чем они занимались, название казалось слишком уж серьезным. Однажды Чарли заинтересовался рынком фьючерсов на этанол. Он мало что знал об этаноле, но прочел, что тот субсидируется правительством в размере 50 центов на галлон и поэтому должен торговаться на 50 центов дороже, чем бензин, что реально и делалось. Однако в начале 2005 года, когда Чарли положил на него глаз, этанол торговался на 50 центов дешевле бензина. Почему,

он так и не узнал, зато купил фьючерсов на две цистерны этанола и дал объявление в *Ethanol Today*, журнале, о существовании которого он ранее даже не подозревал. К дикому раздражению брокера Cornwall им пришлось оставить цистерны с этанолом на каком-то складе в Чикаго — и все ради суммы, которую брокер счел абсурдно маленькой. «Сложность администрирования того, что мы делали, не соответствовала нашим активам, — говорит Чарли. — При нашем размере не торгуют разными классами активов».

«Наши поступки могли навлечь гнев любых инвесторов, — замечает Джейми. — Но на нас инвесторы не гневались, потому что у нас их просто не было».

Джейми и Чарли подумывали о том, чтобы передать заработанные деньги в управление какому-нибудь квалифицированному, дипломированному, проверенному, безусловно честному профессиональному инвестору. Несколько недель они рыскали по Нью-Йорку и знакомились с менеджерами хедж-фондов. «Их послушать, так все у них классно, — говорит Джейми, — а посмотришь на показатели, так прибыли совсем нет». Поэтому они решили и дальше инвестировать деньги самостоятельно. Через два года после основания компании они имели \$12 млн и перебрались из сарая в Беркли в офис на Манхэттене, сняв помещение в студии в Гринич-виллидж, принадлежавшей художнику Джулиану Шнабелю.

Свой счет они перевели из Schwab в Bear Stearns. Они мечтали иметь дело с крупной торговой фирмой с Уолл-стрит и сказали об этом бухгалтеру. «Он был знаком с Эйсом Гринбергом и мог представить нас. Мы были в восторге, — рассказывает Чарли. — Бывший председатель совета директоров и генеральный директор Bear Stearns и легенда Уолл-стрит, Гринберг продолжал работать в компании и выступал в качестве брокера для особых инвесторов. Когда Cornwall Capital перевела свои активы в Bear Stearns, на брокерских отчетах, понятное дело, появилось имя Эйса Гринберга.

Их первое знакомство с крупной фирмой с Уолл-стрит, как и все предыдущие приключения на финансовых рынках, оказалось удивительным, но решительно необъяснимым. Они

стали клиентами Эйса Гринберга, даже не встречаясь с ним лично. «Мы никак не могли понять, как же Гринберг стал нашим брокером, — недоумевает Чарли. — Нас же никто не знал. И лично знакомы мы с ним не были». С каждой попыткой переговорить с Гринбергом ситуация становилась все загадочнее и загадочнее. У них вроде как имелся номер его телефона, но на звонки всегда отвечал кто-то другой. «Ужасно странно, — признается Чарли. — Иногда трубку снимал Эйс Гринберг, но каждый раз отделялся одной и той же фразой: “Подождите”. Потом подходила секретарь и принимала наш заказ».

В конце концов им удалось договориться о личной встрече с легендой Уолл-стрит. Встреча, однако, оказалась настолько короткой, что они даже не поняли, действительно ли это был Эйс Гринберг или актер, который выдавал себя за Эйса Гринберга. «Нас запустили внутрь на 30 секунд, буквально на 30 секунд, а потом бесцеремонно вытолкали за дверь», — говорит Джейми. Эйс Гринберг оставался их брокером. Просто они никогда не общались лично.

«Вся эта история с Эйсом Гринбергом до сих пор для нас полная загадка», — признается Чарли.

Человек, которого они между собой называли «актер, играющий Эйса Гринберга», не сумел разрешить стоящую перед ними серьезную проблему. Для них, мелких частных инвесторов, фирмы с Уолл-стрит оставались тайной за семью печатями. «Я еще ни разу не видел банк изнутри, — признается Чарли. — И могу только представлять происходящее там по рассказам других». Для тех операций, которые они хотели осуществлять, им нужно было выглядеть в глазах крупных фирм с Уолл-стрит инвесторами, знающими все ходы и выходы на Уолл-стрит. Вот что говорит об этом Джейми: «Частные инвесторы — это люди второго сорта. Их участь — худшие цены, худшее обслуживание, все только самое худшее».

Мысль начала приобретать материальные формы с появлением нового соседа Джейми в Беркли по имени Бен Хокетт. Хокетт, которому было 30 с небольшим, девять лет продавал, а затем торговал деривативами для Deutsche Bank в Токио. Бена, как и Джейми с Чарли, окружала плотная приторная

аура изгоя. «Карьеру я начинал 22-летним холостяком. Теперь у меня есть жена, ребенок и собака. Я терпеть не могу свою работу и, возвращаясь по вечерам домой, сам себе противен. Не хочу быть таким отцом для своего ребенка. Меня постоянно грызет мысль: “Надо что-то менять”». Когда он собрался увольняться, руководство Deutsche Bank потребовало перечислить все претензии с его стороны. «Я заявил, что не люблю ходить в офис, не люблю носить костюмы, не люблю жить в большом городе. А они в ответ: “Ну и чудесно”». Руководство позволило ему носить, что захочется, жить, где заблагорассудится, и работать, где удобнее, — но при этом оставаться сотрудником Deutsche Bank.

Бен переехал из Токио в район залива Сан-Франциско вместе с \$100 млн от Deutsche Bank, на которые стал торговать из уютного дома в Беркли-Хиллз. Он не без основания предполагал, что в Беркли никто, кроме него, не обращает внимание на арбитражные возможности рынка кредитных деривативов. Соседство с человеком, собирающим по всему миру долгосрочные опционы на финансовые бедствия, явилось для него полной неожиданностью. У Бена и Джейми вошло в привычку выгуливать вместе собак. Джейми забрасывал Бена вопросами об устройстве и функционировании крупных фирм с Уолл-стрит и загадочных финансовых рынков и в конце концов уговорил того уволиться из банка и присоединиться к Cornwall Capital. «Просидев три года в комнате в полном одиночестве, я подумал, что было бы неплохо поработать с людьми», — поясняет Бен. Уйдя из Deutsche Bank, он присоединился к охоте на катастрофы и бедствия, но вскоре снова остался в одиночестве. Как только Чарли обзавелся деньгами, он перебрался обратно на Манхэттен; через некоторое время за ним последовал Джейми, расставшийся к тому моменту со своей девушкой.

Это был союз на редкость одинаково мыслящих людей. Бен разделял мнение Чарли и Джейми о том, что люди и рынки недооценивают вероятность кардинальных перемен, однако в своих взглядах он на шаг опережал напарников. Чарли и Джейми интересовала преимущественно вероятность катастроф на финансовых рынках. Бен же, помимо этого, толику внимания уделял

вероятности катастроф в реальной жизни. Люди преуменьшают эту вероятность, полагал он, поскольку предпочитают о ней не думать. И на рынках, и в жизни люди в экстремальных ситуациях выбирают одну из двух реакций: беги или борись. «Бороться — это: “Я во всеоружии”, — говорил он. — Бежать — это: “Мы все обречены, поэтому я ничего не могу с этим сделать”». Чарли и Джейми принадлежали ко второму типу. Когда он упомянул о том, что из-за глобального потепления уровень моря может подняться на 20 футов, те лишь пожали плечами и заметили: «Я ничего не могу изменить, так какой смысл тревожиться?» и «Я бы предпочел умереть к тому моменту, как это случится».

«Два холостяка на Манхэттене, — говорит Бен. — Из таких: “Если у нас нет возможности жить на Манхэттене, лучше не жить вообще”». Его удивляло, что Чарли и Джейми, настолько ясно осознавшие вероятность радикальных перемен на финансовых рынках, не видели аналогичной вероятности за их пределами. «Я стараюсь подготовиться сам и подготовить детей к непредсказуемым условиям жизни», — как-то сказал Бен.

Чарли и Джейми предпочитали, чтобы Бен держал свои апокалипсические предсказания при себе. Они навевали тоску. Никого не интересовала новость о том, что Бен обзавелся маленькой фермой в деревенской глуши, к северу от Сан-Франциско, где не было дорог и где на маловероятный случай конца света в достаточном количестве произрастали овощи и фрукты. Однако Бен не мог молчать, тем более что его мрачное мировоззрение лежало в основе инвестиционной стратегии: вероятность катастроф и бедствий была неизменной темой их бесед. Однажды в телефонном разговоре с Беном Чарли заметил: «Ты не приемлешь ни малейшего риска, но при этом живешь в доме на вершине горы, которая находится на линии разлома, и это в период, когда рынок жилья испытывает небывалый подъем». «Он ответил: “Мне пора” — и повесил трубку, — вспоминает Чарли. — Мы примерно два месяца не могли с ним связаться».

«После телефонного разговора я понял, что должен продать дом. Немедленно», — поясняет Бен. Его дом оценивался в миллион долларов и, возможно, даже дороже, а арендная плата

не превышала \$2500 в месяц. «Он продавался в 30 раз дороже совокупной арендной платы, — говорит Бен. — Основное правило: покупаешь за 10, продаешь за 20». В октябре 2005 года он вместе с семьей переехал в съемный дом, подальше от линии разлома.

Бен считал Чарли и Джейми не профессиональными инвестиционными менеджерами, а скорее дилетантами, или, по его собственным словам, «парочкой башковитых ребят, балующихся игрой на рынке». Однако их стратегия покупки дешевых билетов на игру с ожидаемым финансовым кризисом нашла отклик в его душе. Вряд ли ее можно было считать безошибочной, скорее наоборот, она давала сбои гораздо чаще, чем положительные результаты. Иногда ожидаемый кризис так и не случался, иногда они вообще действовали наобум. Однажды Чарли наткнулся на странное, по его мнению, ценовое несоответствие на рынке фьючерсов на бензин. Он быстро купил один контракт на бензин, продал другой и получил вроде бы безрисковую прибыль. Правда, потом выяснилось, что один контракт был на неэтилированный бензин, а второй на самом деле — на дизельное топливо. В другом случае верной была посылка, но неправильным вывод. «Однажды Бен позвонил мне и заявил: “Знаешь, мне кажется, в Таиланде грядет переворот”, — рассказывает Джейми. — В газетах ничего не писали о перевороте, это была настоящая сенсация. Я засомневался: “Да ладно, Бен, бредовая идея, не будет там никакого переворота. И вообще, с чего ты взял? Ты же сейчас в Беркли!”» Бен поклялся, что информация надежная — от одного бывшего коллеги из Сингапура, который в курсе всего происходящего в Таиланде. Он говорил так убедительно, что они купили на удивление дешевые трехмесячные путы (опционы на продажу) на тайский бат. Через неделю военные власти свергли избранного премьер-министра. Тайский бат даже не шелохнулся. «Мы предсказывали переворот, и мы потеряли деньги», — признается Джейми.

Из-за убытков никто особенно не убивался — они являлись частью плана. У них было больше падающих акций, чем растущих, но их убытки, стоимость опционов, по сравнению с прибылью можно было считать смехотворными. О причине своего

успеха Чарли и Джейми могли только догадываться. Зато Бен, который оценивал опционы для крупной фирмы с Уолл-стрит, знал, чем он объясняется: финансовые опционы неправильно оценивались. Рынок часто недооценивал вероятность резкого движения цен. Рынок опционов, как правило, уповал на то, что отдаленное будущее станет больше походить на настоящее, чем оказывалось в действительности. Стоимость опциона зависела от волатильности лежащих в его основе акций, валюты или товара, а при оценке будущей волатильности акций, валюты или товара рынок опционов опирался на недавнее прошлое. Когда акции IBM торгуются по \$34 за штуку и последний год болтаются вверх и вниз вокруг этого уровня, опцион на покупку акций по \$35 редко является недооцененным. Когда последние два года золото торгуется на уровне \$650 за унцию, опцион на покупку по \$2000 за унцию в любой момент на протяжении следующих 10 лет вполне может быть серьезно недооценен. Чем дольше срок действия опциона, тем нелепее результаты, генерируемые моделью Блэка — Шоулза, и тем больше благоприятных возможностей открывается для людей, которые ею не пользуются.

Как ни странно, но именно из-за Бена, наименее коммуникабельного из всей троицы, сторонние наблюдатели воспринимали Cornwall Capital как традиционного институционального инвестора. Он знал механику торговых залов на Уолл-стрит и понимал, во что обходится Чарли и Джейми их образ несерьезных инвесторов или, как выразился сам Бен, образ «гаражного хедж-фонда». Самыми долгосрочными опционами, доступными индивидуальным инвесторам на публичных биржах, были LEAPS, опционы на обыкновенные акции на два с половиной года. Однажды Бен предложил Чарли и Бену: «Знаете, если бы вы проявили себя серьезными институциональными инвесторами, то могли бы позвонить в Lehman Brothers или Morgan Stanley и купить восьмилетние опционы на все что угодно. Как вам нравится такая перспектива?»

Очень даже нравилась! Они спали и видели, как напрямую работают с источником самых, по их мнению, недооцененных опционов: самыми прожженными отделами торговых

операций Goldman Sachs, Deutsche Bank, Bear Stearns и прочих банков. *Охотничья лицензия*, так они это называли. Охотничья лицензия имела вполне определенное название — ISDA. Это были те самые контракты, придуманные Международной ассоциацией по свопам и деривативам (ISDA), которые хотел иметь Майк Бэрри, прежде чем приобретать первые дефолтные свопы. Имея контракт ISDA, вы теоретически могли работать с крупными фирмами с Уолл-стрит, если уж не на равных, то хотя бы как взрослый. Впрочем, была одна заковыка: несмотря на успешные операции, денег у нашей троицы водилось не много. Что еще хуже, все деньги были их собственными. По меркам Уолл-стрит, они в лучшем случае попадали под категорию «лиц с крупным капиталом». Богатых людей. Богатые люди удостаивались более качественного обслуживания на Уолл-стрит, чем представители среднего класса, но все равно считались лицами второго сорта по сравнению с институциональными инвесторами. Более того, богатым людям не предлагали покупать и продавать эзотерические ценные бумаги, например дефолтные свопы, которые не торговались на открытых биржах.

К началу 2006 года Cornwall Capital довела свои ресурсы почти до \$30 млн, но для отделов, продававших дефолтные свопы, даже эта сумма представлялась смехотворной. «Мы позвонили в Goldman Sachs, — рассказывает Джейми, — но было совершенно очевидно, что они не желают иметь с нами дело. В Lehman Brothers над нами просто посмеялись. Перед нами возникла неприступная крепость, и нужно было либо перелезть через стену, либо сделать подкоп». «J. P. Morgan отказался работать с нами как с клиентами, — замечает Чарли. — По их словам, мы доставляли слишком много хлопот». А ведь так и было! Располагая мизерными суммами, они требовали внимания, как взрослые. «Мы хотели покупать у Deutsche Bank опционы на платину, — говорит Чарли, а они нам: “Извините, мы не можем их вам продать”». Уолл-стрит вынуждает вас платить за самостоятельное управление своими деньгами, вместо того чтобы платить за это постороннему человеку. «Мы никому не были нужны, — говорит Джейми. — К кому мы только

ни обращались: чтобы ты был интересен, тебе нужно оперировать как минимум сотней миллионов долларов».

Звоня в UBS, крупный швейцарский банк, они знали уже достаточно, чтобы промолчать, когда сотрудник на другом конце провода поинтересовался, сколько денег предполагается инвестировать. «Мы научились отмалчиваться», — рассказывает Джейми. Именно поэтому на отказ у UBS ушло чуть больше времени, чем у остальных. «Он забрасывает вопрос: “Сколько вы продаете в короткую?” — вспоминает Чарли. — Но мы особо в подробности не вдаемся. Тогда он спрашивает: “Как часто вы торгуете?” Мы отвечаем: не очень, мол, часто. Следует долгая пауза. А потом: “Я переговорю с начальством”. Звонка от них мы так и не дождались».

Ничего не дали и переговоры с Morgan Stanley, Merrill Lynch и всеми прочими. «Все как один просили показать маркетинговые материалы, — рассказывает Чарли, — а мы отвечали: “А у нас ничего такого нет”. Тогда они просили показать проспекты, но у нас не было никаких проспектов, потому что мы не работали с чужими деньгами. Под конец они просили показать наши деньги. На что мы отвечали: “Ну, у нас их не так чтобы очень много”. Тогда они просили прислать наши резюме». Если бы Чарли и Джейми хоть каким-то боком были связаны с миром управления денежными средствами, — по прошлой работе, например, — их притязания были бы более обоснованны, но никаких связей у них тоже не имелось. «Разговор всегда заканчивался одним вопросом: “Так что же у вас есть?”»

Наглость. Плюс \$30 млн, которыми они хотели и могли распоряжаться по собственному усмотрению. Плюс бывший трейдер по деривативам с пессимистическими взглядами на жизнь, который прекрасно разбирался в правилах крупных фирм с Уолл-стрит. Джейми и Чарли два года пытались заполучить ISDA, но они не знали, как это нужно делать, — говорит Бен. — Они даже и аббревиатуры-то такой не слышали — ISDA».

Чарли так и не понял, каким образом Бену удалось убедить Deutsche Bank, по правилам которого институциональным считался инвестор, распоряжающийся \$2 млрд, включить Cornwall Capital в свою «институциональную платформу». По заверениям

Бена, нужно было только знать, кому звонить и какими словами излагать предложение. Вскоре команда из Deutsche Bank согласилась посетить Cornwall Capital, чтобы проверить, достойны ли они чести называться институциональным клиентом Deutsche Bank. «Бен сделал невозможное», — комментирует Чарли.

В Deutsche Bank действовала программа КУС (Know Your Customer — знай своего клиента). Программа эта, хотя и не предусматривала ничего радикальнее знакомства с клиентами, все-таки требовала от сотрудников личных встреч, по крайней мере однажды. Услышав о своем участии в программе КУС, Чарли и Джейми впервые задумались о том, что офис в студии Джулиана Шнабеля в подозрительной части Гринич-виллидж наверняка вызовет массу вопросов, но не даст никаких ответов. «Офис выглядел довольно непрезентабельно», — как мягко замечает Джейми. Сверху несло свежей краской, снизу доносились звуки какого-то производства. «Перед их приходом я только и думал: “Если они зайдут в туалет, мы пропали”», — вспоминает Чарли. Крошечный офис Cornwall Capital, приютившийся в большом здании, мало чем напоминал финансовое учреждение: мрачная задняя комната с красными кирпичными стенами выходила окнами в маленький дикий садик, который ассоциировался скорее со сценами соблазна, чем с покупкой дефолтных свопов. «Во время их визита не обошлось без конфуза из-за того, что внизу работала портниха и наши гости хорошо ее слышали», — вспоминает Джейми. Но никому из сотрудников Deutsche Bank не понадобился туалет, так что Cornwall Capital Management получила свой ISDA.

В этом контракте, напечатанным мелким шрифтом, перечисление обязанностей Cornwall Capital по отношению к Deutsche Bank занимало гораздо больше места, чем описание обязанностей Deutsche Bank по отношению к Cornwall Capital. Если Cornwall Capital заключает сделку с Deutsche Bank и она приносит прибыль, Deutsche Bank не обязан предоставлять обеспечение. Cornwall остается только надеяться, что Deutsche Bank сможет рассчитаться по долгам. С другой стороны, если сделка

оборачивается против Cornwall Capital, то компания должна покрывать убытки на ежедневной основе. В тот момент ни Чарли, ни Джейми, ни Бена особенно не тревожило ни данное условие, ни аналогичные условия в контрактах ISDA, заключенных с Bear Stearns. Они были на седьмом небе от счастья, потому что им позволили покупать дефолтные свопы у Грега Липпманна.

И что дальше? Молодые люди торопились, — кто знает, сколько просуществует подобная возможность, — но тем не менее несколько недель провели в спорах друг с другом. Презентация Липпманна казалась им настолько же непонятной, насколько увлекательной. Cornwall Capital никогда ранее не продавала и не покупала ипотечные облигации, но они прекрасно понимали, что дефолтные свопы являются ничем иным, как финансовым опционом. Ты платишь небольшую премию и, если достаточное число низкокачественных заемщиков оказывается не в состоянии погашать ипотечные кредиты, становишься богатым человеком. В этом случае, однако, тебе предлагают дешевый билет на драму, которая просто не может не состояться.

Они устроили очередную презентацию для самих себя. «Мы анализировали эту сделку и думали: такого попросту не бывает, — говорит Чарли. — С чего это вдруг нам позволили купить дефолтные свопы на транши класса «три В» низкокачественных ипотечных облигаций так дешево? Кто в здравом уме готов за 200 базисных пунктов брать на себя такой риск? Это смехотворно низкая цена. Ерунда какая-то». Наступил октябрь 2006 года. Несколькими месяцами ранее цены на дома впервые начали снижаться. Через пять недель, 29 ноября, ABX, индекс низкокачественных ипотечных облигаций, отразил первые невыплаты процентной ставки. Заемщики не могли производить процентные платежи в объеме, достаточном для погашения самых рискованных облигаций. Лежащие в их основе ипотечные кредиты становились проблемными, но стоимость облигаций, однако, нисколько не изменилась. «Именно это и вызывало удивление, — говорит Чарли. — Они уже становились проблемными. И мы продолжали задаваться вопросом: “Кто же стоит на другой стороне сделки?” Единственный ответ, приходивший

на ум, — CDO». Отсюда вытекал новый вопрос: кто или что такое, эти CDO?

Обычно, выходя на новый рынок, т. е. отыскав потенциальную катастрофу, на которую стоило сделать ставку, они обращались к эксперту, выступавшему в качестве проводника в теоретических дебрях. Этот рынок был настолько плохо им знаком, что на поиски эксперта ушло больше времени, чем обычно. «Я имел какое-то представление о ценных бумагах, обеспеченных активами, — признается Чарли. — Но CDO оставались для меня тайной за семью печатями». В конце концов они осознали, что на рынке облигаций язык служил иным целям, нежели в остальном мире. Терминология рынка облигаций была призвана не передавать смысл, а запутывать неспециалистов. Переоцененные облигации назывались не «дорогими», а «стоящими», что звучало чуть ли не как рекомендация к покупке. Этажи низкокачественных ипотечных облигаций назывались не этажами — или любым другим термином, позволяющим покупателю сформировать конкретный образ, — а траншами. Нижний транш — рискованный первый этаж — именовался мезонином, благодаря чему меньше походил на рискованные инвестиции и больше на привилегированную ложу на стадионе. CDO, состоявшие исключительно из самого рискованного мезонинного слоя низкокачественных ипотек, назывались не облигациями, обеспеченными низкокачественными долговыми обязательствами, а «структурированными CDO». «Расхождения в терминах порождали немалую путаницу, — говорит Чарли. — Пытаясь во всем разобраться, мы поняли, почему не видим в этом смысла. Потому что в этом не было никакого смысла».

Рынок низкокачественных ипотечных кредитов обладал особым талантом темнить там, где нужна была ясность. Облигация, полностью обеспеченная низкокачественными ипотечными кредитами, например, называлась не низкокачественной ипотечной облигацией. Она именовалась ABS, или ценной бумагой, обеспеченной активами. Когда Чарли поинтересовался в Deutsche Bank, какими конкретно активами обеспечиваются ABS, ему вручили целый список аббревиатур — RMBS, HEL, HELOC, Alt-A, а также перечень категорий кредитов,

о существовании которых он даже не догадывался («мидпрайм», т. е. кредиты со средним риском). RMBS расшифровывалась как ценные бумаги, обеспеченные жилищной ипотекой. HEL обозначала кредиты под залог жилья. HELOC — кредитные линии под залог жилой недвижимости. За Alt-A стояли паршивые ипотечные кредиты, для которых даже не требовалось предоставления полного пакета документов, подтверждающих доход заемщика например. Буква «А» присваивалась наиболее кредитоспособным заемщикам; таким образом, Alt-A, «альтернативные А-кредиты», надо понимать, были альтернативой наиболее надежным кредитам. В подобной формулировке определение выглядит гораздо подозрительнее. Как правило, любой кредит, маскируемый аббревиатурой, можно было уверенно называть низкокачественным, но рынок облигаций не стремился к ясности. Термин «мидпрайм» воплощал триумф языка над правдой. Какой-то лукавый делец с рынка облигаций окинул взглядом беспорядочное разрастание рынка низкокачественных ипотечных кредитов — так амбициозный застройщик окидывает взглядом районы Окленда — и нашел возможность представить некоторые территории в новом, более выгодном свете. На окраине Окленда появился район под названием Рокридж, который выдавался за отдельный город. В силу того что Рокридж отказывался называться частью Окленда, дома в этом районе стоили дороже. Внутри рынка низкокачественных ипотечных кредитов образовалась аналогичная прослойка под названием «мидпрайм». Рынок кредитов со средним качеством одновременно и являлся и каким-то необъяснимым образом не являлся рынком низкокачественных кредитов. «Через некоторое время я понял, что все облигации были нашпигованы одним и тем же, — говорит Чарли. — Фирмы с Уолл-стрит вынуждали рейтинговые агентства принимать разные наименования с тем, чтобы они выглядели как диверсифицированные пулы активов».

Чарли, Джейми и Бен вышли на рынок низкокачественных ипотечных кредитов с намерением по примеру Майка Бэрри и Стива Айсмана играть на понижение наихудших низкокачественных облигаций. Они быстро поняли тонкости

использования скоринга FICO, отношения размера кредита к стоимости обеспечения, скрытых вторых ипотек, безумных выходов Калифорнии и Флориды и шокирующе оптимистичной структуры самих облигаций. Для того чтобы транш класса «три В минус», нижний этаж здания, обесценился до нуля, убытки по обеспечивающему его пулу должны были составить всего 7%. Но их действия заметно отличались от того, что делали другие участники игры на понижение рынка низкокачественных ипотечных кредитов. И принесли им в конечном итоге больше прибыли. Они играли на понижение верхних этажей — траншей CDO класса «два А».

Уже задним числом они осознали, что обладают двумя преимуществами. Во-первых, на этот рынок они вышли поздно, непосредственно перед самым крахом, после других инвестиционных менеджеров. «Мы могли действовать быстро, поскольку опирались на подробный анализ, который нам самим не нужно было проводить», — поясняет Чарли. Во-вторых, немалую роль сыграл их донкихотский подход к финансовым рынкам. Они сознательно выбирали рискованные сделки. Они прочесывали рынок в поисках сделок, которые при реальных шансах на проигрыш 10:1 оценивались так, словно шансы составляли 100:1. «Мы искали рычаг, который не мог обернуться против нас, — говорит Чарли. — Рычаг необходим для усиления эффекта. Ты берешь лом, и небольшое нажатие превращается в сильное воздействие. Нам требовалась ситуация, где небольшие изменения в окружающем мире приводили к гигантским изменениям стоимости».

И тут появляются CDO. Возможно, они и понятия не имели, что такое CDO, но подсознательно были к ним готовы, поскольку небольшие изменения в окружающем мире вызывали гигантские изменения в стоимости CDO. CDO, в их представлении, были кучей ипотечных облигаций с рейтингом «три В». По сговору с рейтинговыми агентствами фирмы с Уолл-стрит выдавали эту кучу за диверсифицированный набор активов, но тот, кто имел глаза, видел: стоит одной низкокачественной ипотеке класса «три В» стать проблемной, как в проблемные превратятся и остальные, поскольку все они чувствительны

к одним и тем же экономическим факторам. Дефолты по низкокачественным ипотечным кредитам во Флориде происходят по тем же причинам и в то же время, что и дефолты по низкокачественным ипотечным кредитам в Калифорнии. Тем не менее 80% CDO, состоявших исключительно из облигаций класса «три В», имели более высокий рейтинг: «три А», «два А» или просто «А». Чтобы уничтожить нижний этаж здания — любую облигацию класса «три В», достаточно было 7%-ных убытков по базисному пулу жилищных кредитов. Те же 7%-ные убытки должны были уничтожить и любую CDO, состоявшую из облигаций класса «три В», независимо от присвоенного ей рейтинга. «Чтобы разобраться, нам потребовалось несколько недель, ведь во всем этом царил такая путаница, — говорит Чарли. — Но чем лучше мы понимали истинную сущность CDO, тем больше поражались: “Черт возьми, да это же безумие какое-то. Это мошенничество”. Может, этого и не доказать в суде, но вся затея была мошенничеством».

Перед ними открывалась потрясающая возможность: рынок свято верил в собственную ложь. Страховка предположительно надежных CDO с рейтингом «два А» стоила дешевле, чем страховка очевидно рискованных облигаций с рейтингом «три В». Зачем платить 2% в год за ставку на падение облигаций с рейтингом «три В», когда можно за 0,5% в год играть на понижение CDO с рейтингом «два А»? Если они смогут платить в четыре раза меньше за то, что фактически является ставкой на понижение низкокачественных ипотечных облигаций с рейтингом «три В», то заработают в четыре раза больше.

Они обзвонили крупные фирмы с Уолл-стрит, проверяя, не отговорит ли их кто-нибудь от покупки дефолтных свопов на транши CDO класса «два А». «Ситуация казалась совершенно нереальной, — говорит Джейми. — А когда такое происходит, мы всегда стараемся выяснить почему». Сотрудник Deutsche Bank по имени Рич Риццо, работавший на Грега Липпманна, попробовал дать объяснение. В июне 2006 года, всего несколько месяцев назад, был разработан контракт ISDA, который стандартизировал дефолтные свопы на CDO (он отличался от контракта ISDA, стандартизовавшего дефолтные свопы

на ипотечные облигации), пояснил Риццо. Никто еще не покупал дефолтные свопы на CDO класса «два А», что означало отсутствие для них ликвидного рынка. А без ликвидного рынка трудно продать эти свопы в нужный момент или купить их по справедливой цене.

«А еще он говорил, что ситуация никогда не ухудшится настолько, чтобы CDO превратились в проблемные», — вспоминает Чарли.

Cornwall Capital имела иное мнение на этот счет. Ее учредители не были уверены, что объем дефолтов по низкокачественным кредитам будет достаточным для краха CDO. Зато они знали, что в этом также не уверен ни Deutsche Bank, ни кто-либо другой. «Правильная» цена страховки первых убытков по пулам облигаций, обеспеченных пулами сомнительных кредитов, может, и существовала, но она точно не была равной половине процента.

Когда собираешься играть с CDO, неплохо знать, что они представляют собой внутри, а наша тройца этого до сих пор не знала. Главная трудность в процессе сбора информации состояла в том, что большинство инвесторов просто пропускали этот пункт процедуры «дью дилидженс». Каждая CDO содержала сотни различных ипотечных облигаций, которые, в свою очередь, включали тысячи различных кредитов. Было практически невозможно вычленивать конкретные облигации или конкретные кредиты. Даже рейтинговые агентства, которые вроде бы должны были знать больше других, не имели об этом ни малейшего понятия. «Я позвонил в S&P и попросил назвать, что входит в состав CDO, — рассказывает Чарли. — А они мне: “Да-да, мы сейчас это выясняем”». Moody’s и S&P считали эти облигации «три В» диверсифицированными и присваивали им рейтинги, даже не зная, что стоит за ними! Сделки с CDO проводились сотнями (только за последние три года их было выпущено на \$400 млрд), и ни одна облигация, насколько можно судить, должным образом не проверялась. Чарли обнаружил надежный источник данных о содержимом облигаций CDO — компанию по сбору информации Intex. Но Intex ни разу ему не перезвонила, из чего он сделал вывод, что ее не интересуют

мелкие инвесторы. Наконец, он нашел веб-сайт LehmanLive, принадлежавший Lehman Brothers\*.

Из сведений на LehmanLive также нельзя было определить точное содержимое CDO, но они позволяли по крайней мере составить примерное представление о ее основных характеристиках: в частности, в каком году выпущены обеспечивающие ее облигации и сколько из этих облигаций обеспечено низкокачественными кредитами. Проецируя информацию на красную кирпичную стену студии Джулиана Шнабеля, Чарли и Джейми выискивали две характерные категории: CDO с наибольшей долей облигаций, обеспеченных исключительно свежими низкокачественными ипотечными кредитами, и CDO, содержащие наибольшую долю других CDO. У CDO была еще одна любопытная особенность: зачастую их использовали просто для переупаковки траншей других CDO, предположительно тех, что трудно продавались. Еще больше удивлял кругооборот этих облигаций: CDO «А» содержали толику CDO «В», CDO «В» содержали толику CDO «С», а CDO «С» содержали толику CDO «А»! Получалось, что выискивать плохие облигации в CDO — все равно что вычерпывать дерьмо из туалетной кабинки: вопрос не в том, найдете ли вы нужное вам, а в том, как быстро выкачаете достаточное количество. Их загадочные наименования — Carina, Gemstone, Octans III, Glacier Funding — ничего не говорили ни о содержимом облигаций, ни о создателях, ни о менеджерах. «Все они носили какие-то случайные названия, — говорит Джейми. — Очень многие по непонятной для нас причине назывались так же, как вершины хребта Адирондак».

Они наспех набросали список самого, как им казалось, низкосортного мусора и обзвонили несколько брокеров. От брокеров, работающих с богатыми людьми, не так-то просто перейти к брокерам, которые обслуживали крупных институциональных инвесторов на фондовом рынке. Отказ от услуг фондовых брокеров и завоевание расположения участников рынка

---

\* Даже сейчас, после кончины Lehman Brothers, сайт LehmanLive остается источником-призраком, содержащим данные о многих CDO.

низкокачественных ипотечных облигаций дались не менее тяжело. «Очень многие из тех, кому мы звонили, сразу говорили: “Ребята, а почему бы вам не купить немного акций?”» — рассказывает Чарли. В Bear Stearns не могли поверить, что эти молодые люди, не имеющие денег, намереваются приобрести не просто дефолтные свопы, а дефолтные свопы настолько эзотерические, что их никто больше не покупает. «Помню, я над ними посмеялся», — признается продавец дефолтных свопов из Bear Stearns, который рассматривал их первую заявку.

В Deutsche Bank их поручили 23-летнему продавцу облигаций, у которого в жизни еще не было собственных клиентов. «Я познакомился с Чарли и Джейми только потому, что больше никто в банке не хотел иметь с ними дела, — поясняет молодой человек. — У них было \$25 млн, что для Deutsche Bank равносильно капле в море. Никто не хотел отвечать на их звонки. Сотрудники коверкали название их компании — вроде “О, опять Cornhole Capital на проводе”». И все же Deutsche Bank оказался наиболее лояльным. 16 октября 2006 года они купили у отдела Грега Липпманна \$7,5 млн в дефолтных свопах на транши CDO класса «два А», именовавшихся без всяких видимых оснований Пайн-Маунтин. Через четыре дня Bear Stearns продал им еще \$50 млн. «Оказалось, они знакомы с Эйсом, — удивлялся продавец дефолтных свопов из Bear Stearns. — Поэтому мы заключили с ними сделку».

Чарли и Джейми продолжали обзванивать всех, кто, по их мнению, имел хоть какое-то отношение к новому рынку, в надежде, что этот человек разъяснит все его безумства. Через месяц они, наконец, наняли на работу эксперта, Дэвида Берта. Чтобы дать представление о том, сколько зарабатывают на рынке облигаций, журнал *Institutional Investor* начал составлять список под названием «20 восходящих звезд рынка бумаг с фиксированным доходом». Дэвид Берт составил свой рейтинг доходов участников рынка низкокачественных ипотечных бумаг. Раньше Берт работал на облигационный фонд BlackRock с активами в \$1 трлн, принадлежавший частично Merrill Lynch. Он занимался оценкой низкокачественных ипотечных кредитов. В его обязанности входило выявление потенциально проблемных

облигаций до того, как они станут проблемными. Берт уволился в надежде основать собственный фонд для инвестирования в низкокачественные ипотечные облигации и для осуществления этой цели согласился консультировать чудаков из Cornwall Capital за \$50 000 в месяц. В его распоряжении имелась самая полная информация и модели для ее анализа. Он мог сказать, к примеру, что произойдет с ипотечными кредитами по штатам при различных сценариях изменения цен на жилье. А затем, учитывая полученные прогнозы, он мог определить, что произойдет с конкретными ипотечными облигациями. Оптимальное использование данной информации, по его расчетам, предполагало покупку качественных и продажу некачественных ипотечных облигаций.

Cornwall Capital не особо интересовалась внутренними сложностями. Если ты ждешь полного краха на рынке, отбор лучших ипотечных облигаций представляется пустой тратой времени. Они вручили Берту список CDO, на понижение которых играли, и попросили высказать мнение. «Мы всегда искали людей, которые могли разъяснить нам, почему мы творили то, что творили, — говорит Джейми. — Он этого сделать не смог». Зато Берт сообщил, что они, похоже, первые, кто покупает дефолтные свопы на транши CDO «два А». Не очень обнадеживающе. Они сознавали, что многого еще не понимают на рынке CDO; они выбрали CDO для игры на понижение, и решили действовать более продуманно. «Мы уже бросали дрючки, а тут подумали: “Надо бы целиться поточнее”», — говорит Джейми.

Анализ, представленный Бертом через несколько недель, удивил их не меньше, чем его самого. Отобранные облигации были идеальными. «Он восхитился, дескать, вы, ребята, классно поработали, среди этих CDO полно низкосортных облигаций», — вспоминает Чарли. Правда, они еще не поняли, что облигации в составе CDO на самом деле являлись дефолтными свопами на облигации, и следовательно, эти CDO были не обычными, а синтетическими, и что облигации, лежащие в основе свопов, тщательно отобраны Майком Бэрри, Стивом Айсманом и всеми теми, кто играл на понижение рынка. Им еще во многом предстояло разобраться.

Трудность, как всегда, заключалась в том, чтобы сыграть роль опытного профессионала и при этом не оказаться дураком за покерным столом. К январю 2007 года в своем крошечном 30-миллионном фонде они имели \$110 млн в дефолтных свопах на транши CDO «два А», обеспеченные активами. Продавцы свопов не знали, как их использовать. «Они делали ставки, во много раз превышающие имеющийся у них капитал, — рассказывает молодой брокер из Deutsche Bank. — И работали они с дефолтными свопами на CDO, о которых со знанием дела могли говорить от силы три-четыре человека в банке». Чарли, Джейми и Бен вроде бы понимали, что делали, а вроде бы и нет. «Мы малость помешались на этих сделках, — признается Чарли. — И нам уже не с кем было консультироваться. Но мы так и не могли понять, кто стоит по другую сторону. Мы продолжали искать людей, которые открыли бы нам глаза на наши ошибки. И все еще сомневались, в своем ли мы уме. Потому что все задавали нам один и тот же вопрос: “Вы случайно не лишились рассудка?”»

Оставалось лишь несколько недель до начала кризиса, но они об этом даже не догадывались. В пустом театре, на который они набрели по воле случая, готовилось самое фантастическое драматическое представление из всех виденных ими. Но и об этом им не было известно. Они знали лишь то, что еще многого не знают. Однажды в телефонном разговоре их продавец дефолтных свопов из Bear Stearns упомянул о ежегодной конференции по низкокачественным бумагам, которая должна была открыться через пять дней в Лас-Вегасе. Там собирается весь цвет рынка низкокачественных ипотечных ипотек; их ожидают именные таблички и экскурсия по гостинице Venetian. Bear Stearns запланировал для своих клиентов особое мероприятие на полигоне Вегаса, где те смогут поучиться стрелять из любого оружия, от глока до узи. «Мои родители либералы из Нью Йорка, — говорит Чарли. — И мне не разрешали иметь игрушечное оружие». Вместе с Беном он полетел в Лас-Вегас, чтобы пострелять с Bear Stearns и поискать кого-нибудь, кто мог объяснить, почему не стоит играть на понижение рынка низкокачественных ипотечных кредитов.

## Человек-паук в шикарной гостинице

Айсман играл в гольф совсем не так, как другие обитатели Уолл-стрит. Партия обычно начиналась с всеобщей неловкости на первой площадке «ти», когда Айсман появлялся, всем своим видом нарушая правила приличия гольфиста с Уолл-стрит. На игру в клуб Bali Hai в Лас-Вегасе 28 января 2007 года он пришел в спортивных шортах, футболке и кроссовках. Незнакомые оборачивались; Винни и Дэнни не знали куда деться. «Брось, Стив, — умолял Дэнни человека, формально являвшегося его боссом, — здесь же свой этикет. Ты должен хотя бы надеть рубашку с воротником». Айсман направил свой карт к зданию клуба и купил там толстовку с капюшоном. Толстовка прикрывала футболку, но вид у него был точь-в-точь как у человека, надевшего толстовку, чтобы прикрыть футболку. В толстовке, спортивных шортах и кроссовках Айсман приготовился сделать первый удар. Как и все остальные удары Айсмана, этот первый удар представлял собой скорее намек, нежели категорическое заявление. Недовольный местом приземления мяча, он достал из сумки другой и бросил его в новом, более удобном направлении. Винни направил мяч на фервей, Дэнни — на раф; мяч Стива попал в бункер, Стив протопал по песку, схватил мяч

и швырнул его к мячу Винни. Его сложно было обвинить в мошенничестве, поскольку он не предпринимал ни малейшей попытки скрыть свои действия. Казалось, он даже не заметил ничего необычного в своей манере играть. В девятый раз вытаскивая мяч из песчаной ловушки или делая вид, что не заметил, как тот плюхнулся в воду, Айсман действовал все с той же невозмутимой уверенностью, продемонстрированной им вначале. «Благодаря избирательной памяти у него не остается и следа от прежнего опыта», — замечает Винни. Он играл, как ребенок или как человек, решивший пародировать священный ритуал, что в общем-то одно и то же. «Самое странное, что человек он, в сущности, неплохой», — говорит Дэнни.

После партии в гольф они направились на обед в гостиницу Wynn, устроенный Deutsche Bank. Айсман, впервые оказавшийся на конференции для участников рынка облигаций, не знал, что нужно делать, и предпочел полностью положиться на Грега Липпманна. Липпманн снял отдельный зал в каком-то ресторане и пригласил Айсмана вместе с партнерами на обед, который, как они предполагали, не ограничится одним поглощением пищи. «Даже если у него были честные намерения, за ними обязательно что-то крылось», — говорит Винни. Любой обед, организованный по инициативе Липпманна, преследовал некую скрытую цель — только вот какую?

Как оказалось, у Липпманна возникла очередная проблема: цены на дома в США падали, число дефолтов по низкокачественным кредитам росло, но низкокачественные ипотечные облигации, равно как и стоимость их страховки, держались на одном уровне. В настоящий момент он держал короткую позицию на \$10 млрд в низкокачественных ипотечных облигациях, которая обходилась в \$100 млн в год. И конца этому не было видно. По словам Дэнни, «у него определенно ехала крыша». До сих пор гигантская ставка Липпманна финансировалась инвесторами вроде Стива Айсмана, которые при покупке и продаже дефолтных свопов выплачивали ему вознаграждение. Однако инвесторы стали терять терпение. Некоторые последователи Липпманна подозревали, что Уолл-стрит просто манипулирует рынком низкокачественных ипотечных

облигаций с тем, чтобы дефолтные свопы никогда не окупились. Кое-кто поговаривал, что инвесторы на другой стороне сделки знают нечто, что им неизвестно. Третьи просто устали платить страховую премию в игре на понижение облигаций, замерших на одном месте. Липпманн задумал это масштабное перетягивание каната и собрал команду, которая помогала ему тянуть веревку, но теперь члены команды разбежались в разные стороны. Он боялся потерять еще и Айсмана.

В зале теппаньяки ресторана Okada было четыре своеобразных подиума с большой чугунной жаровней-хибати и своим поваром. У каждого подиума Липпманн усадил по менеджеру хедж-фонда — из тех, кого он втянул в короткую продажу низкокачественных облигаций, и инвесторов, имевших длинные позиции в тех же самых облигациях. Его расчет был таков: менеджеры хедж-фондов должны были увидеть, насколько глупы инвесторы на противоположной стороне, и перестать думать, будто те располагают тайными знаниями. Ловкий ход: Дэнни и Винни не могли отделаться от мысли, уж не они ли дураки за столом Липпманна. «Мы понимали суть рынка низкокачественных кредитов и знали, что эти кредиты становятся проблемными, — говорит Винни. — Но вот механизм рынка облигаций не давал нам покоя. В Вегас мы поехали только потому, что хотели понять, как нас могли наколоть, если бы захотели это сделать».

Айсману было отведено место между Грегом Липпманном и молодым мужчиной, который представился как Вин Чау, управляющий инвестиционной фирмы Harding Advisory. Когда Айсман уточнил, в какой именно сфере консультирует Harding Advisory, Вин Чау пояснил, что он менеджер по CDO. «Я и понятия не имел, что есть менеджеры по CDO, — говорит Айсман. — Не думал, что там есть чем управлять». Впоследствии Айсман не мог вспомнить, как выглядел тот управляющий, во что был одет, что ел и пил, откуда был родом, но вот финансовая идея, которую представлял Чау, крепко засела у него в голове. Дэнни Мозес, сидевший напротив, по другую сторону хибати, пристально рассматривал человека, которого Липпманн усадил рядом с Айсманом. Невысокого роста, с типичным

для Уолл-стрит брюшком — не огромный барабан, а аккуратное необходимое утолщение, как у белки перед зимой. Он окончил Университет Род-Айленда, получил степень по бизнесу в колледже Бабсона и большую часть трудовой жизни потратил на скучную работу в скучных компаниях по страхованию жизни — но все это осталось в прошлом. Сейчас он был, без сомнения, богатым человеком. Дэнни так отозвался о нем: «Эта его самодовольная ухмылочка словно говорила: “Мне известно больше, чем вам”». Дэнни не был знаком с Вином Чау, но, узнав, что тот является конечным покупателем низкокачественных CDO, сразу определил его для себя как простофилю. «На самом деле я не жаждал общения с ним — боялся его испугать».

Увидев, что Липпманн усадил Айсмана рядом с простофилей, Дэнни и Винни сразу подумали: добром это не кончится. Айсман не умел держать себя в руках. Он раскусит подсаженного к нему дурака и обязательно заявит об этом во всеуслышание, и что тогда прикажете делать? Им нужны дураки; только дураки могут находиться на другой стороне их сделок. А останавливаться пока рано. «Мы не хотели, чтобы другие пронюхали о наших делах, — говорит Винни. — Мы были шпионами, собирающими сведения». В ожидании взрыва они наблюдали, как Айсман дважды обмакивал зеленые бобы в общую миску с соевым соусом — обмакивал и обсасывал, обмакивал и обсасывал. Им ничего не оставалось, как расслабиться и наслаждаться представлением. Айсман обладал своеобразной манерой слушать: он не внимал вашим словам, а отправлял их в какой-то дальний уголок мозга для оценки того, стоят ли они внимания, а сам в это время занимался своими мыслями. Поэтому он никогда с первого раза не слышал, что ему говорили. Если ментальный анализатор засекал нечто интересное в словах собеседника, то посылал сигнал на базу, и та сразу же наводила фокус. «А ну-ка, повторите» — так он обычно говорил. И вы повторяли! Потому что теперь Айсман проявлял неподдельный интерес, и это, учитывая избирательность его внимания, льстило вам. «Я наблюдал за ним и слышал, как Стив без конца твердил: “А ну-ка, повторите, а ну-ка, повторите”», — вспоминает Дэнни.

Когда впоследствии Айсман принимался объяснять причины финансового кризиса, то всегда начинал с обеда с Вином Чау. Только теперь он в полной мере осознал роль так называемых мезонинных CDO — CDO, состоявших преимущественно из низкокачественных ипотечных облигаций с рейтингом «три В», — и их синтетических аналогов, CDO, состоявших исключительно из дефолтных свопов на низкокачественные ипотечные облигации с рейтингом «три В». «Вы должны понять, — говорил он. — Это же настоящая адская машина». Затем он принимался рисовать башни, обозначающие долги. Первая башня символизировала первоначальные низкокачественные кредиты. На вершине башни располагались транши «три А», под ними транши «два А» — и так вплоть до самых рискованных траншей «три В», как раз тех, против которых и играл Айсман. Фирмы с Уолл-стрит использовали эти самые ненадежные транши «три В» для возведения еще одной башни из облигаций: CDO. Облигаций, обеспеченных долговыми обязательствами. Причина, по которой это делалось, заключалась в том, что рейтинговые агентства, оценивая кучу облигаций, обеспеченных сомнительными кредитами, присваивали 80% из них рейтинг «три А». Теперь эти облигации можно было продавать инвесторам — пенсионным фондам и страховым компаниям, которые имели право инвестировать только в ценные бумаги с высокими рейтингами. Айсман с удивлением узнал, что у руля рокового корабля стоял Вин Чау и ему подобные. Этот малый контролировал примерно \$15 млрд, вложенных исключительно в CDO, обеспеченные траншами класса «три В», или, по определению самого Айсмана, «собачьим дерьмом по сравнению с исходными облигациями». Год назад в качестве основного покупателя траншей «три А» низкокачественных CDO — к которым, кстати сказать, относилось большинство CDO — выступала компания AIG. Теперь, когда AIG покинула рынок, основными покупателями стали менеджеры вроде Вина Чау. Один только Чау создавал огромный спрос на самые рискованные низкокачественные ипотечные облигации, которые раньше были практически никому не нужны. Высокий спрос неизбежно вел к выбросу новых ипотечных кредитов, служивших строительным материалом для облигаций.

Соевым соусом, в который Айсман обмакивал зеленые бобы, лакомился и человек, позволивший десяткам тысяч заемщиков получить кредиты, которые им были попросту не по карману.

Основатели фонда FrontPoint, собаку съевшие на этих кредитах, прекрасно понимали, что уровень дефолтов уже достиг той черты, за которой портфель Вина Чау может со свистом вылететь в трубу. «Думаю, вам нелегко сейчас приходится», — обратился к нему Айсман.

«Нет, — ответил тот, — я уже все распродал».

А ну-ка, повторите!

Ситуация складывалась абсурдная. Задача менеджера по CDO состояла в поиске фирмы с Уолл-стрит, которая будет снабжать его низкокачественными облигациями, служащими обеспечением для инвесторов в CDO, и в проверке этих облигаций. Затем он должен контролировать сотни отдельных низкокачественных облигаций в составе каждой CDO и заменять плохие облигации более надежными, до того как те превратятся в проблемные. Но это в теории. На практике инвесторы, доверившие деньги Вину Чау, и следовательно покупающие транши CDO с рейтингом «три А», — немецкие банки, тайваньские страховые компании, японские союзы фермеров, европейские пенсионные фонды и прочие организации, которые обязаны инвестировать в облигации класса «три А», — выбирали их именно потому, что те считались надежными, защищенными от убытков и беспроблемными во всех смыслах. В действительности менеджеры по CDO не делали практически ничего из вышеперечисленного, именно поэтому в управляющие шли все кому не лень. «Компания Two Guys и терминал Bloomberg в Нью-Джерси» — так на Уолл-стрит называли типичного менеджера по CDO. Чем менее сообразительными оказывались эти ребята и чем меньше вопросов они задавали об ипотечных облигациях с рейтингом «три В», которые включали в состав CDO, тем больше их опекали крупные фирмы с Уолл-стрит. Роль CDO сводилась к маскировке огромного риска, связанного с низкокачественными ипотечными кредитами, которые фирмы не могли продать в открытую. Менеджер по CDO, задающий слишком много каверзных вопросов, был никому не нужен.

Порождением рынка облигаций стала своеобразная фигура — двойной агент, который вроде бы представлял интересы инвесторов, хотя на деле защищал интересы отделов облигаций с Уолл-стрит. Дабы у крупных инвесторов, доверивших ему управление своими миллиардами, не возникло сомнений в том, что он блюдет их интересы, менеджер по CDO оставлял в своем распоряжении так называемый остаточный транш CDO, или транш «первого убытка». В случае дефолта по низкокачественным кредитам, обеспечивающим CDO, этот транш превращался в дым в первую очередь. Но менеджеру по CDO выплачивалось вознаграждение в размере 0,01% с принятой в управление суммы еще до того, как инвесторы видели хотя бы 10 центов дохода, и такое же вознаграждение при возврате денег инвесторам. Кажется, немного, но если распоряжаешься десятками миллиардов долларов, то без особых усилий и затрат на выходе получается солидная сумма. Всего несколькими годами ранее Вин Чау зарабатывал \$140 000 в год, управляя портфелем New York Life Insurance Company. За год работы менеджером по CDO он положил в карман \$26 млн — столько в New York Life он не получил бы и за несколько жизней.

Сейчас Чау беспечно рассказывал Айсману, что просто перекладывает на крупных инвесторов риск дефолта ипотечных кредитов, лежащих в основе облигаций, хотя инвесторы нанимали его как раз для оценки этих самых облигаций. Считаясь «экспертом» по CDO, он не особо утруждался выяснением их реального состава. Его задача, как пояснял Чау, — максимально приумножить вверенные ему денежные средства. И он так хорошо с ней справлялся, что с января 2007 года до сентябрьского краха рынка Harding Advisory занимала позицию крупнейшего в мире менеджера низкокачественных CDO. Но компания могла похвастаться не только этим достижением. Она считалась ключевым покупателем CDO, непрерывно выпускаемых Merrill Lynch. Банк пользовался дурной славой не только из-за объема выпущенных бумаг (он выпускал их в два раза больше, чем следующая по размерам фирма с Уолл-стрит), но и из-за их качества (впоследствии его CDO были признаны наихудшими). «Он вроде бы “управляет” CDO, — возмущается

Айсман, — но чем здесь можно управлять? Потрясающе! Структурированный финансовый рынок настолько безрассуден, что позволяет управлять портфелем CDO тому, кто не принимает на себя ни малейшего риска, связанного с CDO. Люди платят ему за “управление” их CDO, как будто этот кретин может сделать что-то полезное. Вот сволочь! Да ему же глубоко плевать на своих инвесторов!» На самом деле Чау выступал в качестве своего рода подставного лица фирм с Уолл-стрит, которые он «нанимал»: покупая CDO, выпущенные Merrill Lynch, инвесторы чувствовали себя спокойнее, если думали, что управляет ими не Merrill Lynch.

Грег Липпманн не просто так посадил Вина Чау рядом с Айсманом. Если Вин Чау почувствует неодобрение Айсмана, то не подаст виду, а, наоборот, заговорит снисходительным тоном, дескать, мне-то лучше знать. «И тут он выдал такое, что просто убило меня наповал, — вспоминает Айсман. — Он заявил: “Мне нравятся такие, как вы, кто играет на понижение на моем рынке. Не будь вас, что бы я покупал?”»

А ну-ка, повторите!

«Чем больше вы радуетесь своей правоте, — говорил он, — тем больше заключаете сделок. А чем больше вы заключаете сделок, тем больше продукта для меня».

И вот тогда-то Айсман увидел все безумие ситуации. До сих пор он с Винни и Дэнни делал ставки в Goldman Sachs и Deutsche Bank на судьбу траншей низкокачественных ипотечных облигаций «три В», не понимая до конца, почему эти банки так охотно принимают их. Теперь же, оказавшись лицом к лицу с человеком с другой стороны дефолтных свопов, он понял: дефолтные свопы, пропущенные через CDO, использовались для тиражирования облигаций, обеспеченных реальными ипотечными кредитами. *Число неплатежеспособных американцев, берущих кредиты, не удовлетворяло спрос инвесторов на конечный продукт.* Его ставки были нужны Уолл-стрит для синтеза новых бумаг. «Им было мало реальных заемщиков, покупающих в кредит дома, которые они не могли себе позволить, — рассказывает Айсман. — Уолл-стрит создавала их из воздуха. Множила и множила! Вот почему реальные

убытки финансовой системы оказались во много раз больше объема низкокачественных кредитов. Именно в тот момент я понял, что мы просто подпитывали этот процесс. Я все удивлялся, разве это законно?»

Пусть Вин Чау и не подозревал, что Грег Липпманн выбрал его на роль кретина на другой стороне дефолтных свопов, но справился он с ней блестяще. В паузах между приемом сакэ Чау поведал Айсману, что предпочел бы иметь \$50 млрд в паршивых CDO, чем вообще ничего, поскольку платили ему с объема. Он признался, что больше всего боится усиления американской экономики и отговаривает хедж-фонды от крупных ставок против рынка низкокачественных ипотечных кредитов. Айсман слушал и силился уразуметь, почему инвестор с противоположной стороны надеется на то же, на что надеется он сам, и как страховые компании и пенсионные фонды вообще решились доверить свои деньги Вину Чау. На ум приходил лишь один ответ: рейтинги «три А» служили отличным оправданием для игнорирования любых рисков.

Сквозь поднимающийся над хибати дым за ними пристально наблюдали Дэнни и Винни. Насколько они могли судить, Айсман и Чау прекрасно поладили. Но как только трапеза завершилась, Айсман схватил Липпманна в охапку и, тыча пальцем в Вина Чау, заявил: «Я хочу продавать в короткую все, что этот друг будет покупать». Липпманн подумал, что тот шутит, но Айсман говорил серьезно. Он вознамерился сделать ставку конкретно против Вина Чау. «Грег, я хочу продавать его бумаги в короткую, — повторил он. — Не глядя». До сих пор Айсман покупал только дефолтные свопы на низкокачественные ипотечные облигации; теперь же он хотел покупать дефолтные свопы на CDO Вина Чау. «Наконец-то он встретился с врагом лицом к лицу», — заметил Винни.

Пытаясь представить себя другим человеком, Чарли Ледли выбрал беретту, обрез и узи. Незадолго до отъезда в Лас-Вегас он отправил своим партнерам, Бену Хокетту, который планировал поехать вместе с ним, и Джейми Маю, который остался

дома, короткое электронное письмо следующего содержания: «По-вашему, нас водят за нос, если никуда не приглашают заранее?» Уже не в первый раз основатели Cornwall Capital случайно узнавали о масштабном мероприятии и сами набивались на него. «Если ты соизволяешь появиться на подобном мероприятии, — говорит Джейми, — тебя практически всегда пропускают». В Vegasе у Чарли была всего пара знакомых — сотрудники Bear Stearns, занимавшиеся низкокачественными ипотечными кредитами, да и их он знал заочно. Тем не менее после приземления в Лас-Вегасе он получил от них e-mail с предложением встретиться не на конференции, а на крытом стрельбище, в нескольких милях от аэропорта. Сообщение начиналось словами «В воскресенье мы собираемся пострелять...» Чарли ужасно удивился и перезвонил, чтобы уточнить смысл их послания. «Я такой-то: “Вы собираетесь стрелять в буквальном смысле — из пистолетов?”»

В воскресенье, 28 января, в людях, пришедших на стрельбище в Лас-Вегасе, было трудно узнать продавцов CDO из Bear Stearns. Их, одетых в брюки цвета хаки и рубашки поло, окружали крепкие мужчины в обтягивающих черных футболках, которые, казалось, пришли сюда, чтобы отдохнуть от охоты на нелегальных иммигрантов. На стене за кассовым аппаратом красовалась потрясающая коллекция пистолетов, дробовиков и автоматов. Справа висели мишени: фотография Усамы бен Ладена, карикатура на Усаму бен Ладена в виде зомби, портреты террористов из «Аль-Каиды», молодой негр, нападавший на привлекательную белую девушку, гангстер-азиат, размахивающий пистолетом. «Предъявив корпоративную кредитную карту Bear Stearns, они принялись затариваться боеприпасами, — вспоминает Чарли. — И я тоже стал выбирать оружие». Наибольшее впечатление на него произвел узи. Он остановил свой выбор на нем и на гигантской фотографии Саддама Хусейна в качестве мишени. Дробовик каждый раз давал отдачу и оставлял синяки на плече, а узи, куда более смертоносный, стрелял непрерывно, стирая связь между чувством боли и наносимым вредом. «Стрелять из беретты было прикольно, но узи вызывал благоговейный ужас». Чарли покидал стрельбище, чувствуя себя нарушителем

законов природы. Зачем же его все-таки пригласили? С ребятами из Bear Stearns было здорово, но никто из них ни словом не обмолвился о низкокачественных ипотечных кредитах или CDO. «Ситуация казалась очень странной, ведь я никогда прежде не встречался с ними лично, к тому же я был там единственным клиентом Bear Stearns, — не переставал удивляться Чарли. — Они платили за эти боеприпасы и за все, что мне хотелось. Я мог бы заплатить и сам, но они настояли — ведь я их клиент». Понятно, что фирме с Уолл-стрит для списания стоимости дня игры в морских пехотинцев на затраты нужно пригласить каких-нибудь клиентов. А самый безобидный клиент — тот, чей бизнес настолько мелок, что его мнение о способах развлечения не имело никакого значения. Подобные мысли никогда не приходили Чарли в голову, и это многое о нем говорило. Ему не хватало циничности. Но вскоре все изменится.

На следующее утро Чарли и Бен бродили по коридорам гостиницы Venetian. «Все, кто пытался там что-то продать, носили галстук, — вспоминает Бен. — Все, кто собирался что-то купить, обходились без него. Мне не с кем было поговорить. Мы бродили туда-сюда, два незваных гостя». Во всей гостинице у них нашелся только один знакомый — Дэвид Берт, бывший сотрудник BlackRock: в настоящий момент он получал от них \$50 000 в месяц за оценку CDO, против которых они делали ставки. Но это знакомство не считалось, поскольку им хотелось присутствовать на открытых заседаниях, круглых столах и докладах для широкой аудитории. «Непонятно было, зачем мы туда приехали, — говорит Бен. — Мы пытались завязать знакомства. После выступлений докладчиков Чарли цеплялся ко всем, кто находился на подиуме. Мы хотели найти хоть кого-нибудь, кто объяснил бы, в чем наша ошибка». Они искали убедительное зеркальное отображение самих себя. Кого-то, кто разъяснил бы, почему то, что рынок считал невозможным, было по меньшей мере маловероятным.

Чарли горел желанием втянуть ничего не подозревающих инсайдеров в дискуссию прежде, чем те опомнятся и начнут интересоваться, кто он и чем занимается. «Все реагировали абсолютно одинаково: “Подождите-ка, как вы сказали, откуда вы?”

И очень удивлялись, — рассказывает Чарли. — А потом спрашивали: «А вы здесь, собственно, зачем?»»

Один из сотрудников рейтингового агентства, на котором Чарли решил проверить инвестиционную схему Cornwall, странно посмотрел на него и спросил: «Вы уверены, что понимаете, что делаете?» Участники рынка не соглашались с их позицией, но не могли убедительно возразить. Главный аргумент в защиту низкокачественных CDO звучал так: «Покупатели CDO никогда не переведутся». В качестве главного аргумента в защиту базисных кредитов приводилось утверждение: за их короткую историю масштабы дефолтов никогда не были значительными. Над столами с рулеткой обычно устанавливают экраны, показывающие результаты последних 20 раундов. Игроки видят, что последние восемь раз выпадало черное, удивляются такому невероятному обстоятельству и с абсолютной уверенностью полагают, что уж в этот раз маленький серебряный шарик точно остановится на красном. Именно с этой целью казино и устанавливает экраны с результатами последних раундов — чтобы помочь игрокам обманывать самих себя. Чтобы вселить в них ложную уверенность, без которой они не станут выкладывать фишки на стол. Вся цепочка посредников на рынке низкокачественных ипотечных кредитов попала на ту же удочку — использование статистически бессмысленного прошлого с целью прогнозирования будущего.

«Обычно при заключении сделки на противоположной стороне всегда есть умные люди, — говорит Бен. — В данном случае таковые отсутствовали».

«Ни у кого из тех, с кем мы говорили, не было веских оснований считать, что ситуация не обернется большой проблемой, — замечает Чарли. — Но никто над этим не задумывался».

На вопрос Чарли о том, что произойдет с CDO через семь лет, один из сотрудников Bear Stearns, работавших с этими облигациями, заявил: «Семь лет? Семь лет меня не интересуют. Мне нужно, чтобы они продержались еще пару лет».

Тремя месяцами ранее, когда Cornwall купила первые \$100 млн в дефолтных свопах на транши CDO с рейтингом «два А», партнеры полагали, что делают дешевую ставку

на маловероятное событие — страховую премию в размере \$500 000 в год за шанс заработать \$100 млн. Рынок и рейтинговые агентства оценивали вероятность дефолта как 1 : 200. В Cornwall же считали, что шансы были намного выше: порядка 1 : 10. И все же эта ставка, как и большинство других, была рискованной. Продуманной, но все равно рискованной. Чем больше они беседовали с игроками рынка низкокачественных ценных бумаг, тем больше укреплялись во мнении: крах облигаций с рейтингом «два А» не маловероятное, а весьма реальное событие. У Бена мелькнула мысль: люди считали крушение рынка низкокачественных ипотечных кредитов маловероятным как раз потому, что это было бы настоящей катастрофой. Такой ужас просто невозможен.

В первый день конференции они вышли за тысячной толпой из казино и последовали в просторный главный танцевальный зал, где должна была состояться церемония открытия. Она задумывалась как общее заседание, однако участники группы предпочитали не обсуждать, а обмениваться друг с другом заготовленными осторожными репликами. За последующие три дня Чарли и Бен присутствовали на десятке подобных мероприятий, одно скучнее другого. Правда, одно из мероприятий выделялось на фоне остальных, поскольку его ведущий то ли перебрал спиртного, то ли малость тронулся рассудком. Его звали Джон Девейни, он был менеджером хедж-фонда United Capital Markets, который инвестировал в низкокачественные ипотечные облигации. Девейни вот уже 10 лет спонсировал данную конференцию — Американский форум по секьюритизации, ASF, отчасти потому, что это название звучало солиднее, чем Ассоциация по рискованному кредитованию. Если у рынка низкокачественных ипотечных облигаций были духовные лидеры, то Джона Девейни можно считать одним из них. К тому же он со знанием дела выставлял напоказ свое богатство. Ему принадлежали картина Ренуара, самолет Gulfstream, вертолет плюс, разумеется, яхта. В этом году он выложил бешеные деньги за развлекательное выступление Джея Лено.

Выглядев так, словно всю ночь провел в ночном клубе и не успел отоспаться, Джон Девейни, импровизируя, нес

какую-то ахинею относительно состояния рынка низкокачественных ценных бумаг. «Я не верил своим ушам, — вспоминает Чарли. — Поток сознания. Затем он обозвал рейтинговые агентства продажными, а ценные бумаги ничего не стоящими бумажками. Заявил, что все присутствующие об этом знают. Он облекал в слова наши подозрения. Он словно выкладывал корпоративные секреты. После его выступления воцарилась грубая тишина. Никто не попытался выступить с опровержением. Все продолжали болтать как ни в чем не бывало, делая вид, что ничего такого не слышали»\*. С одной стороны, послушать откровения инсайдера было интересно; с другой стороны, если рынок начинает понимать, что к чему, его безумства не продлятся долго. Чарли, Джейми и Бен полагали, что могут особо не торопиться с покупкой новых дефолтных свопов на транши низкокачественных CDO «два А», что у них есть время на раздумья. «Та речь напугала нас, — признается Бен. — Получалось, что на проведение операций у нас есть не полгода, а всего неделя».

Перед ними стояла извечная проблема: найти фирмы с Уолл-стрит, готовые сотрудничать. Их единственный поставщик свопов, Bear Stearns, ни с того ни с сего стал от них прятаться. Все остальные просто насмехались над ними. Cornhole Capital. Но здесь, в Лас-Вегасе, их ожидала удача. С превеликим удивлением они узнали, что их консультант по CDO Дэвид Берт имеет вес в данной сфере. «В Вегасе Дэвид Берт считался кем-то вроде Бога, — рассказывает Чарли. — Мы начали ходить за ним по пятам. “Послушайте, парень, с которым вы говорили. Мы ему платим. Может, вы поговорите и с нами?”» Этот арендованный Бог представил Чарли сотруднице Morgan Stanley по имени Стейси Страусс. В ее задачу входил поиск инвесторов,

---

\* Когда грянул кризис, Девейни обанкротился. Ему пришлось продать яхту, самолет и Ренуара (с хорошим наваром) и отбиваться от нападков злобных газетчиков. «Честный человек может признать свою неправоту, — признавался он в одном из своих бессвязных писем в сети PR Newswire. — В 2007 году я играл на повышение и ошибся». «Он демонстрировал поразительно циничное отношение к рынку. И потерял все деньги. Я так и не смог понять, что произошло», — говорит Чарли.

желавших приобрести дефолтные свопы. Чарли так и не понял, почему при ведении дел с компанией Cornwall она согласилась поступиться обычными стандартами Morgan Stanley. Потом Чарли взял в оборот сотрудника Wachovia Bank, который занимался анализом рынка низкокачественных ипотечных облигаций. По чистой случайности тот оказался на заседании, где председательствовал возмутитель спокойствия Джон Девейни. На открытии заседания он, как и все прочие, притворился, что не слышал Девейни, а потом выступил с коротким докладом о стабильности рынка низкокачественных ипотечных облигаций. Стоило ему сойти со сцены, как на него набросился Чарли с предложением доказать свои слова делом и продать им толику дефолтных свопов.

На следующее утро после обеда с Вином Чау Айсман получил возможность лицезреть как рынок облигаций во плоти, так и множество фальшивых потолочных фресок в стиле барокко. Гостиница Venetian — Дворец дождей снаружи и «Божественная комедия» внутри — была до отказа забита белыми мужчинами в неформально-деловой одежде, которые так или иначе зарабатывали деньги на низкокачественных облигациях. Как и всё в Лас-Вегасе, гостиница Venetian представляла собой мешанину кажущихся случайными эффектов, призванных усиливать и эксплуатировать иррациональность. Дни, походившие на ночи, и ночи, походившие на дни; торговые автоматы, глотавшие монеты, и банкоматы, выплевывавшие сотенные купюры; роскошные, но дешевые номера, повышавшие самооценку. Все это было призвано изменить ваше представление о своих шансах и деньгах, и все это угнетало Айсмана. Он терпеть не мог азартные игры. «Я не смог бы просчитать свои шансы, даже если бы от этого зависела моя жизнь», — признается он. В конце каждого дня Винни отправлялся сыграть партию в покер с низкими ставками; Дэнни вместе с Липпманном и многими другими, кто был связан с облигациями, усаживался за стол для игры в кости, а Айсман укладывался спать. Следует отметить, что пристрастие трейдеров

по облигациям к такой игре, как кости, весьма показательно. Она дарит игрокам иллюзию контроля — ведь кости-то они кидают сами — и сложности, под которой скрывается абсурдность игры. «По какой-то причине люди, которые играют в кости, действительно уверены в том, что могут на них повлиять», — говорит Винни.

Тысячи и тысячи серьезных профессиональных финансистов, большинство из которых всего несколько лет назад занимались совсем другим делом, теперь играли в кости на деньги, заработанные на низкокачественных ипотечных облигациях. Индустрия низкокачественных ипотек, в которой Айсман был докой, когда-то занимала крошечный уголок рынков капитала. Всего за несколько лет она волшебным образом, без всякого экономического основания, превратилась в самый обильный на Уолл-стрит источник прибыли и рабочих мест. «Это словно неразумная машина, которая не может остановиться», — говорит Айсман. Он чувствовал себя как человек, который переехал в новый дом, открыл дверь, думая, что там маленький чулан, а увидел за ней целое крыло. «Мне доводилось бывать на конференциях, посвященных акциям, — рассказывает Айсман. — Там все иначе. Хорошо, если удастся собрать 500 человек. На этом же мероприятии собралось 7000 человек. На нем не было никого из тех, кто занимается акциями, и это говорит о том, что они ни о чем не догадывались. Мы никого не знали. И думали, что одни играем на понижение».

Его не интересовали выступления, круглые столы и заранее заготовленные комментарии. Он хотел пообщаться с инсайдерами с глазу на глаз. Липпманн представил его сотрудникам Deutsche Bank, продающим CDO инвесторам, и те помогли Айсману и его партнерам встретиться с посредниками рынка облигаций: ипотечными кредиторами, банками, упаковывавшими ипотечные кредиты в ипотечные облигации, банкирами, переупаковывавшими облигации в CDO, и рейтинговыми агентствами, благословлявшими процесс на каждом этапе. На конференции не было места единственной по-настоящему заинтересованной стороне — конечным заемщикам, покупателям домов, но они все же присутствовали в лице тех, кто разносил

напитки, крутил рулетку и бросал кости. «В Вегасе наблюдался настоящий бум, — говорит Дэнни. — За всеми столами были домовладельцы». Приятель Дэнни, тусовавшийся ночью в городе, рассказал, что познакомился со стриптизершей, получившей пять отдельных кредитов под залог жилья\*.

Продавцу CDO из Deutsche Bank по имени Райан Старк было поручено присматривать за Айсманом и не позволять ему выходить за рамки. «Еще до конференции я начал получать от него электронные сообщения, — рассказывает Дэнни. — Он нервничал. Все они сводились к одному и тому же: “Мне хотелось бы прояснить цель нашей встречи” и “Просто чтобы понять, зачем мы встречаемся”. Он хотел удостовериться, что мы помним, зачем едем туда — покупать облигации». Deutsche Bank даже разослал покупателям низкокачественных бумаг официальные материалы в качестве руководства. «Конференция должна была убедить людей в том, что выпускать и продавать это дерьмо абсолютно безопасно, — замечает Дэнни. — Никто не мог представить себе инвестора в акции, играющего на понижение облигаций, который приехал на конференцию в поисках информации. Чтобы нам не отказывали в личных встречах, приходилось прикидываться покупателями. Повсюду нас сопровождали сотрудники Deutsche Bank, следившие за тем, чтобы мы не навредили им. На встречи банк засылал своего продавца присматривать за нами».

Пытаться контролировать Айсмана, разумеется, было бесполезно. Он считал себя крестоносцем, чемпионом среди аутсайдеров, врагом злых авторитетов, кем-то вроде Человека-паука. Он прекрасно понимал, насколько, к примеру, абсурдно звучат слова его жены: «Мой муж считает, что он и Человек-паук живут одной жизнью». Айсман не рассказывал всем подряд про шокирующее количество параллелей между ним и Питером Паркером — время учебы в колледже, набор изучаемых предметов, время женитьбы и т. д. Не распространялся он и о том, что, учась в школе права, покупал очередной номер комикса

---

\* Два года спустя Лас-Вегас вышел на первое место по количеству обращений взыскания на заложенное жилье.

про Человека-паука в надежде обнаружить в нем следующий поворот в своей жизни. Но Айсман всегда мыслил и оперировал историями, и это была одна из историй, с помощью которой он выражал себя.

Первые признаки отсутствия у Человека-паука интереса к темным делишкам Deutsche Bank появились во время выступления генерального директора Option One — компании, выдававшей ипотечные кредиты и принадлежавшей N&R Block. Радар Айсмана засек Option One семь месяцев назад, в июне 2006 года, когда компания объявила о неожиданных убытках по портфелю низкокачественных ипотечных кредитов. Неожиданность была связана с тем, что компания выдавала кредиты и продавала их Уолл-стрит, т. е. она, по идее, не должна была нести никакого риска. В сделках, однако, была оговорка, в соответствии с которой Уолл-стрит имела право вернуть кредиты Option One, если заемщики не произведут вовремя первые выплаты. «Кто берет ипотечный кредит и не делает первый платеж?» — удивляется Дэнни Мозес, глядя на ситуацию с одной стороны. «Кто, черт возьми, дает деньги людям, которые не в состоянии внести первый платеж?» — удивляется Айсман, глядя на нее с другой стороны.

Подойдя в своей речи к описанию портфеля низкокачественных кредитов Option One, генеральный директор заявил, что компания справилась с трудностями и ожидает (скромный) уровень убытков по этим кредитам не более 5%. Тут Айсман поднял руку, а Мозес и Дэниел вжались в кресла. «Время для вопросов еще не наступило, — поясняет Мозес. — Докладчик не закончил выступление. Он увидел поднятую руку Стива и произнес: “Слушаю вас”».

«По вашему мнению, 5% — это реальная или теоретическая вероятность?» — обратился к нему Айсман.

«Реальная», — ответил генеральный директор и продолжил выступление.

Айсман снова поднял руку и помахал ею в воздухе. Только не это, подумал Мозес, и еще сильнее вжался в кресло. «Стив постоянно повторял, что при общении с этими людьми нужно исходить из того, что все они всегда и во всем лгут», — поясняет

Дэниел. И Дэнни, и Винни знали, как Айсман относится к тем, кто выдает низкокачественные кредиты, но считали, что в данных обстоятельствах лучше держать свое мнение при себе. Стив поднял руку не для того, чтобы задать вопрос. Он сложил большой и указательный пальцы в круг. Этот жест говорил красноречивее любых слов: «Ноль!»

«Да? — раздраженно обратился к нему генеральный директор. — У вас есть еще вопросы?»

«Нет, — ответил Айсман, — она равна нулю. Вероятность 5%-ного уровня дефолтов равна нулю». Убытки по низкокачественным кредитам будут намного, намного больше. Докладчик не успел и рта раскрыть, как у Айсмана зазвонил телефон. Вместо того чтобы сбросить звонок, он достал телефон и приложил его к уху. «Прошу прощения, — произнес он, поднимаясь с кресла. — Мне нужно ответить на звонок». С этими словами он вышел из зала. Звонила его жена.

«Какой-то пустяковый был разговор, — со вздохом поясняет жена. — Меня использовали как прикрытие».

После этого на Айсмана что-то нашло, он больше не ввязывался в споры, а пытался проникнуть в самую суть ситуации. Он разгуливал по казино Лас-Вегаса, поражаясь разыгрывавшемуся перед ним представлению: 7000 человек, вполне довольных тем миром, какой они видели. Общество с серьезными экономическими проблемами делало вид, что не замечает их, и больше всех на этом обмане наживались финансовые посредники. Как такое могло случиться? На какой-то миг Айсману даже показалось, что он чего-то недопонимает. «Он твердил: “Что за чертовщина здесь творится? Кто все эти люди?”» — вспоминает Дэнни Мозес. Краткий ответ на этот вопрос звучал так: оптимисты. Рынок низкокачественных ипотечных бумаг в своем нынешнем воплощении двигался только в одном направлении — он рос. Успешными на нем считались те, кто всегда говорил «покупать». Теперь им нужно было сказать «продавай», но они не знали, как это сделать. «Игроки долгового рынка всегда считали себя умнее других, — замечает Айсман, — и обычно так и было. Это не моя сфера, но я поставил против их индустрии, и мне интересно, знают ли они

нечто такое, что неизвестно мне. Может ли все быть настолько очевидным? Может ли все быть настолько простым?» Он приватно встречался с кредиторами, представителями банков и рейтинговых агентств, пытаясь выудить у них хоть какие-нибудь сведения. Винни так комментирует его поведение: «Он учился. Стоит ему увлечься тем или иным вопросом, и его любознательность перевешивает стремление к конфронтации. Он утверждает, что это результат многолетнего обучения хорошим манерам, но реально дело было в том, что впервые в жизни ему удалось сложить все кусочки головоломки».

Айсман был готов к худшему, что в 2007 году давало ему гигантское тактическое преимущество на финансовом рынке США. Но в глубине души он до сих пор оставалась таким же доверчивым, как тот мальчик, который одолжил новый велосипед незнакомцу. Его все еще можно было шокировать. Случай с Household Finance лишил Айсмана последней надежды на то, что правительство вмешается и запретит богатым компаниям обирать бедняков. Но ведь на свободном рынке должен существовать авторитетный орган, способный удерживать его от крайностей. Теоретически роль такого органа могли играть рейтинговые агентства. По мере усложнения ценных бумаг участие рейтинговых агентств становилось все более необходимым. Любой участник рынка мог оценить казначейские облигации, но вряд ли кто разбирался в CDO, обеспеченных низкокачественными ипотеками. Возникла естественная потребность в независимом арбитре, который мог высказать мнение о горах рискованных кредитов. «В Vegas я окончательно удостоверился в том, что вся индустрия полагалась на рейтинги, — говорит Айсман. — Все верили в рейтинги, стало быть, ни о чем не беспокоились».

Айсман работал на Уолл-стрит почти два десятилетия, но ему, как и многим другим участникам фондового рынка, ни разу не удавалось пообщаться с представителями Moody's или Standard & Poor's. Участники фондового рынка вспоминали о рейтинговых агентствах, только когда дело касалось страховых компаний, которые не могли больше продавать свой продукт, поскольку их способность выполнять обязательства

ставилась под сомнение. Теперь у Айсмана появилась возможность познакомиться с ними. Аура их собственной значимости — вот первое, что потрясло его, а также Дэнни и Винни. «Ну вот, знаете, вы заходите на почту и сразу чувствуете разницу между простыми людьми и госслужащими, — говорит Винни. — Сотрудники рейтинговых агентств очень напоминали госслужащих». Вместе взятые, они обладали большей властью на рынке облигаций, чем кто бы то ни было, но по отдельности не представляли собой ровным счетом ничего. «Им мало платят, — поясняет Айсман. — Самые умные переходят в фирмы с Уолл-стрит и помогают им манипулировать компаниями, где когда-то работали. Работа аналитиком в Moody's должна быть пределом мечтаний (“Как аналитику выше мне уже не подняться”). На самом деле это полный тупик! Никому нет дела до того, что Goldman высоко ценит бумаги General Electric. Если Moody's понижает рейтинг бумаг GE, вот это серьезно. Так почему кто-то из Moody's хочет работать в Goldman Sachs? Аналитик Goldman Sachs должен хотеть перейти в Moody's. Оно должно быть элитарным местом».

Вся отрасль держалась на спинах рейтинговых агентств, однако людей, в них работавших, вряд ли можно было принять за представителей этой индустрии. Столкнувшись с ними в коридоре, вы вполне могли принять их за рядовых сотрудников Wells Fargo или ипотечных кредиторов вроде Option One — из тех, что вкалывают с девяти до пяти. В Vegase они ходили в строгих костюмах, что наполовину характеризовало их. Дополняла характеристику стоимость этих костюмов. Все остальные придерживались делового неформального стиля; несколько действительно важных шишек носили итальянские костюмы за \$3000. (Загадка обитателя Уолл-стрит мужского пола: он совершенно не разбирается в тонкостях высокой моды, зато с первого взгляда может определить стоимость костюма другого обитателя Уолл-стрит.) Ребята из рейтинговых агентств носили синие костюмы из магазинов J. C. Penney, слишком тщательно подобранные галстуки и накрахмаленные чуть жестче, чем следовало, рубашки. Они не были настоящими игроками и не знали настоящих игроков. Им платили

за оценку облигаций Lehman, Bear Stearns и Goldman Sachs, но они не могли назвать ни имен, ни каких-либо иных важных сведений о шишках из Lehman, Bear Stearns и Goldman Sachs, которые зарабатывали состояния на прорехах в моделях рейтинговых агентств. Они знали ровно столько, чтобы оправдать свою работу, и производили впечатление застенчивых, боязливых и осторожных. Как выразился Дэнни: «Их не встретишь за столом, где играют в кости».

Именно в Вегасе Айсман осознал: «Все, что меня беспокоило, совершенно не волновало рейтинговые агентства. Помню, как сидел там и думал, Боже, какое все-таки жалкое зрелище! Разглядеть человека с мощным интеллектом можно сразу: ты просто его узнаешь. Когда ты сидишь рядом с Ричардом Познером [профессором права], то понимаешь, что это Ричард Познер. Когда ты сидишь с сотрудником рейтингового агентства, то понимаешь, что это сотрудник рейтингового агентства». Если судить по их поведению, то рейтинговые агентства заботило только увеличение количества сделок, которые они оценивали для инвестиционных банков Уолл-стрит, и получение комиссионных. Moody's, бывшее когда-то частной компанией, стало публичным в 2000 году. С тех пор его доходы возросли с \$800 млн в 2001 году до \$2,03 млрд в 2006 году. Существенная доля прироста — более половины, (насколько более, Айсману отказались сообщить) — приходилась на загадочный сегмент жилищного кредитования, известный как структурированные финансы. Гарантированно привлечь структурированные финансы можно было, только согласившись с допущениями индустрии структурированных финансов. «Мы задавали всем два вопроса, — говорит Винни: — Каковы ваши ожидания относительно цен на жилье и каковы ваши ожидания относительно убытков по кредитам?» Оба рейтинговых агентства ожидали роста цен на жилье и 5%-ные убытки по кредитам, иными словами, будь оно так на самом деле, инвестировать стоило даже в низкокачественные ипотечные облигации с рейтингом «три В». «Создавалось впечатление, будто все заранее сговорились на 5%, — замечает Айсман. — Все уперлись в 5%. Это была партия со своим

политическим курсом»\*. Айсмана потряс тот факт, что никто из встреченных им в Лас-Вегасе не желал ничего менять. Они делали свое дело, не особенно утруждаясь размышлениями.

Именно в Лас-Вегасе отношение Айсмана и его партнеров к американскому рынку облигаций приняло окончательную форму. Как выразился Винни: «В тот момент мы сказали себе: “Черт возьми, дело не просто в кредитах. Это же самая настоящая финансовая пирамида”». В Вегасе они перестали ломать голову над тем, нет ли у участников рынка облигаций какого-то секрета. Этот вопрос сменился другим: следует ли их просто выгнать или посадить в тюрьму? Они заблуждаются или действуют сознательно? Дэнни полагал, что большинство участников слепо руководствовались собственными интересами и не замечали риск, порождаемый их действиями. Винни, всегда более пессимистичный, говорил: «Придурков больше, чем мошенников, но последние занимают более высокое положение». Рейтинговые агентства опозорились дальше некуда и все равно продолжали функционировать, а работающие в них даже не догадывались, что крупные фирмы с Уолл-стрит попросту обвели их вокруг пальца. Особенно сильно в память Винни врезалась встреча с третьим по размерам рейтинговым агентством Fitch Ratings. «Я понимаю, вы вроде как в стороне, — заметил он, стараясь казаться вежливым. — Все сначала смотрят на этих двух гигантов и уж только потом на вас. Если вы хотите выделиться и привлечь к себе внимание, почему бы вам не пойти своим путем и не поступить честно?» Он-то рассчитывал, что люди из Fitch Ratings проникнутся его словами и, может быть, даже нервно хихикнут. Но они почти обиделись. «На меня уставились так, словно вообще не понимали, о чем я толкую».

---

\* В Лас-Вегасе они также познакомились с Дэвидом Уэллсом, который руководил направлением низкокачественного кредитования в компании Fremont Investment & Loan. По заверениям Уэллса, ожидаемые убытки не превышают 5%. В сентябре, девять месяцев спустя, Fremont объявила о 30%-ном уровне дефолтов по своим низкокачественным кредитам. Убытки по пулам кредитов превысили 40%, другими словами, даже после продажи конфискованного дома она выручала примерно половину предоставленных денег.

В Лас-Вегас они уезжали с короткой позицией в низкокачественных ипотечных облигациях почти на \$300 млн. По возвращении эта сумма была доведена до \$550 млн, к тому же сюда добавились ставки против CDO, созданных Вином Чау. Учитывая, что в их распоряжении имелось всего \$500 млн, короткая позиция теперь превышала их портфель. Но они на этом не остановились. В первый же рабочий день они продали в короткую акции Moody's Corporation по \$73,25 и продолжили поиск компаний и людей, подобных Вину Чау.

## Великая охота за сокровищами

Чарли Ледли и Бен Хокетт вернулись из Лас-Вегаса 30 января 2007 года в полной уверенности, что финансовая система утратила разум. «Я сказал матери: “Грядет кончина демократического капитализма”, — вспоминает Чарли. — А она воскликнула: “О, Чарли!” — и на полном серьезе предложила мне полечиться от психоза». Их инвестиционный подход заключался в умении дистанцироваться от чужих убеждений; теперь они обрели собственные убеждения — и это вызывало новое и тревожное чувство. Джейми отправил партнерам записку с вопросом, не делают ли они ставку на крушение общества, т. е. на событие, которое правительство никогда не допустит. «Если спреды начнут расширяться по широкому кругу CDO, — писал он\*, — это будет свидетельствовать о глобальной финансовой катастрофе... Федеральная резервная система обладает достаточной властью, чтобы вмешаться и решить проблему... Думаю, вопрос стоит так: насколько масштабным должен быть этот крах, чтобы стать “таким, который допускать нельзя”?»

\* Спред по облигации представляет собой разницу между процентной ставкой, получаемой инвестором, и какой-нибудь безрисковой ставкой, например ставкой по казначейским облигациям.

Конференция в Лас-Вегасе проводилась, помимо прочего, с целью укрепления веры в рынок. На следующий день после того, как участники рынка низкокачественных ипотечных кредитов покинули Лас-Вегас и вернулись на свои рабочие места, рынок дал трещину. ABX, индекс низкокачественных ипотечных облигаций с рейтингом «три В» (как раз таких, на основе которых создавались низкокачественные CDO) упал 31 января 2007 года больше, чем на пункт, с 93,03 до 91,98. Он так плавно скользил на протяжении последних месяцев от 100 до 93, что изменение на целый пункт вызвало шок. Чарли забеспокоился, не опоздали ли они с этой сенсационной возможностью и успеют ли снять сливки. Женщина из Morgan Stanley поначалу держала свое слово: за 10 дней она протолкнула их контракт ISDA, хотя обычно переговоры занимали несколько месяцев. Чарли получил от нее перечень траншей CDO «два А», на которые Morgan Stanley был готов продать им дефолтные свопы\*. Ночи напролет Чарли размышлял, на понижение каких облигаций стоит ставить. Но когда он позвонил в Morgan Stanley, оказалось, что там передумали. Первоначально речь шла о приобретении страховки примерно за 100 базисных пунктов (1% от страховой суммы в год), но на следующее утро, когда он захотел заключить сделку, стоимость увеличилась больше чем в два раза. Чарли стонал и жаловался на несправедливость, и его знакомая вместе со своим руководством немного уступила. 16 февраля 2007 года Cornwall заплатила Morgan Stanley 150 базисных пунктов за покупку \$10 млн в дефолтных свопах на CDO с названием «Гольфстрим» — ни больше ни меньше.

---

\* Краткое напоминание. Представляя эти долговые башни, очень удобно разделить их на три этажа: цокольный этаж, так называемый остаточный транш, несет первые убытки и не является бумагой инвестиционного уровня. Затем идет первый этаж, мезонинный транш, с рейтингом «три В», и верхний с рейтингом «три А», обычно называемый старшим траншем. На практике в башнях было больше ярусов. CDO могли иметь 15 траншей, каждый со своим рейтингом: от «три В минус» до «три А» — «три В минус», «три В», «А минус» и т. д. Рейтинг «два А» траншей, на понижение которых ставила Cornwall Capital, означал, что вероятность дефолта лежащих в основе облигаций, пусть немного более рискованных, чем предположительно первоклассные облигации «три А», не превышает 1%.

Пять дней спустя, 21 февраля, на рынке стал торговаться индекс CDO под названием TABX. В первый раз Чарли и остальные участники рынка смогли на экране увидеть цену одной из этих бумаг. Она подтвердила догадку Cornwall намного убедительнее, чем любые разговоры с инсайдерами. После первого дня торгов по траншу, принимавшему убытки, когда убыток демонстрировало более 15% пула лежащих в его основе облигаций, — траншу с рейтингом «два А», на понижение которого играла Cornwall, цена закрытия составила 49,25, т. е. транш потерял больше половины своей стоимости. Возникло огромное несоответствие: с одной стороны, фирмы с Уолл-стрит продавали CDO класса «два А» с низкими процентными ставками по номиналу, или по 100; с другой стороны, они торговали индексом, состоявшим из тех же самых облигаций, по 49 центов за доллар. Продавцы из Morgan Stanley и Deutsche Bank обрушили на Чарли шквал электронных писем, пытаясь втолковать, что он не должен делать никаких выводов относительно стоимости его ставок против низкокачественных CDO на основании цен этих новых публично торгуемых низкокачественных CDO. Ведь все эти взаимосвязи очень сложны.

На следующее утро Чарли перезвонил в Morgan Stanley в надежде купить еще пакет свопов. «И тут она заявляет: “Мне очень, очень жаль, но мы больше этим не занимаемся. Банк передумал”». Всего одна ночь потребовалась Morgan Stanley, который охотно продавал страховку на низкокачественные ипотечные кредиты, чтобы прикрыть лавочку. «Мы подняли бучу, и она соединила нас с боссом, а тот заявляет: “Послушайте, мне правда жаль, но в одном из подразделений банка кое-что произошло, поэтому высшее руководство приняло меры по снижению риска”. И больше мы с ними не работали». Чарли не имел понятия, что произошло в Morgan Stanley, и не особо забивал этим голову — вместе с Беном они обрабатывали знакомого по Вегасу парня из Wachovia, пытаясь уговорить его на сотрудничество с Cornwall Capital. «Среди их клиентов не было ни одного хедж-фонда, поэтому они нам вроде как обрадовались, — говорит Бен. — Они хотели подчеркнуть свою значимость». Wachovia, как ни странно, согласился

продавать дешевую страховку на низкокачественные ипотечные облигации; правда, его кредитные эксперты не горели желанием рисковать, имея дело напрямую с Cornwall Capital. Приложив определенные усилия, Чарли уговорил приятелей по стрельбе из Bear Stearns выступить в роли посредников. За вознаграждение. Потребовалось несколько месяцев, чтобы продумать детали 45-миллионной сделки; в феврале 2007 года их более-менее утрясли, но сделку заключили только в начале мая. «Wachovia ниспослал нам сам Господь Бог, — говорит Бен. — Мы оказались на борту самолета, у которого на высоте 30 000 футов отказал двигатель, а Wachovia припас для нас парочку парашютов на продажу. Никто больше не продавал парашюты, но никто, в общем-то, и не верил в то, что они понадобятся... После этого рынок окончательно накрылся медным тазом».

При активах стоимостью менее \$30 млн Cornwall Capital имела \$205 млн в дефолтных свопах на низкокачественные ипотечные облигации и переживала только из-за того, что эта сумма не была еще больше. «Мы делали все, чтобы купить еще, — говорит Чарли. — Мы принимали цену продавца. Нам звонили и говорили: “Чуть-чуть не получилось!” Ну прямо из мультика о Чарли Брауне и Люси. Только мы собирались ударить по мячу, как его убили. Мы повышали ставку, и в ту же минуту их цена резко подскочила».

Получалось как-то странно: на рынке низкокачественных CDO не происходило никаких особых изменений, но тем не менее крупные фирмы с Уолл-стрит внезапно утратили интерес к инвесторам, снабжавшим механизм сырьем, — инвесторам, покупавшим дефолтные свопы. «Другие вроде бы играли на повышение, но нам больше не позволяли заниматься короткими продажами», — говорит Чарли.

Не зная наверняка, что творится в крупных фирмах с Уолл-стрит, он мог только строить догадки: некоторые трейдеры наконец-то разглядели надвигающуюся катастрофу и отчаянно пытались убраться с рынка, пока он не рухнул. «Я подозревал, что эти ребята из Bear сами покупают дефолтные свопы на CDO», — замечает Чарли. В конце февраля аналитик из Bear

Stearns по имени Гьян Синха опубликовал большое исследование, в котором утверждал, что недавнее падение рынка низкокачественных ипотечных облигаций никоим образом не связано с качеством этих самых облигаций. Его главная причина — «настроение рынка». Ознакомившись с исследованием, Чарли подумал, что его автор понятия не имеет, что в действительности происходит на рынке. По мнению аналитика из Bear Stearns, CDO с рейтингом «два А» торговались на 75 базисных пунктов выше безрисковой ставки, другими словами, Чарли должен был платить по дефолтным свопам премию в размере 0,75% в год. Но трейдеры Bear Stearns не желали продавать их даже в пять раз дороже. «Я позвонил этому парню и спросил: “Что за ахинею вы написали?” А он ответил: “Именно такковы котировки”. Я решил уточнить: “Отделы торговых операций действительно продают и покупают по таким ценам?” А он: “Мне нужно идти” — и положил трубку».

Их сделки теперь казались до смешного очевидными, как будто они покупали дешевую страховку от пожара на дом, объятый пламенем. Если бы рынок низкокачественных ипотечных кредитов хоть чуточку хотел быть эффективным, он бы сразу рухнул. На протяжении 18 месяцев, с середины 2005-го до начала 2007 года, разрыв между ценой низкокачественных ипотечных облигаций и стоимостью обеспечивающих их кредитов непрерывно увеличивался. В конце января 2007 года облигации — или, вернее, их индекс ABX — начали падать в цене. Они поехали вниз сначала плавно, а потом стремительно: к началу июня индекс низкокачественных облигаций с рейтингом «три В» при закрытии едва превышал 60, другими словами, облигации потеряли 30% первоначальной стоимости. Казалось бы, что CDO, созданные на основе этих облигаций, также должны были рухнуть. Из гнилых апельсинов получается тухлый оранжад.

Однако ничего подобного не произошло. Более того, с февраля по июнь крупные фирмы с Уолл-стрит во главе с Merrill Lynch и Citigroup выпустили и продали новые CDO на \$50 млрд. «Мы были сбиты с толку, — говорит Чарли. — Все возвращалось в нормальное русло, хотя ничего нормального в нем не было.

Мы знали, что обеспечение CDO рухнуло. Тем не менее все вели себя так, словно ничего не случилось».

Создавалось впечатление, будто финансовый рынок попытался изменить ситуацию, но понял, что не может себе это позволить. Фирмы с Уолл-стрит — преимущественно Bear Stearns и Lehman Brothers — продолжали публиковать исследования по рынку облигаций, подтверждавшие его стабильность. В конце апреля Bear Stearns провел конференцию по CDO, на которую удалось просочиться и Чарли. В первоначальной повестке дня значилась презентация под названием «Как осуществлять короткие продажи CDO». Но из окончательной версии ее убрали, равно как и слайды, сопровождавшие доклад, ранее опубликованный на сайте Bear Stearns. Moody's и S&P также пошли на попятную, но сделали это демонстративно. В конце мая они объявили о пересмотре моделей оценки низкокачественных облигаций. Чарли и Джейми наняли юриста, которому было поручено задать Moody's вопрос следующего содержания: если в дальнейшем они планируют оценивать низкокачественные облигации по новым моделям, означает ли это, что уже существующие облигации на сумму в \$2 млрд они считают рискованными? В Moody's эта идея не вызвала восторга. «Нам хотелось намекнуть: не нужно переоценивать все облигации. Только те, которые мы продали в короткую», — говорит Чарли. А они в ответ: «Х-м-м-м... нет».

Чарли, Бен и Джейми прекрасно понимали: Уолл-стрит искусственно поддерживает цены на CDO с тем, чтобы либо свалить все убытки на ничего не подозревающих клиентов, либо выкачать последние несколько миллиардов долларов из прогнившего рынка. Так или иначе, они гнали сок из гнилых апельсинов и продавали его. «К концу марта 2007 года нам стало ясно: мы либо имели дело с абсолютно грязной игрой, либо попросту рехнулись, — говорит Чарли. — Мошенничество было настолько очевидным, что мы испугались, не подорвет ли оно нашу демократию». Все трое были знакомы с журналистами из *New York Times* и *Wall Street Journal*, однако те остались равнодушными к их истории. Приятель из *Wall Street Journal* связал их с Управлением по контролю соблюдения законов Комиссии

по ценным бумагам и биржам, однако в управлении также никто не выказал заинтересованности. Представители комиссии встретились с ними в манхэттенском офисе и вежливо выслушали. «Как сеанс психотерапии, — вспоминает Джейми. — Мы уселись и заявили: “С нами творится какая-то дикая история”». Чем дальше шел разговор, тем сильнее чувствовалось непонимание собеседников. «Наверное, у нас был такой дикий вид, будто мы три дня не спали, — говорит Чарли. — Они ничего не знали ни о CDO, ни о ценных бумагах, обеспеченных активами. Мы рассказали о своих сделках, но уверен, они не поняли, что к чему». В комиссии никто так и не занялся этим делом.

Cornwall столкнулась с проблемой более насущной, нежели крах существующего общества: банкротство Bear Stearns. 14 июня 2007 года Bear Stearns Asset Management, фирма, занимающаяся CDO наподобие фирмы Вина Чау, но возглавляемая бывшими сотрудниками Bear Stearns, которые пользовались полной поддержкой материнской компании, выступила со следующим заявлением: она потеряла деньги на низкокачественных ипотечных бумагах и перед ликвидацией вынуждена была сбросить эти бумаги на сумму \$3,8 млрд. До сих пор в Cornwall Capital не понимали, почему только Bear Stearns так охотно продавал им страховку на CDO. «Bear демонстрировал нам ликвидность CDO, объяснить которую я не мог, — говорит Бен. — У них имелся постоянный покупатель на другой стороне. Не могу утверждать, что наши ставки шли напрямую в их фонды, но представить, куда еще они могли идти, тоже не могу».

И здесь возникла новая проблема: Bear Stearns продал Cornwall 70% ее дефолтных свопов. В силу того что Bear Stearns был большой и солидной компанией, а Cornwall Capital — гаражным хедж-фондом, Bear Stearns не предоставлял Cornwall никакого обеспечения. Bear Stearns вполне мог не выплатить Cornwall свои долги. Основатели Cornwall Capital отчетливо осознавали, что Bear Stearns не столько формировал рынок низкокачественных ипотечных облигаций, сколько приспособился к нему. «Отказавшись от брокерских операций с низким риском, он превратился в машину по производству

низкокачественных ипотечных бумаг», — говорит Джейми. Если рынок низкокачественных ипотечных бумаг рухнет, то утянет за собой и Bear Stearns.

Еще в марте Cornwall купила у британского банка HSBC \$105 млн в дефолтных свопах на крах Bear Stearns. Если Bear Stearns не устоит, HSBC будет должен им \$105 млн. Разумеется, они таким образом просто перенесли риск на HSBC, третий по величине банк в мире, один из тех гигантов, что не тонут по определению. Однако 8 февраля 2007 года рынок потрясло заявление HSBC о колоссальных убытках по портфелю низкокачественных ипотечных кредитов. На американский ипотечный рынок банк вышел в 2003 году, купив крупнейшую в Штатах компанию по потребительскому кредитованию — Household Finance. Ту самую Household Finance, что подтолкнула Стива Айсмана перейти границу между скептическим и циничным отношением к Уолл-стрит.

С социальной точки зрения медленное и, не исключено, недобросовестное обрушение многомиллиардного рынка облигаций было катастрофой. С точки зрения деятельности хедж-фондов это был шанс, который выпадает раз в жизни. В начале карьеры Стив Айсман управлял фондом акций стоимостью \$60 млн, а сейчас продал в короткую низкокачественные бумаги на \$600 млн и не собирался на этом останавливаться. «Иногда его идеи нельзя было осуществить на практике, — говорит Винни. — Только не в этот раз». Айсман был прикован к FrontPoint Partners и, следовательно, к Morgan Stanley. Главный трейдер FrontPoint Дэнни Мозес застрял где-то посередине, между Айсманом и сотрудниками отдела управления рисками, которые с трудом представляли, чем занимаются. «Они, бывало, звонят мне и спрашивают: “А Стив может немного сбросить цену?” Я спрашиваю у Стива, а тот в ответ: “Передай, пусть катятся ко всем чертям”. Я им и передаю: “Катитесь ко всем чертям”». Однако отдел управления рисками не успокаивался и не давал Айсману развернуться. «Если бы отдел управления рисками сказал нам: “Нас это вполне устраивает, и вы

можете в 10 раз увеличить эту сумму», Стив увеличил бы ее в 10 раз», — говорит Дэнни. Грег Липпманн бомбардировал Винни и Дэнни пессимистическими сообщениями о состоянии рынка жилья, и впервые за все время Винни и Дэнни начали утаивать информацию от Айсмана. «Мы боялись, что он выйдет на улицу и примется орать: “Заработайте миллиард!”» — признается Винни.

Весной 2007 года ситуация на рынке низкокачественных ипотечных облигаций, как ни странно, несколько стабилизировалась. Газеты за 7 марта цитировали заявление председателя Федеральной резервной системы Бена Бернанке: «Влияние проблем рынка низкокачественных ценных бумаг на экономику в целом и финансовые рынки находится под контролем». «В марте и апреле качество кредитов всегда повышается, поскольку в это время происходит возврат налогов, — поясняет Айсман. — Казалось бы, специалисты по секьюритизации должны это знать. И они вроде как знали, но при этом допустили сужение кредитных спредов. Какой идиотизм! Они совсем с ума посходили?» Удивительно, но рынок облигаций продолжал расти, и показатели на экранах в отделе торговых операций компании FrontPoint свидетельствовали о стабильной тенденции к повышению. «Мы выключили канал CNBC, — говорит Дэнни Мозес. — Он стал раздражать, к тому же совершенно утратил связь с реальностью. Любое негативное событие они подавали как позитивное. Любое позитивное событие раздувалось сверх всякой меры. Такая подача меняет восприятие. Нельзя позволять всякому бреду затуманивать мозг».

По возвращении из Лас-Вегаса они решили выудить из рейтинговых агентств и обитателей Уолл-стрит, использовавших их модели, как можно больше информации. «Мы пытались выяснить, что может подтолкнуть рейтинговые агентства к понижению рейтингов», — говорит Винни. Между тем тревожные вопросы множились. Почему, например, рейтинговые агентства так лояльно относятся к облигациям, обеспеченным низкокачественными кредитами с плавающей ставкой? Проблемных заемщиков от дефолта отделяла стоимость сломанного

холодильника. Мало кто из них мог вынести повышение процентной ставки. Поскольку большинство кредитов были структурированными, владелец дома платил фиксированную привлекающую ставку, скажем 8%, в течение первых двух лет. В начале третьего года процентная ставка резко возростала до, скажем, 12%, после чего держалась на высоком уровне. Нетрудно понять, почему ипотечные кредиторы вроде Option One и New Century предпочитали выдавать именно такие кредиты: через два года заемщики либо прекращали платежи, либо, в случае роста стоимости жилья, обращались за рефинансированием. Подобные компании не относились к дефолту серьезно, ведь они не несли никаких рисков по кредитам: рефинансирование просто позволяло содрать с заемщиков дополнительные деньги. Кочуя между рейтинговыми агентствами и теми, кто занимался упаковкой низкокачественных облигаций, Айсман выяснил, что рейтинговые агентства руководствуются простым предположением: заемщики с одинаковой вероятностью будут производить платежи как при ставке 8%, так и при ставке 12%. Это означало увеличение денежного потока для держателей облигаций. Облигации, обеспеченные ипотеками с плавающей ставкой, получали более высокие рейтинги, чем облигации, обеспеченные ипотеками с фиксированной ставкой. Именно поэтому количество низкокачественных ипотечных кредитов с плавающей ставкой возросло с 40 до 80% за последние пять лет.

Кредиты массово превращались в проблемные, а низкокачественные облигации не двигались, поскольку Moody's и S&P так и не изменили официальное мнение относительно их качества. FrontPoint Partners, как инвестора в акции, обслуживали брокеры с Уолл-стрит. Айсман попросил работавших на фондовом рынке продавцов из Goldman Sachs, Morgan Stanley и других банков устроить встречу со специалистами по работе с облигациями. «Мы задавали один и тот же вопрос, — говорит Айсман: — Какова роль рейтинговых агентств во всей этой истории? Реакция всегда была одинаковой. Вслух ничего не говорилось, но и по одной ухмылке все становилось понятно». Стараясь копнуть поглубже, он позвонил в S&P и поинтересовался,

что случится с уровнем дефолтов, если цены на недвижимость упадут. Сотрудники агентства не могли открыто признаться, что их модель учета цен на жилье не принимала отрицательные числа. «Они просто уповали на то, что цены будут и дальше повышаться», — замечает Айсман\*.

В один прекрасный день Айсман вместе с Винни спустился в метро и отправился на Уолл-стрит на встречу с сотрудницей S&P по имени Эрнестин Уорнер. Уорнер работала аналитиком в отделе надзора, который должен был следить за низкокачественными облигациями и понижать их рейтинг, если лежащие в основе кредиты становились проблемными. Кредиты превращались в проблемные, но рейтинги облигаций не понижались, что снова заставило Айсмана задуматься, не известны ли S&P какие-то секреты. «Когда мы продавали облигации в короткую, у нас были только данные по пулам», — говорит он. Данные по пулам дают вам общие характеристики: средний скоринг FICO, среднее отношение размера кредита к стоимости обеспечения, среднее число кредитов без полного пакета документов и т. д. Но они не позволяли оценить индивидуальные кредиты. Данные по пулам говорили вам, например, что в пуле застраховано 25% жилищных кредитов, но не указывали, какие именно кредиты, которые станут проблемными с высокой вероятностью или с низкой. Не представлялось возможным определить, насколько сильно фирмы с Уолл-стрит манипулировали системой. «Мы-то думали, что у рейтинговых агентств больше информации, чем у нас, — говорит Айсман. — Оказалось, это не так».

Эрнестин Уорнер работала с теми же скудными данными, что и трейдеры вроде Айсмана. Чистое безумие: у тех, кто выносит решение о качестве облигаций, отсутствует доступ к нужным сведениям. Вот как вспоминает об их разговоре Винни: «Когда мы поинтересовались причинами, она ответила: “Эмитенты больше ничего не дают”. Я не поверил своим ушам: “Так потребуйте!” В ее взгляде читалось: “Мы не можем этого

---

\* Представитель S&P позднее выразил сомнение в том, что сотрудники агентства могли такое сказать, поскольку используемые модели могли учитывать отрицательные числа.

сделать”. “Кто здесь главный? Вы же серьезная контора. Просто требуйте эти сведения — и все!!!”» Айсман пришел к выводу, что «в S&P опасались: выдвини они подобные требования, и Уолл-стрит пойдет за рейтингами к Moody’s»\*.

Как инвестор Айсман имел право на молчаливое участие в ежеквартальных телефонных конференциях, проводимых Moody’s, — задавать вопросы ему не позволялось. Однако сотрудники агентства с пониманием относились к его стремлению завязать более тесный диалог: генеральный директор Реймонд Макдэниел даже пригласил Айсмана с командой в свой офис. Этим жестом он навечно завоевал расположение Айсмана. «Перестанут ли когда-нибудь косо смотреть на короткие позиции? — спрашивает Айсман. — Когда ты продаешь в короткую, весь мир против тебя. Moody’s оказалась единственной компанией, которая общалась с нами, прекрасно зная о наших коротких позициях». После поездки в Лас-Вегас Айсман и его команда не сомневались в том, что мир перевернулся с ног на голову, и полагали, что и Рей Макдэниел не может этого не видеть. «Но вот мы сидим, разговариваем, и он совершенно серьезно заявляет: я, мол, уверен, наши рейтинги соответствуют действительности», — вспоминает Винни. Стив встрепнулся и переспросил: «Что, что вы сказали?» — словно услышал самое абсурдное утверждение в истории финансов. Макдэниел повторил. Айсман рассмеялся ему в лицо. «При всем уважении, сэр, — почтительно заметил Винни на прощание, — вы глубоко заблуждаетесь». И это не Fitch и даже не S&P. Это Moody’s,

---

\* Бывший аналитик по низкокачественным ипотечным облигациям из S&P по имени Фрэнк Рейтер давал 22 октября 2008 года свидетельские показания перед Комитетом по надзору и правительственной реформе. Он утверждал, что управляющий директор S&P, отвечающий за контроль низкокачественных ипотечных облигаций, «не считал данные по кредитам важными и, как следствие этого, предложения по созданию внутренних баз данных не получали финансирования». Рейтер представил электронное письмо от управляющего директора S&P по рейтингам CDO Ричарда Гульяда, в котором говорилось: «Запросы информации по кредитам СОВЕРШЕННО НЕ-ОБОСНОВАННЫ! Большинство эмитентов ею не располагают и не могут предоставить. Тем не менее мы ОБЯЗАНЫ оценивать кредитное качество... Вы должны предоставить эти оценки и придумать, как это сделать».

элитный представитель сообщества рейтинговых агентств, 20% которого принадлежат Уоррену Баффетту. А тут вдруг какой-то Винсент Дэниел, простой парень из Квинса, называет его генерального директора то ли дураком, то ли мошенником.

К началу июня рынок низкокачественных ипотечных облигаций начал безостановочное падение, и позиции FrontPoint пришли в движение — сперва на тысячи, потом на миллиарды долларов в день. «Я знаю, что зарабатываю деньги, но кто тогда их теряет?» — этим вопросом Айсман задавался очень часто. Они уже продавали в короткую акции ипотечных кредиторов и жилищно-строительных компаний. Теперь в список коротких продаж были включены и акции рейтинговых агентств. «Агентства оценивали CDO в 10 раз выше, чем облигации GM, и конец неотвратимо приближался», — говорит Айсман.

Внимание Айсмана и его коллег неизбежно переключилось на самое сердце капитализма — крупные инвестиционные банки Уолл-стрит. «Изначально мы исходили из того, что машина секьюритизации, этот гигантский центр прибыли Уолл-стрит, вскоре перестанет работать, — говорит Айсман. — И когда это произойдет, поток доходов иссякнет». Одной из причин, подтолкнувших Уолл-стрит к созданию новой индустрии под названием «структурированные финансы», было то, что ее старомодный бизнес день ото дня становился все менее прибыльным. Интернет-конкуренты сократили прибыльность брокерской деятельности не только на фондовых рынках, но и на традиционных рынках облигаций. В тот момент, когда рынок перестанет покупать низкокачественные ипотечные облигации и обеспеченные ими CDO, инвестиционные банки окажутся в большой беде. Вплоть до середины 2007 года Айсман даже не подозревал, что у фирм может хватить ума инвестировать в собственное изобретение. Он видел, что за последние несколько лет доля заемных средств в их капитале значительно выросла, что они покупали все больше и больше рискованных активов на чужие деньги. Чего он не знал, так это каким был характер этих активов. Корпоративные облигации с рейтингом «три А» или низкокачественные CDO с рейтингом «три А»? «Наверняка ничего не было известно, — говорит он, — ведь

эти данные не раскрывались. Никто не знал, что они держат на своем балансе. Можно было лишь надеяться, что они избавятся от этого дерьма сразу же, как только его выпускают».

Новые факты, а также личное знакомство с руководителями крупных фирм и рейтинговых агентств усилили подозрения. Первой новостью стало сделанное в феврале 2007 года заявление HSBC о крупных убытках по низкокачественным кредитам и сделанное в марте того же года заявление о продаже всего портфеля по бросовым ценам. «HSBC должен был играть роль примерного мальчика, — замечает Винни. — Предполагалось, что он наведет порядок. Мы думали: черт возьми, столько людей гораздо хуже, чем они». Второй новостью стали результаты Merrill Lynch за второй квартал. В июле 2007 года Merrill Lynch объявил еще об одном невероятно прибыльном квартале, правда, признал падение доходов от торговли ипотечными бумагами в результате убытков по низкокачественным облигациям. Эта информация, прошедшая мимо ушей большинства инвесторов, стала открытием для Айсмана: Merrill Lynch держал значительное количество низкокачественных ипотечных бумаг! Финансовый директор банка Джефф Эдвардс поведал Bloomberg News, что рынку не о чем беспокоиться, поскольку «активное управление риском» позволяет банку снизить экспозицию по облигациям с низким рейтингом. «Я предпочел бы не углубляться в детали относительно позиции банка в тот или иной момент», — заметил Эдвардс. При этом он все же позволил себе сделать замечание относительно чрезмерного интереса рынка к операциям Merrill Lynch с низкокачественными ипотечными облигациями. По его словам, «слишком много внимания уделяется одному классу активов в одной стране».

Айсман придерживался иного мнения и через две недели убедил аналитика из UBS по имени Гленн Шорр пойти с ним на встречу Эдвардса с крупнейшими акционерами Merrill Lynch. Финансовый директор Merrill с ходу принялся заверять, что эта небольшая проблема с низкокачественными ипотечными бумагами целиком и полностью контролируется с помощью моделей Merrill Lynch. Вот что рассказал один из участников встречи:

«Собрание только началось, Джефф еще толкает заготовленную речь, и тут встречается Стив: “Но ваши модели ошибочны!” В зале повисает неловкое молчание. Вы издеваетесь? Вы пытаетесь завести аудиторию надуманным вопросом? Стив, сидевший в дальнем углу, принялся демонстративно складывать бумаги, словно говоря: “Если бы это не выглядело грубостью, я бы немедленно покинул помещение”».

Сам Айсман счел инцидент вежливым обменом мнениями, к которому моментально утратил интерес. «Я сказал все, что хотел. Я понял, что этот тип вообще не в теме».

Внешне крупные фирмы с Уолл-стрит казались стабильными, однако в действительности, как начинал догадываться Айсман, их проблемы не ограничивались потенциальной потерей дохода. Если они в самом деле не видели угрозы со стороны рынка низкокачественных ипотечных бумаг, этот рынок мог их уничтожить. Вместе с командой он занялся выявлением скрытых рисков: кто что скрывал? «Мы окрестили этот процесс “Великая охота за сокровищами”», — рассказывает он. Айсман не знал точно, действительно ли эти фирмы находятся на другой стороне ставок против низкокачественных облигаций, но чем больше он об этом думал, тем больше убеждался: сами фирмы тоже не могли сказать это наверняка. Он ходил на встречи с генеральными директорами фирм с Уолл-стрит и задавал самые простые вопросы относительно их балансов. «Они не могли ответить на эти вопросы. Они вообще не знали, что держат на собственном балансе». Однажды Айсман напросился на встречу с генеральным директором Bank of America Кеном Льюисом. «Я сидел и слушал его, и тут до меня дошло: да он же кретин! Настоящее озарение. Глава одного из крупнейших банков в мире — форменный придурок!» Они продали в короткую акции Bank of America, UBS, Citigroup, Lehman Brothers и еще нескольких других. С Morgan Stanley такое не прошло, поскольку банк был совладельцем их фонда. Если бы не это, они продали бы и Morgan Stanley. Вскоре после этого к ним заглянул Брэд Хинц, известный аналитик из Sanford C. Bernstein & Co., занимавшийся крупными фирмами с Уолл-стрит. Хинц пытался разведать планы Айсмана.

«Мы только что продали в короткую Merrill Lynch», — заявил Айсман.

«Почему?» — удивился Хинц.

«Очень просто. Надвигается катастрофа, ну а какая катастрофа без Merrill Lynch?». Когда дурные рекомендации уничтожили Orange County, Merrill был замешан в скандале. В крахе доткомов не обошлось без Merrill. Merrill отличился еще в 1980-е годы, когда первый трейдер облигациями, получивший свободу действий, потерял сотни миллионов долларов. Айсман следовал логике неофициальной иерархии, сложившейся на Уолл-стрит. Goldman Sachs, заправила, верховодил во всех играх. А Merrill Lynch отводилась роль толстенького коротышки, мальчика на побегушках, который должен радоваться уже тому, что его приняли в игру. На рынке, как представлялось Айсману, шла жесткая борьба за лидерство, и Merrill Lynch занял отведенное ему место в конце цепочки.

17 июля 2007 года, за два дня до того, как Бен Бернанке, глава Федеральной резервной системы, сообщил сенату о том, что убытки на рынке низкокачественных ипотечных кредитов не превысят \$100 млрд, FrontPoint пошел на необычный шаг. Он организовал собственную телефонную конференцию. Конференции для своих немногочисленных инвесторов фонд проводил и раньше, только на этот раз мероприятие было открытым. Стив Айсман перестал таиться. «Стив — один из полутора инвесторов, которые понимают, что происходит», — заявил известный аналитик с Уолл-стрит. Послушать Айсмана решили 500 человек; еще 500 впоследствии прослушали его выступление в записи. Он разъяснил аудитории суть алхимии мезонинных CDO и сказал, что ожидает убытки только в этом сегменте порядка \$300 млрд. Чтобы представить реальную ситуацию, по его словам, нужно «выбросить все эти модели в мусорное ведро. Они совершенно не связаны с сегодняшним миром... Специалисты по ценным бумагам, обеспеченным активами, впервые должны просто подумать». Он рассказал о том, что рейтинговые агентства морально обанкротились и сейчас живут в страхе перед банкротством реальным. «Рейтинговые агентства напуганы до смерти, — заявил Айсман. — Они

напуганы до смерти своим бездействием, поскольку этим бездействием расписываются в собственной глупости». По его оценкам, убытки грозят половине всех ипотечных кредитов — а это много триллионов долларов. «Мы участвуем в самом масштабном эксперименте в истории этой страны, — резюмировал Айсман. — И этот эксперимент устраивался не для забавы. Вам кажется это ужасным? Но вы еще не видели картины в целом». После него выступил англичанин, управлявший самостоятельным фондом в составе FrontPoint. Он немного помедлил, а затем с кривой ухмылкой заметил: «Простите, мне нужно прийти в себя, после того как Стив напроорочил конец света». И все засмеялись.

В тот же день инвесторы рухнувших хедж-фондов Bear Stearns узнали, что их CDO, обеспеченные низкокачественными облигациями, с рейтингом «три А» стоимостью \$1,6 млрд не просто подешевели. Они превратились в бумажки. Теперь Айсман убедился: многие крупные фирмы с Уолл-стрит не понимали своего риска и стояли на краю пропасти. В основе его уверенности лежало воспоминание об обеде с Вином Чау, благодаря которому он осознал центральную роль мезонинных CDO и сделал огромную ставку на их понижение. Возникает вопрос, что конкретно входит в состав этих CDO? «Я понятия не имел, что там намешано, — признается Айсман. — Анализу это не поддавалось. Вы не могли сказать: “Покажите мне облигации только с Калифорнией”. Никто не знал, что в них заложено». Но собранной информации хватало для вывода о том, что, как выразился Дэнни, «в них было всякое дерьмо, на понижение которого мы ставили и которое упаковали в один портфель». Но в остальном они блуждали в потемках. «Стив действует по принципу “Главное связаться, а там будет видно”», — говорит Винни.

И тут пришли новости. Айсман уже давно выписывал *Grant's Interest Rate Observer* — информационный бюллетень, пользовавшийся популярностью на Уолл-стрит, но неизвестный за ее пределами. Его редактор Джим Грант предрекал катастрофу еще с начала долгового цикла в середине 1980-х годов. В конце 2006 года Грант решил вплотную заняться изучением этого

непонятного изобретения Уолл-стрит, известного как CDO. А точнее, он поручил разобраться с ним своему молодому помощнику Дэну Гертнеру, инженеру-химику со степенью MBA. Гертнер зарылся в документы, представлявшие CDO потенциальным инвесторам, плюясь и страдая. «Через некоторое время он пришел ко мне и пожаловался: “Не могу понять, что это за штука”. А я решил: “Получится отличная статья”».

Сколько Гертнер ни копал, он так и не добрался до того, что лежало в основе CDO. По мнению Джима Гранта, этого не удалось сделать ни одному инвестору. Это подтверждало то, что Грант и так уже знал: слишком многие принимают на веру финансовую отчетность. В начале 2007 года Грант написал серию статей, утверждая, что рейтинговые агентства уже давно не исполняют свою прямую обязанность, что они присваивают рейтинги CDO, не имея ни малейшего понятия об их реальном составе. Одна статья начиналась такими словами: «Читатели увидят, как ворох ипотечных бумаг неинвестиционного уровня перекомпоновывается и превращается в CDO. И удивятся тому, как этот таинственный процесс улучшает кредитный рейтинг таких бумаг...» Гранта и его преданного помощника вызвали на ковер в S&P. «Нам практически приказали явиться в агентство, где заявили: “Вы, ребята, ничего не понимаете”, — говорит Гертнер. — В статьях Джим употребил слово “алхимия”, и оно им не очень понравилось».

Всего несколькими милями севернее офиса Гранта на Уолл-стрит один менеджер фонда акций с пессимистическим взглядом на жизнь силился понять, почему другие не сомневаются в действиях рынка облигаций и в его маловразумительных творениях. В статье Джима Гранта Айсман нашел независимое подтверждение своей теории финансового мира. «Я прочел статью и подумал: “Боже мой, это ведь все равно что владеть золотым рудником!” Я был единственным в мире акций, кто от чтения этого материала практически испытал оргазм».

## Затянувшееся затишье

В тот самый день, когда Стив Айсман стал первым, кто испытал почти сексуальное удовольствие от исследования в *Grant's Interest Rate Observer*, д-р Майкл Бэрри получил от своего финансового директора копию этой же статьи вместе с шутливой припиской: «Майк, ты что, подрабатываешь в *Grant's*?»

«Да нет», — ответил Бэрри, не особенно обрадовавшись тому, что кто-то разделяет его взгляды. — Странно только, что *Grant's* не связался с нами...» Живя в мире финансов, он держался в стороне от него, словно находился по другую сторону оконного стекла и не мог заставить себя постучаться. Он первым, еще в начале 2003 года, заметил неладное в американской финансовой системе: *расширение кредитования за счет использования финансовых инструментов*. Мудреные финансовые продукты изобретались с единственной целью — кредитовать людей, которые никогда не смогут вернуть деньги. «Я абсолютно уверен в том, что финальным актом этой пьесы станет кризис финансовых институтов, которые творят такие глупости, — писал он в апреле 2003 года своему приятелю, которого удивляла мрачность квартальных писем, адресованных инвесторам Scion Capital. — У меня есть дело. Зарабатывать деньги

для моих клиентов. Точка. Но как же погано на душе, когда ты делаешь ставки, которые должны принести колоссальную прибыль в случае трагедии». Весной 2005 года он раньше других инвесторов разглядел грядущую трагедию и прямо поставил на понижение низкокачественных ипотечных облигаций.

Теперь, в феврале 2007 года, дефолты по низкокачественным кредитам достигли рекордных уровней, финансовые институты зашатались, но никто не помнил, что Бэрри говорил и делал до этого. А он просил инвесторов набраться терпения — ведь вложения могут окупиться, только когда истечет срок действия привлекающих ставок по ипотечным кредитам 2005 года. Инвесторы ждать не желали. Многие не доверяли Бэрри, а он, в свою очередь, считал, что они его предали. С самого начала он знал финал, но промежуточных этапов представить не мог. «Тогда мне хотелось заснуть и проснуться в 2007 году», — говорит Бэрри. Чтобы сохранить ставки против низкокачественных ипотечных облигаций, ему пришлось уволить половину и без того маленького штата и ликвидировать миллиардные ставки против компаний, наиболее тесно связанных с рынком низкокачественных ипотечных кредитов. Сейчас он был как никогда одинок. Единственное, что изменилось, — это его видение причин происходящего.

Незадолго до этого жена пригласила Бэрри на прием к психологу Стэнфордского университета. Воспитательница детского сада обратила внимание на отклонения в поведении их четырехлетнего сына Николаса и посоветовала родителям показать ребенка врачу. Николас не спал во время тихого часа и засыпал, когда воспитательница что-нибудь рассказывала. Его психологическая деятельность была «очень активной». Майкл Бэрри подавил в себе раздражение. В конце концов, он и сам был врачом и понимал, что воспитательница намекает на незамеченный им синдром дефицита внимания. «В ординатуре я работал с людьми, страдавшими дефицитом внимания и гиперактивностью, и всегда считал, что этим диагнозом злоупотребляют, — говорит он. — Это такой “спасительный” диагноз для родителей, которым нужно медицинское обоснование, чтобы напичкать ребенка лекарствами или чтобы оправдать его

дурное поведение». Бэрри подозревал, что его сын отличается от других детей, но отличается в хорошую сторону. «Он задает массу вопросов, — рассказывает Бэрри. — Я всегда поощрял его любознательность, поскольку сам в детстве засыпал всех вопросами и ужасно расстраивался, когда мне затыкали рот». Он стал внимательнее наблюдать за сыном и заметил, что мальчику, несмотря на умственные способности, трудно общаться с окружающими. «Любые попытки сближения с его стороны почему-то отталкивали от него детей, хотя он не делал им ничего дурного». Бэрри вернулся домой и сказал жене: «Не переживай! Он нормальный ребенок!»

Бросив на него удивленный взгляд, жена поинтересовалась: «Откуда ты знаешь?»

На что д-р Майкл Бэрри ответил: «Он моя копия! В детстве я был таким же».

Заявления в несколько детских садов вернулись с отказом без всяких объяснений. Сдавшись под напором родителей, директор одного из садиков сказал Бэрри, что у его сына проблемы с мелкой и крупной моторикой. «Он очень плохо справлялся с ножницами и карандашами, — поясняет Бэрри. — Ну подумаешь. Я до сих пор рисую, как четырехлетний ребенок, и терпеть не могу манипуляции с ножницами». Но чтобы успокоить жену, он согласился протестировать сына. «Тест просто докажет, что он умный ребенок, эдакий “рассеянный гений”».

По результатам тестов, проведенных детским психологом, мальчику был поставлен диагноз — синдром Аспергера. Классический случай, сказала психолог и порекомендовала отдать Николаса в специальную школу. Д-р Майкл Бэрри не знал что и думать: у него сохранились довольно смутные воспоминания об этом синдроме со времен учебы в медицинском. Жена вручила ему стопку книг об аутизме и смежных расстройствах. Сверху лежали книги психолога Тони Аттвуда «Полное описание синдрома Аспергера» и «Синдром Аспергера: руководство для родителей и специалистов».

«Выраженное нарушение невербального общения, например визуального контакта...»

Есть.

«Неспособность общения со сверстниками...»

Есть.

«Отсутствие спонтанного желания разделить с окружающими радость, успехи или интересы...»

Есть. «Трудности в интерпретировании социальных/эмоциональных сигналов...»

Есть.

«Трудности с выражением эмоций или нарушение механизма, сдерживающего проявление гнева...»

Есть.

«...Увлеченность компьютерами объясняется тем, что с ними не нужно разговаривать и общаться, к тому же они логичны, последовательны и не склонны к смене настроения. Именно поэтому компьютеры являются идеальным объектом интереса для людей с синдромом Аспергера...»

Есть.

«У многих людей имеется хобби... Разница между нормальным проявлением и эксцентричностью, характерной для синдрома Аспергера, заключается в том, что своим увлечениям человек предается в уединении, посвящает им практически все время и постоянно о них говорит».

Есть... есть... есть.

Прочтя несколько страниц, Майкл Бэрри осознал, что читает не про сына, а про самого себя. «Много ли найдется людей, которые, открыв книгу, находят в ней инструкцию с объяснением многого в своей жизни? — говорит он. — Отвратительно читать о том, кто ты есть. Мне казалось, я не такой, как остальные, но книга говорила, что я в действительности такой же, как и другие. У нас с женой — типичной парой с синдромом Аспергера — родился сын с синдромом Аспергера». Стекланный глаз потерял свое значение как причина; удивительно, что его вообще удавалось считать причиной. Разве мог стекланный глаз объяснить патологический страх пловца перед глубиной — страх перед тем, что таится под толщей воды? Разве мог он объяснить детскую страсть к стирке денежных купюр? Маленький Майкл мыл долларовые купюры, вытирал их полотенцем, а затем складывал между страницами

книги и прижимал сверху стопкой книг. И все это для того, чтобы иметь «новые» деньги. «В одно мгновение я превратился в карикатуру, — говорит Бэрри. — Я всегда отличался феноменальным умением сосредотачиваться и очень быстро усваивать материал. И мне казалось, это моя индивидуальная особенность. И вот выясняется, что это типичное качество многих людей с синдромом Аспергера. Теперь мои действия можно объяснить заболеванием».

Бэрри не желал мириться с этим открытием. Он обладал даром находить и анализировать информацию, представлявшую для него интерес. А интерес к собственной персоне всегда был вне конкуренции. И вот в 35 лет он узнал о себе нечто новое — и сразу же пожалел об этом. «Я сразу подумал, что наверняка многие живут с таким синдромом и даже не подозревают о нем. И задумался: может, оно и к лучшему? Может быть, эти знания пойдут мне на пользу?»

Бэрри обратился к психологу, желая разобраться, как его синдром сказывается на жене и детях. Однако его работу эта новая информация не затронула. Не изменилась ни манера инвестировать, ни манера общаться с инвесторами. Он не рассказал им о своем расстройстве. «Я не считал, что это существенный факт, подлежащий раскрытию, — поясняет он. — У меня не было какого-то нового заболевания. Оно всегда во мне сидело». В то же время диагноз объяснял многое в его выборе способа зарабатывать на жизнь: навязчивую потребность в неопровержимых фактах, стремление к логичности, умение легко и быстро «переваривать» скучную и объемную финансовую отчетность. Люди с синдромом Аспергера не в состоянии контролировать свою увлеченность. Его интерес к финансовым рынкам, а не, скажем, к коллекционированию каталогов газнокосилок можно считать чистой воды везением. Посмотрев на ситуацию с такой точки зрения, он подумал, что сложные современные финансовые рынки были будто специально созданы на радость людям с синдромом Аспергера. «Перспективы эмиссии низкокачественных ипотечных облигаций по силам одолеть только человеку с синдромом Аспергера», — замечает Бэрри.

В начале 2007 года Майкл Бэрри очутился в типичной для него странной ситуации. Он купил страховку на массу реально дрянных низкокачественных ипотечных облигаций, созданных на основе кредитов 2005 года, но это были *его личные* дефолтные свопы. Другие практически не имели с ними дело — почему-то считалось, будто кредиты 2005 года качественнее кредитов 2006 года. На языке рынка облигаций они назывались «старыми». Это был самый главный аргумент: пулы кредитов, против которых он ставил, воспринимались как «относительно чистые». Чтобы доказать ошибочность подобных утверждений, Бэрри провел собственное исследование и выяснил: дефолты по пулам кредитов, на понижение которых он ставил, были почти в два раза вероятнее, чем в целом по сделкам с низкокачественными бумагами 2005 года, а обращения взыскания на недвижимость по ним — на треть. Кредиты, выданные в 2006 году, были действительно хуже кредитов 2005 года, но и последние качеством не отличались, а, кроме того, были ближе к моменту изменения процентной ставки. Для игры на понижение он выбрал самых подходящих домовладельцев.

На протяжении 2006 года и в первые месяцы 2007 года Бэрри посылал свой перечень дефолтных свопов в Goldman Sachs, Bank of America и Morgan Stanley с просьбой показать его потенциальным покупателям. Он хотел получить представление о рыночной цене. В этом, в конце концов, и заключалась официальная функция дилеров — посредничество и формирование рынка. Однако данную функцию они не выполняли. «Создавалось впечатление, что дилеры просто брали мой перечень и делали ставки сами», — говорит Бэрри. С каждым месяцем от сервисеров, отвечавших за сбор платежей по кредитам, поступали все более тревожные данные: качество кредитов, лежащих в основе облигаций, стремительно ухудшалось, тем не менее стоимость страхования этих облигаций падала. «Логика меня подвела, — сокрушается Бэрри. — Я не мог объяснить происходящее». В конце каждого дня проводился небольшой перерасчет: если рынок низкокачественных бумаг падал, банки переводили деньги ему, а если рынок укреплялся, он переводил деньги банкам. Судьба Scion Capital зависела от этих ставок,

но в краткосрочной перспективе она определялась не открытым и свободным рынком, а Goldman Sachs, Bank of America и Morgan Stanley, которые ежедневно решали, принесут дефолтные свопы Майка Бэрри прибыль или убыток.

У Майка Бэрри и вправду сформировался весьма необычный портфель дефолтных свопов. Они отбирались необычной личностью, обладавшей необычным взглядом на финансовые рынки и действовавшей без оглядки на кого-либо. Одно только это обстоятельство позволяло фирмам с Уолл-стрит навязывать ему свои цены. Поскольку никто больше не покупал и не продавал аналогичные инструменты, определить их стоимость было крайне затруднительно, поэтому Goldman Sachs и Morgan Stanley определяли ее на свое усмотрение. Бэрри выявил закономерности в их политике управления рынком: все хорошие новости относительно рынка жилья и экономики в целом трактовались как повод потребовать дополнительное обеспечение со стороны Scion Capital, плохие же новости рассматривались как не имеющие отношения к сделанным ставкам. Фирмы всегда заявляли, что у них нет собственных позиций, а портфель сбалансирован, но их поведение свидетельствовало об обратном. «Чистая позиция банка определялась в соответствии с выбранным ориентиром, — говорит Бэрри. — Не думаю, что эти ориентиры у них были рыночными. Скорее, они руководствовались собственными потребностями». Иными словами, причиной, по которой банки не признавали прибыль по его ставкам, было то, что они сами находились на другой стороне. «При общении с дилерами они разговаривают с тобой, глядя на свой баланс, — писал он в марте 2006 года своему юристу Стиву Друскину. — Содержание баланса и есть их точка зрения. Goldman, похоже, влез в это по уши. Они говорят так, будто с пулами ипотечных кредитов все в порядке. Ни к чему нагнетать панику... и это приносит определенные плоды. Пока они в состоянии привлекать на рынок больше денег, проблема не возникает. Именно это и происходит последние три-четыре года».

К апрелю 2006 года он перестал покупать страховку на низкокачественные ипотечные облигации. При портфеле активов стоимостью \$555 млн он сделал этих специфических ставок

на \$1,9 млрд — ставок, которые должны были бы окупиться, но пока не окупались. В мае он избрал новую тактику: стал предлагать трейдерам с Уолл-стрит продать ему еще больше дефолтных свопов по приемлемой для них цене, прекрасно зная, что те откажутся. «Ни разу контрагенты не согласились продать свопы по моим ценам, — писал он в электронном сообщении. — 80–90% позиций из моего перечня не продавались ни за какие деньги». Исправно функционирующий рынок учитывает новую информацию в ценах бумаг; этот же многомиллиардный рынок даже не пошевелился. «Одно из старейших правил в мире инвестиций гласит: если вы прочли о событии в газете — уже слишком поздно, — говорит Бэрри. — Так оно и есть, но только не в этот раз». Стив Друскин чем больше знакомился с рынком, тем больше удивлялся тому, насколько он контролировался. «Поразительнее всего то, что они сумели создать из этих воображаемых бумаг целый рынок, — говорит он. — Это же не реальные активы». Словно Уолл-стрит решила позволить всем и каждому спекулировать на пунктуальности коммерческих авиалиний. Вероятность прибытия рейса United Flight 001 точно по расписанию зависит от погоды, неполадок, опытности пилота и много еще от чего. Но вероятность изменения графика можно было не принимать во внимание, пока самолет не приземлится, вовремя или с опозданием. Крах ипотечных кредиторов вроде Ownit и ResCap и убытки по пулам низкокачественных кредитов выше ожидаемых не имели значения. Значимым было лишь то, что имело значение с точки зрения Goldman Sachs и Morgan Stanley.

Крупнейший в мире рынок капитала был на самом деле не рынком, а чем-то еще — только вот чем? «Я фактически пытаюсь убедить своих контрагентов в том, что неизменный проигрыш свидетельствует о мошенничестве на рынке дефолтных свопов, — писал Бэрри в электронном письме своему инвестору. — Что если дефолтные свопы — фальсификация? Я не могу отделаться от этого вопроса и думаю, никогда раньше у меня не было столько оснований считать именно так. В этом году мы не должны потерять 5% на дефолтных свопах». Своему продавцу из Goldman Sachs он писал: «Я думал, что играю

на понижение рынка жилья, но это не так, ведь дефолтные свопы сфальсифицированы?» Когда спустя несколько месяцев Goldman Sachs объявил о том, что отчисляет \$542 000 на каждого сотрудника в бонусный фонд 2006 года, он снова написал: «Как бывший посетитель автозаправок, парковок, врач-стажер и в настоящее время сексуальный раб Goldman Sachs я оскорблен».

В середине 2006 года до него стали доходить слухи о других инвестиционных менеджерах, которые делали аналогичные ставки. Некоторые даже звонили ему с просьбой о помощи. «Мне столько раз говорили, что я должен выйти из сделки, — рассказывает Бэрри. — А я смотрел на этих людей и думал: как здорово, что у них есть возможность войти в сделку». Если бы рынок был хоть чуточку рациональным, ему бы уже давно пришел конец. «Крупнейшие в мире фонды воспользовались моими идеями и скопировали мою стратегию, — писал он в одном из электронных писем. — Поэтому, если это случится, не только Scion заработает деньги. Но и всем это сделать не удастся».

На душе у Бэрри скребли кошки. «Такое впечатление, будто я пожираю сам себя», — писал он жене в середине сентября. Источником его печали служили, как и всегда, другие люди. Больше всего хлопот ему доставляли собственные инвесторы. Когда в 2000 году он создал фонд, то оглашал только квартальную прибыль, предупредив инвесторов о том, что не будет информировать их о своих планах. Теперь они требовали отчетов каждый месяц, а то и каждые две недели и постоянно докучали вопросами об обоснованности его пессимизма. «Я практически убедился: чем лучше идея и чем прогрессивнее мыслит менеджер, тем больше инвесторы вас ругают», — говорит он. Его не очень волновало, насколько прогнил рынок ценных бумаг, поскольку он верил: рано или поздно на нем восторжествует здравый смысл. Компании либо разоряются, либо процветают. Кредиты либо погашаются, либо нет. Но люди, чьими деньгами он управлял, были неспособны эмоционально дистанцироваться от рынка. Они реагировали на те же поверхностные раздражители, что и весь прогнивший рынок низкокачественных ипотечных бумаг, и пытались заставить Бэрри подстраиваться

под рыночное безумие. «Я изо всех сил стараюсь не терять выдержку, — обращался он в письме к одному из инвесторов. — Но я не могу быть терпеливее своих инвесторов». В ответ на жалобы другого инвестора он писал: «Умный менеджер хедж-фонда — это тот, у кого есть правильная идея и кого инвесторы покидают как раз перед тем, как идея начнет приносить деньги». Когда он зарабатывал для них гигантские деньги, их не было видно и слышно; но как только он начал немного терять, они набросились на него с сомнениями и подозрениями:

- На мой взгляд, дефолтные свопы — это чудовище, которое тащит нас в море. Это повторение истории про старика и море.
- Когда, по-вашему, прекратятся потери? (В августе опять 5%-ное снижение.) Ваша нынешняя стратегия более рискованна?
- Я физически страдаю из-за вас... Как вы посмели?
- Можете объяснить, почему мы теряем деньги на этой позиции? Если потенциальные потери фиксированы, то, учитывая, сколько мы уже потеряли, они должны составлять незначительную часть портфеля.

Последний вопрос возникал уже не раз: почему человек, отбирающий акции, теряет столько денег на одной экзотической позиции рынка облигаций? И он пытался дать на него ответ: нужно выплачивать ежегодную премию в размере примерно 8% от портфеля, пока существуют базисные кредиты: скорее всего, около пяти лет, но, возможно, что и все 30. Восьмипроцентный платеж за пять лет составит 40%. Если стоимость дефолтных свопов упадет наполовину, Scion потеряет в результате переоценки позиции по рынку 20%.

Что хуже всего, в контрактах на дефолтные свопы был пункт, позволявший крупным фирмам с Уолл-стрит аннулировать сделки с Scion, если активы последнего упадут ниже определенного уровня. Возникла реальная угроза подобного исхода. Большинство инвесторов Бэрри приняли условие

о «замораживании» капитала и два года не имели права изымать деньги по собственному желанию. Но из \$555 млн, имевшихся в его распоряжении, \$302 млн можно было вывести уже в конце 2006 — середине 2007 года, и инвесторы выстроились в очередь, требуя назад свои деньги. В октябре 2006 года цены на американскую жилую недвижимость продемонстрировали рекордное падение за последние 35 лет. Всего за несколько недель до того, как с АВХ, индексом ипотечных облигаций класса «три В», произошло первое «кредитное событие» (т. е. убытки), над фондом Майкла Бэрри, который к этому времени полностью сконцентрировался на игре против низкокачественных ипотечных бумаг, нависла угроза бегства инвесторов. «Мы впали в клиническую депрессию, — говорит один из аналитиков Бэрри, которых тот непонятно для чего нанимал, поскольку все исследования предпочитал проводить самостоятельно. — На работу ходить не хотелось. Сделка оборачивалась против нас, а инвесторы стремились выйти из игры».

Однажды вечером, когда Бэрри жаловался жене на полное отсутствие долгосрочной перспективы на финансовых рынках, его осенило: соглашение с инвесторами давало ему право держать их деньги, если те были вложены в «ценные бумаги, для которых отсутствует публичный рынок или которые являются неликвидными». Решение о наличии публичного рынка для той или иной ценной бумаги оставалось за менеджером. Если Майкл Бэрри считал, что такого рынка нет — что он, например, временно не функционирует или является мошенническим, — ему позволялось перевести инвестиции на отдельный счет. Другими словами, инвесторы не могли получить свои деньги обратно до тех пор, пока сделанная ставка не принесет результата.

И он принял единственно правильное и логичное, на его взгляд, решение: перевел дефолтные свопы на отдельный счет. Жаждавшие вернуть свои деньги инвесторы, среди которых был и Gotham Capital, первым поддержавший фонд, узнали об этом решении из лаконичного письма: Бэрри заморозил примерно 50–55% их денег. За этим письмом последовал квартальный отчет, который, по замыслу Бэрри, должен был немного

поднять всем настроение. Но таким уж он уродился: ему было наплевать на то, что о нем думают окружающие. И по-другому он, похоже, не умел. Его письмо больше смахивало не на извинение, а на агрессивный наскок. «Сейчас я с еще большим оптимизмом смотрю на будущее портфеля, и это не имеет отношения к акциям» — так оно начиналось. Далее Бэрри объяснял, что открыл позицию на рынке, которой должны завидовать все инвестиционные менеджеры. Он сделал ставку не на «жилищный Армагеддон» (хотя и подозревал его приближение), а на «худшие 5% кредитов, выданных в 2005 году». Инвесторы должны радоваться. Судя по тону письма, Бэрри считал, что поставил мир на колени, хотя, по идее, должен был чувствовать, что это мир поставил на колени его. Один из крупнейших нью-йоркских инвесторов отправил ему электронное сообщение: «Я бы поостерегся жонглировать фразами вроде “Мы заняли короткую позицию в портфеле ипотечных бумаг, что сделал бы каждый, если бы понимал существующую ситуацию” и “Рано или поздно кому-то из крупнейших фондов придется реально проштудировать проспект эмиссии”». Один из двух его преданных друзей по переписке заметил: «Никто, за исключением северокорейского диктатора Ким Чен Ира, не написал бы подобное письмо при убытках в 17%».

Партнеры из Gotham Capital стали угрожать ему судебным иском. Вскоре к ним присоединились и остальные. Правда, руководители Gotham отличились: они вылетели из Нью-Йорка в Сан-Хосе и попытались угрозами заставить Бэрри вернуть им вложенные \$100 млн. В январе 2006 года глава Gotham Джоэль Гринблатт появился на телевидении с рекламой своей новой книги. Когда его попросили назвать наиболее успешных «стоимостных инвесторов», он принялся расхваливать редкий талант по имени Майк Бэрри. Спустя 10 месяцев Гринблатт вместе с партнером Джоном Петри проделал 3000 миль, чтобы обозвать Бэрри лжецом и заставить отказаться от сделки, которую тот считал самым удачным решением за всю свою карьеру. «Если и был какой-то момент в жизни, который мне бы хотелось вычеркнуть, так это вот этот, — вспоминает Бэрри. — Джоэль был мне как крестный отец, партнер в моей фирме, человек,

который меня “открыл” и первым поддержал. Я уважал его, преклонялся перед ним». Сейчас, когда Гринблатт убеждал его в том, что ни один судья не поддержит решение о переводе на отдельный счет явно ликвидных бумаг, все чувства, питаемые Бэрри к этому человеку, испарились. Когда Гринблатт попросил список низкокачественных ипотечных облигаций, на понижение которых играл Бэрри, тот отказал ему. Гринблатт видел ситуацию так: он дал этому парню \$100 млн, а он не желает не только их возвращать, но даже говорить с ним.

В чем-то Гринблатт был прав. Переводить на отдельный счет несомненно ликвидные инвестиции было не принято. Майкл Бэрри мог бы ликвидировать свою ставку против рынка низкокачественных ипотечных облигаций по не очень высокой цене. Немалое число инвесторов полагало, что Майк Бэрри просто не хочет мириться с рынком: он принял неверное решение и не желает признавать убыток. Но в глазах Бэрри мнение рынка было мошенническим, а Джоэль Гринблатт не ведал, о чем говорил. «Было совершенно очевидно, что они до сих пор не понимают сути позиции в дефолтных свопах», — говорит он.

Бэрри прекрасно знал, что многие из тех, кто доверил ему деньги, теперь его ненавидели. Поэтому ему пришлось: а) закрыться в своем офисе и еще чаще и громче, чем обычно, кричать: «Отвалите!»; б) научиться презирать собственных инвесторов; в) пытаться разъяснить им свои действия, хотя те не желали его слушать. «Я бы посоветовал вам меньше говорить и больше слушать, — писал его юрист Стив Друскин в конце октября 2006 года. — Они затевают против вас судебный процесс».

«Это было интересно, — говорит Кип Обертинг, который свел Бэрри с другим крупным инвестором, компанией White Mountains. — Ведь он четко разъяснял свои действия. К тому же заработал для инвесторов кучу денег. Казалось, люди не отвернутся от него». Они не только отвернулись, но побежали от него со всех ног. Они его ненавидели. «Не понимаю, почему люди не видят, что я не желаю им плохого», — расстраивался Майкл Бэрри. Поздно вечером 29 декабря он в одиночестве сидел в своем кабинете и писал электронное сообщение

жене: «Все это так меня угнетает; мне бы хотелось пойти домой, но сейчас я дико зол и подавлен».

В январе 2007 года, как раз перед поездкой Стива Айсмана и Чарли Ледли в Лас-Вегас, Майкл Бэрри принялся составлять отчет, объяснявший инвесторам, почему, несмотря на 10%-ный рост индекса S&P, он потерял 18,4%. Тот, кто инвестировал в его фонд с самого начала, получил за прошедшие шесть лет прибыль в размере 186% по сравнению с 10,13% по индексу S&P 500. Однако долгосрочный успех Бэрри больше никого не убеждал. Его оценивали по результатам за месяц. «За последний год мои показатели были ниже показателей коллег и друзей на 30–40 процентных пунктов, — писал он. — Инвестиционный менеджер не может без всяких последствий из никого превратиться в человека, которого сперва все дружно превозносят, а потом так же дружно поливают грязью». И таким последствием стала твердая уверенность в своей правоте и ошибочности мнения финансового рынка. «Я всегда считал, что благодаря упорному труду один талантливый аналитик в состоянии охватить значительную часть инвестиционного ландшафта, и это убеждение остается неизменным».

После этого Бэрри вновь обратился к своим дефолтным свопам: все существенные факты указывали на успешный исход. Всего за два последних месяца обанкротились три крупных ипотечных кредитора... По прогнозам Центра ответственного кредитования (Center for Responsible Lending), в 2007 году 2,2 млн заемщиков потеряют свои дома, а каждый пятый получатель ипотечного кредита, выданного в 2005 году, объявит дефолт.

Майкл Бэрри как нельзя лучше подходил на роль злодея с Уолл-стрит. Его квартальные отчеты, которые он считал конфиденциальными, постоянно просачивались в прессу. В одном из специализированных журналов появилась мерзкая статья, автор которой утверждал, что, переведя инвестиции на отдельный счет, Бэрри повел себя неэтично. Бэрри был уверен: статью заказал один из его инвесторов. «Майк вовсе не был

параноиком, — заявил нью-йоркский инвестор, наблюдавший за действиями прочих нью-йоркских инвесторов Scion Capital. — На него просто спустили всех собак. Представляя Бэрри Плохишом, его превращали в этакого жадного социопата, который хочет заграбастать все деньги. К тому же он всегда мог снова стать невропатологом. Это первое, к чему каждый норовил прицепиться: Майк был врачом». До Бэрри стали доходить странные слухи. Он будто бы бросил жену и пустился в бега. Он будто бы перебрался в Южную Америку. «В последнее время я веду на удивление бурную жизнь», — сообщал он одному своему приятелю по переписке.

Учитывая происходящее в последнее время, я решил переговорить со многими нашими инвесторами — впервые за всю историю фонда. То, что я услышал, выбило меня из колеи. Складывается впечатление, что инвесторы просматривали мои письма по диагонали, а многие верили не анализу и фактам, а слухам и сплетням. Говорят, что я создал фонд прямых инвестиций, пытался приобрести венесуэльскую золотодобывающую компанию, создал независимый хедж-фонд Milton's Opus, развелся, обанкротился, никогда не раскрывал информацию по сделкам с деривативами, взял в долг \$8 млрд, два последних года жил в Азии, обозвал всех на Уолл-стрит идиотами, перекачал весь капитал на свой личный счет и превратил Scion в очередной Amaranth\*. И все это чистая правда.

Бэрри никогда не соответствовал типичным представлениям о менеджере хедж-фонда. Он по многу дней подряд ходил на работу в одних и тех же шортах и футболках. Отказывался надевать туфли со шнурками, часы и даже обручальное кольцо. Чтобы успокоиться на работе, врубал тяжелый металл. «Думаю, окружающие терпели все эти причуды, пока дела шли хорошо, — говорит он. — Но как только возникли трудности, причуды превратились в признаки некомпетентности и неуравновешенности — даже по мнению сотрудников и деловых партнеров».

---

\* Хедж-фонд из Коннектикута, который потерял в начале 2006 года \$6,8 млрд на сделках с природным газом и рухнул, вызвав большой резонанс.

После конференции в Лас-Вегасе рынок понизился, а потом восстанавливался до конца мая. По мнению Чарли Ледли из Cornwall Capital, интриганы из банков с Уолл-стрит, рейтинговых агентств и правительственных регулирующих органов развращали финансовую систему США. Стив Айсман из FrontPoint Partners считал рынок бестолковым и бредовым: в финансовой культуре, где за кратковременной паникой следовал головокружительный подъем, любая продажа по сниженным ценам рассматривалась как очередная возможность для покупки. Майклу Бэрри рынок низкокачественных ипотечных бумаг представлялся сплошными махинациями, которые проворачивались отделами по работе с низкокачественными облигациями. «Учитывая масштабное мошенничество со стороны наших контрагентов, идея выведения дефолтных свопов с отдельного счета больше не рассматривается», — писал он в конце марта 2007 года.

Первая половина 2007 года стала очень странным периодом в истории финансов. Реальные факты, связанные с состоянием рынка жилья, все больше расходились с ценами облигаций и стоимостью страховки на облигации. Крупные фирмы с Уолл-стрит предпочитали попросту игнорировать неприятные сведения. Однако на рынке стали происходить незначительные изменения, которые сразу же отражались входящей электронной почтой Майкла Бэрри. Его продавец из Citigroup прислал ему 19 марта первый серьезный анализ пула ипотечных кредитов. Эти кредиты относились не к категории низкокачественных, а к категории Alt-A\*. Правда, продавец все равно пытался расписать, какая доля пула состояла из кредитов с выплатой только процентов, какой процент составляли дома, в которых проживали собственники, и т. д. Так поступает человек, которого интересует кредитоспособность заемщиков. «Когда я анализировал эти пулы

---

\* Разница между ними довольно поверхностна. У заемщиков категории Alt-A скоринг FICO был выше 680, а у низкокачественных заемщиков — ниже. Кредиты Alt-A тем не менее выдавались при полном комплекте документов, например при отсутствии документального подтверждения доходов. На практике ипотечные кредиты Alt-A на общую сумму \$1,2 трлн, выданные в США между 2004 и 2008 годом, и низкокачественные кредиты на общую сумму в \$1,8 трлн имели одинаковую вероятность дефолта.

в 2005 году, — писал Бэрри в письме, уподобившись Стэнли, наблюдавшему за туристами, которые топали по тропе, проложенной им в джунглях, — брокерские фирмы не занимались ничем, даже отдаленно похожим на подобный анализ. Я рассматривал скрытые вторые ипотеки\* как индикатор финансовых затруднений покупателей и использовал в качестве весомого критерия в процессе отбора. Но в то время никто из торгующих деривативами понятия не имел, о чем я говорю, и никто в них особо не вникал». В период затишья с февраля по июнь 2007 года они вдруг обрели значимость. Рынок лихорадило. В первом квартале 2007 года Scion Capital вырос почти на 18%.

А потом что-то случилось — хотя поначалу было трудно понять, что именно. 14 июня обанкротились два хедж-фонда, работавших с низкокачественными ипотечными облигациями и фактически принадлежавших Bear Stearns. За последующие две недели публично торгуемый индекс низкокачественных ипотечных облигаций с рейтингом «три В» упал почти на 20%. Тогда-то, по мнению Бэрри, Goldman Sachs испытал нервный срыв. Его самые крупные позиции были открыты в Goldman, который то ли не хотел, то ли не мог определить их стоимость и необходимый размер обеспечения, перемещаемого туда-сюда. В пятницу, 15 июня, исчезла продавец Бэрри из Goldman Sachs Вероника Гринштайн. Он и писал, и звонил ей, но она не отвечала. В следующий понедельник Гринштайн объявилась и объяснила, что «уезжала на денек».

«Это типичное явление в тех случаях, когда ситуация на рынке складывается в нашу пользу, — писал Бэрри. — Люди заболевают, пропадают по необъяснимым причинам».

20 июня Гринштайн сообщила Бэрри о том, что в Goldman Sachs произошел «системный сбой».

«Как забавно, — ответил Бэрри. — Из Morgan Stanley пришло почти такое же сообщение. А продавец из Bank of America рассказывает о перебоях в подаче электроэнергии. Для меня

---

\* Скрытая вторая ипотека — это второй ипотечный кредит, полученный под купленный дом сверх первой ипотеки. Она является скрытой только для того, кто выдал первый кредит и кто вряд ли получит обратно свои деньги, поскольку у заемщика нет оплаченной доли жилья.

все ваши “системные сбои” — не что иное, как попытка оттянуть время, чтобы хоть как-то разобраться в хаосе». Продавец из Goldman попыталась было возразить: мол, даже при падении индекса низкокачественных ипотечных облигаций рынок страхования даже не пошелохнется. Но говорила она по своему мобильному, а не офисному телефону, переговоры по которому записывались.

Банки теряли почву под ногами. Все без исключения. На протяжении без малого двух лет в конце каждого месяца Бэрри наблюдал, как трейдеры с Уолл-стрит переоценивают позиции не в его пользу. В конце каждого месяца его ставки против низкокачественных ипотечных облигаций таинственным образом обесценивались. Конец месяца случался и тогда, когда трейдеры отсылали руководству отчеты о прибылях и убытках. 29 июня Бэрри получил сообщение от продавца из Morgan Stanley Арта Рингнесса, в котором говорилось, что Morgan Stanley желает удостовериться в «справедливости переоценки». На следующий день аналогичное сообщение поступило из Goldman Sachs. Впервые за два года Goldman Sachs в конце месяца не обернул его ставку против него самого. «Впервые они подходили к переоценке наших позиций так тщательно, — замечает Бэрри, — а все потому, что сами участвовали в этих сделках». Рынок наконец-то осознал, что серьезно болен.

В тот момент, когда Goldman проявил такой интерес к сделке Бэрри, рынок испытал мощное потрясение. Налицо были признаки всеобщего помешательства: теперь все горели желанием с ним пообщаться. Morgan Stanley, который ранее отказывался верить негативным новостям на рынке низкокачественных бумаг, позвонил с просьбой продать все, что у него есть, «в любом объеме». До Бэрри дошли слухи — вскоре подтвердившиеся, — что принадлежавший Goldman Sachs фонд под названием Global Alpha понес колоссальные убытки по низкокачественным бумагам и что Goldman, ранее игравший на повышение, спешно переориентируется на ставки против рынка низкокачественных ипотечных бумаг.

Именно об этом он говорил своим инвесторам еще летом 2005 года, когда просил просто проявить выдержку.

У сомнительных ипотечных кредитов на три четверти триллиона долларов наступил срок перехода от завлекающих ставок к новым, более высоким. Тот пул кредитов, на понижение которого Бэрри сделал ставку, OOMLT 2005–3, наглядно показывал общую ситуацию. OOMLT 2005–3 — это краткое обозначение пула низкокачественных ипотечных кредитов, выданных Option One — компанией, чей генеральный директор выступал с речью на конференции в Лас-Вегасе. Именно посреди его выступления Стив Айсман вышел из зала, предварительно показав ноль. Большинство кредитов выдавалось с апреля по июль 2005 года. С января по июнь 2007 года показатели по пулу — просрочки по выплатам, процент банкротств, процент обращений взыскания на недвижимость — оставались относительно стабильными. Убытки были намного выше, чем предполагалось рейтингами облигаций, выпущенных под эти кредиты, однако не слишком менялись из месяца в месяц. С 25 февраля по 25 мая (25-го числа каждого месяца поступала информация о перечисленных средствах) суммарный показатель банкротств, просрочек и обращений взыскания по пулу OOMLT 2005–3 вырос с 15,6 до 16,9%. К 25 июня общее число дефолтов по кредитам подскочило до 18,68%. В июле оно выросло уже до 21,4%, в августе — до 25,44, а в конце года остановилось на отметке 37,7%. Иными словами, больше трети заемщиков из пула перестали производить выплаты по кредитам. Убытки могли уничтожить не только облигации, на понижение которых ставил Майкл Бэрри, но и облигации с более высоким рейтингом из той же башни. Тот факт, что паника на Уолл-стрит началась до 25 июня, навела Майка Бэрри на мысль: фирмы с Уолл-стрит используют внутреннюю информацию по платежам. «Сервисеры нередко принадлежали дилерам, — писал он, — и поэтому последние могли знать об ухудшении показателей».

За месяцы, предшествовавшие краху OOMLT 2005–3, — и всех прочих пулов ипотек, на которые он купил дефолтные свопы, — Майкл Бэрри не раз обращал внимание на высказывания Бена Бернанке и Генри Полсона, министра финансов США. Каждый неоднократно повторял, что не прогнозирует «массовой паники» на финансовых рынках, вызванной

убытками по низкокачественным ипотечным кредитам. «Когда в 2005 году я впервые начал продавать в короткую эти ипотеки, — писал Бэрри в электронном письме, — то точно знал, что ставки не окупятся в течение двух лет. Причина проста. Огромное количество ипотечных кредитов, выданных за последние годы, имели одну особенность — период завлекающей ставки. Период завлекающей ставки у кредитов 2005 года только сейчас подошел к концу, а у кредитов 2006 года он истечет лишь в 2008 году. Неужели здравомыслящий человек в начале 2007 года, в разгар величайшей аферы с завлекающими ставками, действительно может думать, что крах рынка низкокачественных ценных бумаг не приведет к панике? А это ведь еще цветочки».

Трейдеры по низкокачественным ипотечным облигациям играли на их повышение и ошиблись — и теперь отчаянно старались продать свои позиции или купить страховку. Дефолтные свопы Майкла Бэрри нежданно-негаданно вошли в моду. Правда, его по-прежнему шокировала медлительность, с которой рынок перерабатывал существенную информацию. «Все эти сделки, без сомнения, привязаны к дате изменения процентной ставки, — говорит он, — а изменение процентной ставки только стимулирует новый виток падения. Я никак не мог поверить в происходящее. Мне казалось, кто-то обязательно должен был предвидеть события до июня 2007 года. Если глаза у аналитиков с Уолл-стрит открылись только после июньских событий, то я не могу представить, чем они вообще целыми днями занимаются?»

К концу июля ситуация стремительно менялась в его пользу — а он читал о гениальных личностях вроде Джона Полсона, которые делали такие же ставки через год после него. Новостная служба Bloomberg News опубликовала статью о нескольких людях, которые предвидели грядущую катастрофу. Только один из них работал трейдером по облигациям в крупной фирме с Уолл-стрит: никому доселе не известный Грег Лишманн из Deutsche Bank. Ни о FrontPoint, ни о Cornwall в статье не упоминалось, а инвестор, о котором следовало сказать в первых строках, в одиночестве сидел в своем офисе в Купертино,

Калифорния. Майкл Бэрри разослал статью из Bloomberg News всем сотрудникам, сопроводив примечанием: «Липпманн превратил мою идею в жизнь. Честь ему и хвала». Его собственные инвесторы, чьи вложения он увеличил вдвое, а может быть и больше, проглотили язык. От них не последовало ни извинений, ни благодарности. «Никто не соизволил прийти и сказать: “Да, ты был прав”, — вспоминает Бэрри. — Все хранили молчание. Необыкновенное молчание. Это молчание выводило меня из себя». С инвесторами он продолжал общаться старым излюбленным методом — посредством писем. В начале июля 2007 года, когда произошел обвал рынка, он поднял интересный вопрос. «Почему так мало говорят об инвесторах, которым неприятности на рынке низкокачественных ипотечных бумаг нанесли серьезный ущерб?.. Почему мы не слышим об очередном Long-Term Capital?»

# Потеря интереса

Хауи Хаблер вырос в Нью-Джерси и играл в футбол в государственном колледже в Монклере. Все, кто был с ним знаком, обращали внимание на накачанную шею футболиста, огромную голову и властные манеры, которые истолковывались то как маска, то как вызывающая восхищение прямолинейность. Он был шумным, упрямым и задиристым. «Столкнувшись с интеллектуальным противником своих сделок, Хауи не утруждался поисками интеллектуальных аргументов, — вспоминает один из бывших руководителей Хаблера в Morgan Stanley. — Он просто говорил: “Катитесь к чертовой матери”». Одним Хаблер нравился, другим нет, но к началу 2004 года мнение других людей перестало иметь какое-либо значение, поскольку вот уже почти 10 лет Хауи Хаблер зарабатывал деньги для Morgan Stanley на торговле облигациями. Точнее — облигациями, обеспеченными активами, иными словами, в его ведении находились ставки банка на низкокачественные ипотечные бумаги. Вплоть до взлета рынка низкокачественных ипотечных облигаций, изменившего смысл деятельности трейдера по облигациям, обеспеченным активами, карьера Хаблера во многом напоминала карьеру Грега Липпманна. Как и у всех прочих

трейдеров по облигациям, обеспеченным активами, его работа походила на покер с низкими ставками, приносивший выигрыш, пока на рынке не происходило ничего из ряда вон выходящего. Цены падали, но потом всегда поднимались до прежнего уровня. Облигации, обеспеченные активами, можно было либо принимать, либо любить, но ненавидеть их представлялось бессмысленным, поскольку инструмента для игры против них не существовало.

В Morgan Stanley в условиях бума в сфере низкокачественных ипотечных кредитов зародилась идея выпустить вместо «шоколада с ореховой начинкой» «ореховую начинку с шоколадом». Фирма была лидером по переносу финансовой технологии упаковки корпоративных кредитов на сегмент потребительских кредитов. Специалисты по количественному анализу — финансовые интеллектуалы Morgan Stanley играли важную роль в обучении рейтинговых агентств Moody's и S&P, технике оценки CDO, которые выпускались на основе пулов облигаций, обеспеченных активами. В этих условиях было бы удивительно, если бы в недрах Morgan Stanley не появилась идея создать дефолтные свопы на облигации, обеспеченные активами. Отдел Хауи Хаблера, работающий с низкокачественными ипотечными бумагами, выпускал облигации ускоренными темпами. Для этого команде Хаблера приходилось «складировать» кредиты порою месяцами. В промежутке между покупкой кредитов и продажей облигаций, выпущенных под эти кредиты, его команда несла потери от обесценивания. «Единственной причиной создания дефолтных свопов было желание защитить отдел ипотечных ценных бумаг, возглавляемый Хауи Хаблером», — говорит один из «изобретателей». Если бы Morgan Stanley удалось найти кого-то, кто продал бы ему страховку на его кредиты, Хаблер смог бы устранить рыночный риск, связанный со складированием ипотечных кредитов.

Первоначально, т. е. в 2003 году, считалось, что дефолтный своп на низкокачественные ипотечные кредиты является разовым нестандартным страховым контрактом, который заключался между Morgan Stanley и каким-нибудь другим банком или страховой компанией подалеке от глаз широкого рынка.

Обычные люди даже не слышали такого названия — «дефолтные свопы» — и, будь воля Morgan Stanley, никогда бы не услышали. По своей сути это были странные, непрозрачные, неликвидные бумаги, оценка которых ставила в тупик всех, кроме Morgan Stanley. «Индивидуализированные» — так их называют на рынке. К концу 2004 года у Хаблера сложилось циничное отношение к определенным низкокачественным ипотечным облигациям, и ему хотелось найти красивый способ сыграть против них. Аналогичная идея посетила и интеллектуалов Morgan Stanley. В начале 2003 года один из них выдвинул предложение: под эту цель они создают небольшую группу, которой будет управлять один интеллектуал — он сам. Но об этом факте трейдеры быстро забыли. «Эту фишку придумал один из специалистов по количественному анализу, а они [Хаблер и его трейдеры] слизали ее», — говорит продавец облигаций из Morgan Stanley, очевидец событий. Один из близких приятелей Хаблера, трейдер по имени Майк Эдман, стал официальным автором новой идеи: дефолтные свопы на казавшиеся вечными пулы низкокачественных кредитов.

Один из рисков игры против низкокачественных кредитов был связан с тем, что, пока цены на жилье росли, заемщики могли воспользоваться рефинансированием для погашения первоначальных кредитов. Пул кредитов, на который покупалась страховка, сокращался, а вместе с ним и страховое покрытие. Дефолтные свопы Эдмана решали эту проблему с помощью примечаний мелким шрифтом в контрактах, согласно которым Morgan Stanley покупал страховку на последний непогашенный кредит в пуле. Morgan Stanley делал ставку не на весь пул низкокачественных ипотечных кредитов, а на несколько кредитов с наименьшей вероятностью погашения. Размер ставки при этом не менялся, словно ни один кредит из пула не погашался. Они покупали страховку от наводнения, по которой им выплачивалась стоимость целого дома, в случае если на него попадала хоть одна капля воды.

В таком виде новые индивидуализированные дефолтные свопы Morgan Stanley неизбежно исполнялись. Для полной выплаты страховки убытки по пулу кредитов должны были

составлять всего 4% (такое с пулами низкокачественных кредитов случалось только в *хорошие времена*). Единственная проблема, с точки зрения трейдеров Хауи Хаблера, заключалась в поиске покупателя — достаточно глупого, чтобы занять другую сторону в сделке, иными словами, готового продать Morgan Stanley аналог страховки на дом, предназначенный под снос. «Они нашли одного клиента, готового играть на длинной стороне транша какой-то фигни уровня “три В”», — говорит один из бывших коллег Хаблера. Между строк читалось: они нашли какого-то простофилю. Дурака. Клиента, которого можно обвести вокруг пальца. «Вот так это начиналось: это была первая сделка Хауи».

К началу 2005 года Хауи Хаблер, отыскав достаточное число простофиль, приобрел индивидуализированные дефолтные свопы на \$2 млрд. С точки зрения простофиль, дефолтные свопы, приобретаемые Хауи Хаблером, были бесплатными деньгами: Morgan Stanley обязался выплачивать им 2,5% в год сверх безрисковой ставки за право владеть облигациями инвестиционного класса (рейтинг «три В»), обеспеченными активами. Эта идея особенно пришлась по душе немецким институциональным инвесторам, которые либо не заметили примечаний мелким шрифтом, либо принимали рейтинги на веру.

К весне 2005 года Хауи Хаблер и его трейдеры были уверены, и не без причины, в том, что эти дьявольские страховые полисы окупятся. И хотели купить еще. Именно в этот момент Майкл Бэрри начал проталкивать идею стандартизированных дефолтных свопов. Грег Липпманн из Deutsche Bank, пара трейдеров из Goldman Sachs и еще несколько человек встретились для проработки деталей контракта. Упирающегося и протестующего Майка Эдмана из Morgan Stanley силой притащили на встречу, поскольку с момента превращения дефолтных свопов на низкокачественные ипотечные облигации в стандартные и открыто торгуемые команда Хауи Хаблера лишалась возможности продавать свою сомнительную частную версию.

В тот момент, в апреле 2006 года, механизм выпуска низкокачественных ипотечных облигаций работал на полную мощность. Хауи Хаблер — главный трейдер по облигациям

из Morgan Stanley — и его команда из восьми человек приносили, по их прикидкам, около 20% прибыли банка. С \$400 млн в 2004 году прибыль возросла до \$700 млн в 2005 году, а в 2006 году приблизилась к \$1 млрд. В конце года Хаблер должен был получить \$25 млн, но работа обычного трейдера по облигациям его больше не устраивала. Самые талантливые трейдеры с Уолл-стрит переходили из своих фирм в хедж-фонды, где могли зарабатывать не десятки, а сотни миллионов.

Крутому трейдеру по облигациям с Уолл-стрит не пристало собирать крохи от сделок с глупыми инвесторами. «Работу с клиентами Хауи считал пустой тратой времени, — говорит один из трейдеров, близко знакомых с Хаблером. — Он всегда этим занимался, но давно утратил интерес»\*. Хаблер мог заработать сотни миллионов долларов, пользуясь недальновидностью клиентов Morgan Stanley. Он мог заработать миллиарды, используя капитал банка и играя против них.

Со своей стороны руководство Morgan Stanley всегда опасалось, что Хаблер и его маленькая команда могут в любой момент уйти и создать собственный хедж-фонд. Чтобы их удержать, Хаблеру предложили особые условия: собственная торговая группа с собственным роскошным названием — GPCG, или Global Proprietary Credit Group. Согласно новым условиям, Хаблер оставлял себе часть полученной прибыли. По словам одного из членов команды, «идея была в том, чтобы вместо \$1 млрд мы тут же начали приносить \$2 млрд в год». Хаблер и его команда, понятное дело, рассчитывали на приличную долю заработанных денег. В случае успеха Morgan Stanley обещал Хаблеру позволить выделиться в самостоятельную инвестиционную фирму, 50% которой будут принадлежать

---

\* За рассказы о том, что он видел и делал, мог полатиться практически любой человек, имеющий отношение к финансовому кризису. Это отношение не только к тем, кто продолжал работать на крупные фирмы с Уолл-стрит, но также и к тем, кто уже уволился, поскольку сотрудники этих фирм, как правило, подписывали соглашение о неразглашении информации. Бывшие сотрудники Morgan Stanley не такие пуганые, как покинувшие Goldman Sachs, но и они хранят молчание.

ему. Помимо всего прочего, эта фирма должна была работать с CDO, обеспеченными низкокачественными ценными бумагами. И соперничать ей предстояло с фирмой Вина Чау, Harding Advisory.

Весь цвет торгового зала Morgan Stanley жаждал к нему присоединиться. «Предполагалось, что это будет элита из элит, — говорит один из трейдеров. — Хауи взял к себе самых толковых». Избранные перебрались на отдельный этаж офиса Morgan Stanley в центре Манхэттена, на восемь этажей выше своих прежних отделов. Там они отгородились от мира, стремясь создать хотя бы иллюзию отсутствия в Morgan Stanley конфликта интересов. Трейдеры со второго этажа, работавшие с клиентами, не должны были делиться с командой Хаблера на десятом никакой информацией о своих операциях. Тони Туфариелло, глава отделения глобальной торговли облигациями и, стало быть, номинальный начальник Хауи Хаблера, все никак не мог определиться с местом и поэтому обосновался в команде Хаблера и постоянно бегал между вторым и десятым этажами\*. Хауи Хаблеру были нужны не только люди. Ему до смерти хотелось забрать торговые позиции своей команды. Их детали были настолько сложны, что один трейдер по низкокачественным ипотечным облигациям из Morgan Stanley заметил: «Не думаю, что руководство Хауи до конца понимало операции, которые он проворачивал». Но общая идея была проста: Хаблер с командой сделал огромную ставку на то, что низкокачественные кредиты станут проблемными. Но бриллиантом короны в их тщательно выстроенных торговых позициях оставались

---

\* Конфликты интересов не редкость на фирмах с Уолл-стрит, торгующих облигациями, но в Morgan Stanley они отличались особой злокачественностью и наименьшей известностью. Когда фирма торгует акциями и облигациями за свой счет и одновременно выступает посредником в торговле ими для клиентов, она испытывает большой соблазн использовать клиентов в собственных корыстных интересах. Фирмы с Уолл-стрит любят поговорить о создании «китайских стен» для предотвращения перетока информации между отделами, обслуживающими клиентов, и трейдерами, торгующими за счет фирмы. Винсент Дэниел из FrontPoint Partners наиболее емко выразил свое отношение к подобному хвостовству: «Когда я слышу о “китайских стенах”, то сразу думаю: “Лжецы вы хреновы”».

\$2 млрд в индивидуализированных дефолтных свопах, которые, как считал Хаблер, в один прекрасный день принесут им \$2 млрд чистой прибыли. Пулы ипотечных кредитов вот-вот начнут нести убытки, тут-то Хаблер и снимет сливки.

Оставалась, правда, одна загвоздка: текущие премии по страховым полисам съедали краткосрочную прибыль, получаемую командой Хауи. «Ожидалось, что команда будет зарабатывать \$2 млрд в год, — говорит один из членов группы. — А эта позиция в дефолтных свопах обходилась нам в \$200 млн». Чтобы компенсировать текущие затраты, Хаблер решил продать некоторое количество дефолтных свопов на низкокачественные CDO с рейтингом «три А» и стать получателем премии\*. Беда была в том, что премия по якобы гораздо менее рискованным CDO с рейтингом «три А» не превышала одной десятой от премии по CDO с рейтингом «три В». Чтобы компенсировать расходы, нужно было продать примерно в 10 раз больше дефолтных свопов, чем имелось на тот момент. Вместе с трейдерами Хаблер, не посвящая кого-либо в детали, быстро провернул эту операцию в пять-шесть приемов с Goldman Sachs, Deutsche Bank и рядом других банков.

К концу января 2007 года, когда представители индустрии низкокачественных ипотечных облигаций собрались в Лас-Вегасе для самовосхваления, Хауи Хаблер продал дефолтные свопы на CDO «три А» стоимостью примерно \$16 млрд. Никогда еще элитный трейдер по облигациям с Уолл-стрит, а вместе с ним и весь рынок низкокачественных ипотечных облигаций не демонстрировал свое заблуждение с такой очевидностью. С сентября 2006-го по январь 2007 года трейдер по облигациям, занимающий в Morgan Stanley особое положение, купил \$16 млрд в CDO с рейтингом «три А», состоявших преимущественно из низкокачественных ипотечных облигаций с рейтингом «три В», которые превратились в пыль, как только убытки по базисным пулам кредитов достигли примерно 8%.

---

\* Напомним, что продажа дефолтного свопа на что-либо и владение этим чем-либо связаны с одинаковым риском. Когда стоимость CDO класса «три А» падает до нуля, вы теряете одинаково, держите ли вы эту облигацию или продаете дефолтный своп на нее.

По сути, Хауи Хаблер делал ставку на то, что не все низкокачественные облигации с рейтингом «три В» станут проблемными. Он был достаточно умен, чтобы не питать иллюзий по поводу рынка, но ему не хватило ума, чтобы понять, как далеко должен зайти его цинизм.

В Morgan Stanley никогда, похоже, не задавались вопросом, стоит ли позволять элитным трейдерам покупать \$16 млрд в низкокачественных ипотечных облигациях. Команда Хауи Хаблера, занимавшаяся торговлей за собственный счет, была обязана предоставлять информацию о проведенных сделках и высшему руководству, и отделу управления риском, однако из того, что она предоставляла, невозможно было понять характер риска. Риск, связанный с низкокачественными бумагами на \$16 млрд, включался в отчетах о риске Morgan Stanley в категорию «три А», где вполне могли оказаться казначейские облигации. Помимо этого, он представлялся в виде показателя стоимости под риском (VaR). Этот инструмент, традиционно помогающий руководителям на Уолл-стрит оценивать действия трейдеров, характеризует исключительно уровень отклонения цены акции или облигации в прошлом. При этом последние изменения имеют больший вес. Поскольку резких колебаний стоимости CDO с рейтингом «три А» никогда не наблюдалось, во внутренних отчетах Morgan Stanley они фигурировали как практически безрисковые. В марте 2007 года трейдеры Хаблера подготовили презентацию, с которой начальник Хаблера выступил перед советом директоров Morgan Stanley. В ней всячески расхваливалась «сильная структурированная позиция» на рынке низкокачественных ипотечных бумаг. Никто не задал очевидного вопроса: что случится с сильной структурированной позицией, если уровень дефолтов низкокачественных заемщиков превысит ожидаемый?

Хауи Хаблер брал на себя огромный риск, даже если не говорил о нем или, возможно, вообще не понимал, что творит. Он сделал крупную ставку на повышение тех же самых траншей CDO, на понижение которых ставила Cornwall Capital. Эти CDO состояли из тех же самых низкокачественных облигаций, против которых играли FrontPoint Partners и Scion

Capital. Более 20 лет запутанность рынка облигаций помогала трейдерам по облигациям с Уолл-стрит обманывать клиентов. А сейчас трейдер по облигациям обманул сам себя.

Вопрос заключался в том, как сильно коррелируют цены различных низкокачественных ипотечных облигаций в составе CDO. Диапазон ответов был предельно широким: от нуля (цены никак не связаны друг с другом) до 100% (цены меняются одновременно). Moody's и Standard & Poog's считали, что в пулах облигаций с рейтингом «три В» корреляция составляла 30%, но это означало совсем не то, о чем можно было подумать. Это не значило, например, что, если одна облигация становится проблемной, вероятность превращения остальных облигаций в проблемные составляет 30%. Такой показатель означал, что при превращении одной облигации в проблемную другие облигации падают очень мало.

Отрицание того, что кредиты были по сути одинаковыми и обреченными на массовые дефолты при прекращении роста цен на жилье, позволяло Moody's и S&P присваивать рейтинг «три А» примерно 80% траншей каждой CDO. (И делало возможным весь бизнес с CDO.) Оно также позволило Хауи Хаблеру принять решение о покупке облигаций на \$16 млрд. Morgan Stanley, наравне с другими фирмами с Уолл-стрит, убеждал рейтинговые агентства в том, что к потребительским кредитам можно подходить так же, как к корпоративным, т. е. как к активам, риски по которым можно существенно снизить в результате объединения в пул. Занимавшиеся уговорами считали, что выполняют маркетинговую функцию: они прекрасно знали о разнице между корпоративными и потребительскими кредитами, которая ускользнула от внимания рейтинговых агентств. Она заключалась в слишком короткой истории рынка низкокачественных ипотечных облигаций и в отсутствии прецедентов крушения рынка недвижимости в национальном масштабе. Элитные трейдеры по облигациям из Morgan Stanley не особенно над этим задумывались. Хауи Хаблер доверял рейтинговым агентствам.

У трейдеров по облигациям, говорившим с Хаблером по телефону, создавалось впечатление, что он считал эти ставки

безрисковыми. Он собирался получать маленький процент... ни за что. В своей уверенности он был, разумеется, не одинок. Хаблер и трейдер из Merrill Lynch жарко обсуждали возможность покупки для Morgan Stanley \$2 млрд в CDO с рейтингом «три А» у Merrill Lynch. Хаблер хотел получать от Merrill Lynch 28 базисных пунктов (0,28%) сверх безрисковой ставки, а Merrill Lynch настаивал на 24. Обсуждая сделку в \$2 млрд — сделку, в результате которой двухмиллиардные убытки Merrill Lynch переносились на Morgan Stanley, — два трейдера спорили о процентных платежах, составлявших \$800 000 в год. Из-за этой спорной суммы сделка так и не состоялась. Хаблер точно так же мелочился и в разговоре с Deutsche Bank, который, правда, имел другой исход. Грег Липпманн во всех коридорах Deutsche Bank кричал о том, что стоимость этих CDO с рейтингом «три А» рано или поздно упадет до нуля. Deutsche Bank выплатил Хаблеру 28 базисных пунктов, на которых тот так настаивал, и заключил с ним две сделки по \$2 млрд каждая, одну в декабре 2006 года, а вторую в январе 2007 года. «Когда мы заключали сделки, то оба убеждали друг друга в том, что в этих бумажках нет никакого риска», — вспоминает один из сотрудников Deutsche Bank, работавших с CDO и имевших дело с Хаблером.

В мрачный и странный период, длившийся с начала февраля по июнь 2007 года, рынок низкокачественных ипотечных бумаг походил на гигантский воздушный шар, удерживаемый у земли десятком крупных фирм с Уолл-стрит. Каждая фирма тянула за свою веревочку, но постепенно до всех дошло: как бы сильно они ни упирались, шар все равно оторвет их от земли. В июне фирмы одна за другой стали молча ослаблять хватку. По распоряжению генерального директора Джейми Даймона J.P. Morgan покинул рынок к концу осени 2006 года. Благодаря Липпманну Deutsche Bank никогда особо не цеплялся за веревку. Затем наступила очередь Goldman Sachs. Этот не просто отпустил шар, но и сделал крупную ставку против рынка низкокачественных бумаг, придав шару

приличное ускорение\*. Июньское крушение хедж-фондов низкокачественных бумаг Bear Stearns вырвало веревку из рук банка — и шар взмыл высоко в небо.

Незадолго до этого, в апреле 2007 года, Хауи Хаблер, испытывавший, похоже, опасения по поводу размеров своей ставки, заключил сделку с Ральфом Чоффи, управлявшим обреченными хедж-фондами Bear Stearns. Волна дефолтов смела New Century, крупнейшую в стране компанию по выдаче низкокачественных ипотечных кредитов, и та объявила 2 апреля о банкротстве. Morgan Stanley планировал продать Чоффи \$6 млрд из своих \$16 млрд в CDO класса «три А». Цена немного снизилась — Чоффи требовал доходность 40 базисных пунктов (0,40%) сверх безрисковой ставки. Хаблер посоветовался с президентом Morgan Stanley, Зои Круз. Вместе они решили, что лучше сохранить риск по низкокачественным бумагам, чем реализовать убыток в несколько десятков миллионов долларов. Это решение в конечном счете обошлось Morgan Stanley почти в \$6 млрд, тем не менее генеральный директор банка Джон Мэк не принимал участия в обсуждении. «Мэк ни разу не снизошел до разговора с Хауи, — рассказывает один из близких приятелей Хаблера. — За все время у них не было ни одной встречи»\*\*.

---

\* Goldman Sachs выбрал интересный момент для ухода с рынка. Долгое время спустя после описанных событий банк утверждал, что это произошло в декабре 2006 года. Однако трейдеры из крупных фирм с Уолл-стрит уверены, что он не менял позиций до весны и начала лета 2007 года, когда New Century, крупнейший в стране ипотечный кредитор, объявил о банкротстве. Начало игры Goldman на понижение именно в этот момент могло бы объяснить хаос, воцарившийся не только в банке, но и на рынке низкокачественных бумаг в конце июня. Goldman Sachs не покидал дом до тех пор, пока его не охватило пламя: он просто выскочил первым да к тому же захлопнул за собой дверь.

\*\* Тема разговоров между Хаблером и Круз до сих пор остается спорной. Согласно версии из окружения Зои Круз, ее беспокоил юридический риск ведения дел с проблемными хедж-фондами Bear Stearns. К тому же, по той же версии, Хаблер никогда не говорил о рискованности CDO с рейтингом «три А» и убедил Круз в том, что Morgan Stanley не грозят большие убытки, — возможно, Хаблер и сам не понимал риска. Друзья Хаблера, со своей стороны, утверждают, что Круз фактически контролировала его сделки и не позволила сбросить крупный пакет CDO с рейтингом «три А». На мой взгляд

Правда, к маю 2007 года разногласия между Хауи Хаблером и Morgan Stanley обострились. Что удивительно, они не были связаны с разумностью владения \$16 млрд в сложных ценных бумагах, чья стоимость в конечном счете зависела от того, сможет ли стриптизерша из Лас-Вегаса с пятью объектами недвижимости или мексиканец — сборщик клубники с домом за \$750 000 выплачивать резко возрастающие проценты. Конфликт был вызван тем, что Morgan Stanley не сдержал данное Хаблеру обещание о выделении его бизнеса в инвестиционную фирму, принадлежащую ему на 50%. Возмущенный бесконечными проволочками, Хауи Хаблер пригрозил увольнением. В попытках его задобрить банк пообещал ему и другим трейдерам еще большую долю в прибылях GPCG. В 2006 году Хаблер получил \$25 млн; в 2007 году он, несомненно, заработал бы гораздо больше.

Через месяц после того, как Хаблер выторговал более выгодные для себя условия, его работодатель, банк Morgan Stanley, наконец-то задал неприятный вопрос: что случится с их огромной ставкой, если дефолты в нижнем сегменте среднего класса американцев превысят ожидаемый уровень? Как поведет себя ставка при убытках, прогнозируемых самым пессимистичным аналитиком Уолл-стрит? До сих пор ставка Хаблера проходила стресс-тестирование для сценариев с 6%-ными убытками по низкокачественным пулам, т. е. при максимальном размере убытков из недавнего прошлого. Теперь трейдерам Хаблера пришлось анализировать состояние ставки при 10%-ных убытках. Запрос, поступивший непосредственно от директора по управлению риском Тома Доули, разозлил и обеспокоил

---

и на взгляд трейдеров с Уолл-стрит, версия Хаблера гораздо менее правдоподобна. «Да ни разу не было такого, чтобы он предложил выйти из сделки, а она отказалась, — заявляет один из трейдеров, хорошо знакомый с ситуацией. — Хауи никогда не заикался о том, что мы можем потерять \$10 млрд, если не выйдем из сделки. Он выдвигал аргументы, чтобы этого не делать». Привычка трейдеров с Уолл-стрит приписывать все заслуги себе, а в неудачах винить руководство аукнулась позднее, когда их фирмы, презрительно отмахивавшиеся от правительственного регулирования в хорошие времена, стали умолять правительство о помощи, как только атмосфера накалилась. Успех — это личное достижение; провал — социальная проблема.

команду Хаблера. «Запрос казался более чем странным, — говорит один из ее членов. — И породил беспокойство и тревогу. Трейдеры возмущались: мол, эти ребята сами не знают, что несут. Если убытки составят 10%, миллионы людей окажутся на улице». (Убытки по пулам, на которые ставила команда Хаблера, в конечном счете достигли 40%.) Как заметил один из руководителей Morgan Stanley, не входивший в команду Хаблера, «они не желали раскрывать результаты. И постоянно заверяли, что ничего подобного не случится».

Через 10 дней команда трейдеров Хаблера получила результат, который не особо хотелось демонстрировать: при 10%-ных убытках прогнозная прибыль в \$1 млрд могла обернуться убытком в \$2,7 млрд. Как выразился один из руководителей Morgan Stanley, «сотрудники отдела по управлению риском вернулись со стресс-теста в расстроенных чувствах». Хаблер и трейдеры попытались их успокоить. Расслабьтесь, увещевали они, таких убытков никогда не будет.

Но отдел по управлению риском не мог успокоиться. Его сотрудникам казалось, что ни Хаблер, ни трейдеры не понимают до конца собственные ставки. Хаблер упорно твердил, что играет против рынка низкокачественных ипотечных облигаций. Но если так, почему во время краха этого рынка он теряет миллиарды долларов? Как выразился один из руководителей отдела по управлению риском из Morgan Stanley, «одно дело ставить на красное или черное и понимать, что ты ставишь на красное или черное. И совсем другое — ставить на некую разновидность красного цвета и не понимать этого».

В начале июля в Morgan Stanley прозвенел первый тревожный звонок. И поступил он от Грега Липпманна и его руководства из Deutsche Bank, который во время телефонной конференции сообщил Хауи Хаблеру и его руководству, что по дефолтным свопам на \$4 млрд, проданным Хаблером отделу CDO в Deutsche Bank полгода назад, произошли благоприятные для Deutsche Bank кредитные события. Не будет ли Morgan Stanley так любезен перечислить \$1,2 млрд в Deutsche Bank

к концу дня? Или, как выразился Липпманн, если верить словам одного из участников этого разговора, «ребята, с вас один и две десятых миллиарда».

Низкокачественные CDO с рейтингом «три А» на сотни миллионов долларов, осевшие в фирмах с Уолл-стрит и считавшиеся безрисковыми, теперь, по словам Липпманна, стоили 70 центов за доллар. Хауи Хаблер очень удивился. «Как 70 центов? Согласно нашим моделям, они стоят 95 центов», — заявил один из представителей Morgan Stanley, участвовавший в телефонной конференции.

«А согласно нашим моделям, они стоят 70», — парировал представитель Deutsche Bank.

«Ну что ж, а согласно нашим моделям, они стоят 95», — повторил представитель Morgan Stanley, после чего принялся разглагольствовать о низкой корреляции тысяч облигаций с рейтингом «три В» в его CDO и о том, что несколько проблемных облигаций не обесценивают остальные.

Однако Грег Липпманн прервал его: «Чувак, выкинь свою модель. Я делаю рынок. Они стоят 70–77. У тебя есть три варианта на выбор. Ты можешь продать их мне по 70. Можешь купить по 77. Или отдать мне мои, черт их дери, один и две десятых миллиарда».

Morgan Stanley больше не желал покупать низкокачественные ипотечные облигации. Хауи Хаблер больше не желал покупать бумаги, обеспеченные низкокачественными облигациями: он выпустил из рук веревку, связывающую его с рвущимся ввысь шаром. Тем не менее он не хотел терять деньги и настаивал на своем варианте: ему не нужны дополнительные облигации по 77, но его CDO с рейтингом «три А» все равно стоят 95 центов за доллар. Он просто переложил решение вопроса на свое руководство, которое после переговоров с руководством Deutsche Bank согласилось перечислить \$600 млн. Альтернативой для Deutsche Bank была передача вопроса в комиссию из трех произвольно выбранных банков с Уолл-стрит для оценки реальной стоимости CDO с рейтингом «три А». Это было принятое на Уолл-стрит средство обмана и введения в заблуждение, и Deutsche Bank не горел желанием прибегать к нему.

В любом случае Deutsche Bank воспринимал обеспечение не так уж серьезно. «Та телефонная конференция, которую организовал Грег, — рассказывает один из руководителей Deutsche Bank, — была последним делом с точки зрения ведения бизнеса. Капитал Morgan Stanley составлял \$70 млрд. Мы знали, что у него есть деньги». В Deutsche Bank даже возникли разногласия по поводу точности названной Липпманном цены. «Он заломил такую сумму, — говорит один из участников обсуждения, — что многие сомневались в ее справедливости. Вряд ли Morgan Stanley действительно был должен нам \$1,2 млрд».

Но правильность суммы подтвердилась. Это было начало падения, завершившегося всего через несколько месяцев на телефонной конференции с участием генерального директора Morgan Stanley и аналитиков Уолл-стрит. Число дефолтов росло, облигации повсеместно обесценивались, а вместе с ними и CDO на их основе. Несколько раз Deutsche Bank предлагал Morgan Stanley возможность выйти из сделки. Когда Грег Липпманн позвонил Хауи Хаблеру в первый раз, тот мог выйти из 4-миллиардной сделки с убытком в \$1,2 млрд; когда Липпманн позвонил во второй раз, цена выхода поднялась до \$1,5 млрд. Каждый раз Хауи Хаблер или кто-нибудь из его трейдеров пытался оспорить цену и отказывался от предложения. «Мы без конца спорили с этими недоумками», — говорит трейдер из Deutsche Bank. Агентов Deutsche Bank по взысканию долгов не покидало ощущение того, что трейдеры по облигациям из Morgan Stanley не ведали, что творят. Они не лгали, они действительно не понимали сути низкокачественных CDO. Корреляция между низкокачественными облигациями с рейтингом «три В» составляла не 30, а все 100%. Стоило обесцениться одной, как обесценивались все остальные, поскольку все они зависели от одних и тех же экономических факторов. В конечном счете вряд ли стоило ждать, что CDO будут падать со 100 до 95, до 77, потом до 70 и, наконец, до 7. Входящие в их состав облигации были либо полностью качественными, либо полностью некачественными. Так что CDO стоили либо 100, либо ничего.

Грег Липпманн позволил Morgan Stanley выйти из сделки по цене в 7 центов, хотя за вход тот заплатил примерно 100 центов за доллар. Убытки по первым \$4 млрд из 16-миллиардной ошибки Хауи Хаблера составили приблизительно \$3,7 млрд. К этому моменту Липпманн перестал общаться с Хаблером, поскольку последний потерял место в Morgan Stanley. «Хауи вроде как отправился в отпуск на несколько недель и больше на работе не появился», — говорит один из членов его команды. Ему позволили уволиться в октябре 2007 года с несколькими миллионами долларов в кармане, обещанными ему в конце 2006 года в качестве стимула. Общая сумма причиненных им убытков, по данным, представленным совету директоров банка, составила чуть более \$9 млрд — самый крупный операционный убыток в истории Уолл-стрит. Другие фирмы потеряли намного больше, однако их убытки, как правило, связывались с предоставлением низкокачественных ипотечных кредитов. В момент крушения рынка Citigroup, Merrill Lynch и прочие сидели на горах этого добра, которое, по сути, представляло собой отходы поточного производства CDO. Банки держали CDO, обеспеченные низкокачественными ипотеками, не ради самих этих бумаг, а ради вознаграждения, которое могла принести их продажа. Потери Хауи Хаблера стали результатом простой игры. Хаблер и его трейдеры, считавшие себя очень умными, решили сыграть на неэффективности рынка. Но своими действиями лишь усугубили эту неэффективность.

Перебравшись в Нью-Джерси и обзаведясь засекреченным телефонным номером, Хауи Хаблер утешался тем, что оказался не самым большим дураком. Он отпустил веревку слишком поздно и не успел спасти Morgan Stanley, но, хлопнувшись на землю, видел, как взмывший в небо шар тащит за собой кое-кого из обитателей Уолл-стрит. В начале июля, всего за пару дней до звонка Липпманна с требованием выплатить \$1,2 млрд, Хаблер нашел парочку покупателей для своих CDO с рейтингом «три А». Одним из них была Mizuho Financial Group, трейдинговое крыло второго по величине банка Японии. Японцы, озадаченные новыми финансовыми изобретениями американцев, старались держаться от них подальше.

По какой-то причине, известной, похоже, только самой Mizuho Financial Group, компания возомнила себя умным трейдером и перекупила у Morgan Stanley \$1 млрд в CDO, обеспеченных низкокачественными долговыми обязательствами.

Другой покупатель, банк UBS, выкупил \$2 млрд в CDO с рейтингом «три А», принадлежавших Хауи Хаблеру, а также короткие позиции в облигациях с рейтингом «три В» на пару сотен миллионов. Иными словами, в июле, за несколько мгновений до крушения рынка, UBS приценился к сделке Хаблера и сказал: «Мы возьмем еще вот эти». В результате размер приобретенных Хауи Хаблером обязательств в CDO с рейтингом «три А» сократился с \$16 млрд примерно до \$13 млрд. Через несколько месяцев, пытаясь объяснить акционерам убытки в \$37,4 млрд, понесенные на рынке низкокачественных ценных бумаг США, UBS опубликовал отчет, состоявший из правды только наполовину. В отчете указывалось, что небольшая группа американских трейдеров по облигациям, нанятых UBS, до самого конца активно уговаривала банк приобрести еще больше низкокачественных ипотечных облигаций у других фирм с Уолл-стрит. «Если бы люди знали о сделке, открытого возмущения не миновать, — говорит один из трейдеров UBS, участник событий. — Это была весьма сомнительная операция. И она держалась в строгом секрете. Нашлось бы немало таких, кто, зная они о происходящем, подняли бы мятеж. Мы забрали у Хауи Хаблера корреляционную сделку, хотя все знали, что корреляция равна единице». (Иначе говоря, составляла 100%.) По его словам, проводившие сделку трейдеры UBS руководствовались собственными моделями, согласно которым они должны были получить \$30 млн прибыли.

19 декабря 2007 года Morgan Stanley организовал собрание инвесторов. Банк хотел объяснить, как получилось, что операционный убыток в \$9,2 млрд — плюс-минус пара миллиардов — превысил прибыль, которую принесли почти 50 000 его сотрудников. «Мне крайне неприятно сообщать о подобных результатах, — начал Джон Мэк. — Они являются следствием ошибочных решений, принятых одним из отделов, работающих с долговыми инструментами, и плохого управления риском...

Фактически все списания этого квартала явились следствием действий одного отдела из нашего подразделения, занимающегося ипотечными бумагами». Генеральный директор пояснил, что Morgan Stanley хеджировал риск, связанный с низкокачественными ипотеками, и что «этот хедж не сработал должным образом в чрезвычайной рыночной ситуации, сложившейся в октябре и ноябре». Однако ситуация на рынке в октябре и ноябре вовсе не была чрезвычайной; в октябре и ноябре рынок впервые верно оценивал риск, связанный с низкокачественными ипотеками. Чрезвычайными следует считать, скорее, события, предшествовавшие октябрю и ноябрю.

Заявив, что «как глава этой фирмы он несет ответственность за ее работу», Мэк принялся отвечать на вопросы аналитиков из других фирм с Уолл-стрит. На выяснение причин неприятности потребовалось некоторое время, но в конце концов их установили. Четыре аналитика приняли решение не доставать Мэка слишком сильно по поводу, похоже, самых крупных операционных убытков за всю историю Уолл-стрит, после чего слово взял Уильям Танона из Goldman Sachs.

ТАНОНА: И снова вопрос о риске, который в последнее время всех волнует... Объясните, откуда же у вас взялись такие огромные убытки. Я считал, что у вас существуют лимиты на позиции и лимиты на риск. Меня удивляет, что один ваш отдел мог потерять \$8 млрд [*sic*].

ДЖОН МЭК: Неправильный вопрос.

ТАНОНА: Простите?

ДЖОН МЭК: Добрый день. Привет. И...

ТАНОНА: Я скучал без вас...

ДЖОН МЭК: Билл, послушайте, давайте начистоту. Во-первых, эта сделка была признана и прошла по счетам. Во-вторых, она была внесена в нашу систему управления риском. Все очень просто. Если разобраться, все просто и так неприятно, поэтому я не очень складно выражаюсь. Когда эти ребята проводили стресс-тестирование позиции, они не представляли... что дефолты могут достичь такого уровня. Справедливости ради скажу, что наш отдел по управлению риском также

не провел должного тестирования\*. Вот и все объяснение. Мы попались на высоких хвостовых рисках. Вот что случилось.

ТАНОНА: Ладно. Хорошо. Еще один вопрос. Я удивлен, что ваш показатель VaR остался на прежнем уровне в этом квартале, учитывая понесенные убытки. Кроме того, как я понимаю, это были трейдинговые активы. Итак, можете прояснить, почему в нынешнем квартале не произошло резкого увеличения VaR?\*

МЭК: Билл, я думаю, VaR очень хорошо отражает изменчивый трейдинговый риск. Но с точки зрения (невнятно)... в отношении этого, я с удовольствием вернусь к вопросу, когда мы с ним разберемся, а в настоящий момент я не могу ответить.

Услышав этот бессмысленный набор слов, присутствующие должны были осознать свою неспособность разобраться со сложнейшими нюансами торговли облигациями. На самом деле сказанное свидетельствовало о том, что генеральный директор и сам не разбирался в сложившейся ситуации. Среди коллег — генеральных директоров Джон Мэк слыл человеком, который достаточно хорошо осведомлен о рисках торговли облигациями в своей фирме. В конце концов, он и сам в прошлом работал трейдером по облигациям и профессионально вырос в условиях культуры принятия риска, существовавшей в Morgan Stanley. Но он не просто не понял намерений своих трейдеров, когда они только зарождались, — он не смог даже внятно объяснить, что произошло, после того как банк потерял \$9 млрд.

Наконец наступил финал: последний покупатель риска, связанного с низкокачественными ипотечными кредитами, перестал покупать. 1 августа 2007 года акционеры выдвинули первый иск

---

\* От людей, возглавляющих крупные фирмы с Уолл-стрит, не следует ждать простого языка, поскольку их доходы во многом зависят от тех, кто считает, что их действия нельзя описать доступным образом. Джон Мэк пытался, не признаваясь прямо, сказать, что никто в Morgan Stanley не представлял, какие риски принял Хауи Хаблер, включая самого Хауи Хаблера.

\*\* Данный вопрос можно сформулировать иначе: почему облигации Хауи Хаблера упали со 100 до 7, а все представленные отчеты говорили о невозможности их сильного падения?

против Bear Stearns в связи с банкротством его хедж-фондов, специализировавшихся на низкокачественных ипотечных бумагах. Этот иск сильно обеспокоил трех молодых основателей Cornwall Capital, которые владели огромным количеством дефолтных свопов, купленных преимущественно у Bear Stearns. После Лас-Вегаса Чарли Ледли не мог избавиться от ощущения чудовищности происходящего. Бен Хокетт, единственный из тройцы, имевший опыт работы в крупной фирме с Уолл-стрит, также предрекал катастрофический финал. А Джейми Май просто считал многих с Уолл-стрит негодьями. Все трое опасались, что Bear Stearns обанкротится и не сможет выплатить свои долги. «Рано или поздно наступит момент, когда ни с одной фирмой с Уолл-стрит нельзя будет иметь дело, — говорит Бен, — и этот момент наступит именно так».

Всю первую неделю августа они пытались ухватить тенденцию изменения цен CDO с рейтингом «два А», которые всего несколько месяцев назад торговались практически как безрисковые. «Лежащие в их основе облигации обесценивались, и все, с кем мы говорили, предлагали нам два пункта», — замечает Чарли. Вплоть до конца июля Bear Stearns и Morgan Stanley утверждали, что CDO с рейтингом «два А» стоят 98 центов за доллар. Рынок все повторял и повторял спор между Хауи Хаблером и Грегом Липпманном.

Cornwall Capital принадлежали дефолтные свопы на 20 паршивых CDO, но каждая из этих бумаг была порочна по-своему, поэтому определить их точную стоимость не представлялось возможным. Ясность существовала в одном: рискованная ставка перестала быть рискованной. Дилеры с Уолл-стрит всегда говорили, что им ни за что не избавиться от этих непонятных дефолтных свопов на транши CDO «два А», но рынок запаниковал и с готовностью покупал страховку на все, имевшее отношение к низкокачественным ипотечным облигациям. Ситуация изменилась: впервые Cornwall столкнулась с перспективой потери немалых денег из-за события, которое могло вызвать отскок рынка: например, из-за вмешательства правительства США и предоставления гарантий на все низкокачественные ипотечные кредиты. И разумеется, в случае краха Bear Stearns

они теряли все. Если раньше перспектива катастрофы маячила далеко впереди, то сейчас угроза нависла прямо над ними. Они ринулись прикрывать тылы — искать покупателя на накопленные ими странные и как никогда актуальные страховые полисы.

Эта работа легла на плечи Бена Хокетта. Чарли Ледли попытался было выступить в качестве трейдера, но с позором провалился. «Эти мелкие нюансы, — ругался Чарли. — Нужно точно знать, что говорить, а если не знаешь, все на тебя набрасываются. Я вроде бы говорил: “Продавать!”, а все понимали — “Покупать!” Меня как обухом по голове ударили: торговля не мое дело». Бен зарабатывал трейдингом на жизнь, и единственный из троих знал, что и как следует говорить. Однако он вместе с семьей жены укатил отдыхать на юг Англии.

Вот так и получилось, что, сидя в пабе под названием The Powder Monkey в городе Эксмаут, графство Девоншир, Англия, Бен Хокетт занялся поисками покупателя на \$205 млн в дефолтных свопах на мезонинные транши CDO «два А». В The Powder Monkey действовала единственная в городе надежная точка беспроводного подключения к Интернету, и никто из посетителей паба, увлеченных напитками, не обращал особого внимания на американца в углу, молотящего по клавиатуре компьютера и говорящего по мобильному телефону с двух часов дня до 11 вечера. До того момента только три фирмы с Уолл-стрит проявили готовность вести дела с Cornwall Capital и заключить с нею контракт ISDA, необходимый для работы с дефолтными свопами: Bear Stearns, Deutsche Bank и Morgan Stanley. «Бен всегда говорил нам, что без ISDA заключать сделки возможно, но не принято», — замечает Чарли. Но и момент был не совсем обычный. В пятницу, 3 августа, Бен обзванивал все крупные фирмы Уолл-стрит и говорил: «Мы не знакомы, и я знаю, что вы не подпишите с нами контракт ISDA, но у меня есть страховка на низкокачественные CDO, которую я готов продать. Вы согласны работать со мной без контракта ISDA?» «Сотрудники отделов облигаций отвечали отказом, — говорит Бен, — на что я советовал им позвонить главе кредитного отдела или главе отдела по управлению риском и поинтересоваться их мнением на этот счет». В ту пятницу только один

банк изъявил желание работать с ними — UBS. И желание его было очень сильным. Последний из тех, кто удерживал воздушный шар, только что отпустил веревку.

В понедельник, 6 августа, Бен пришел в The Powder Monkey и снова принялся торговать. За страховые полисы стоимостью полпроцента UBS предлагал ему 30 пунктов авансом. Другими словами, \$205 млн в дефолтных свопах, принадлежавших Cornwall, покупка которых обошлась в \$1 млн, вдруг стали стоить чуть более \$60 млн (30% от \$205 млн). Теперь интерес проявлял не только UBS; представители Citigroup, Merrill Lynch и Lehman Brothers, ответившие отказом в пятницу, в понедельник спохватились. Все они отчаянно старались оценить риски CDO, выпущенных их же фирмами. «Мне было проще, поскольку им приходилось рассматривать каждую сделку, а я хотел просто деньги», — рассказывает Бен. Cornwall была готова продать 20 позиций. Интернет-соединение то появлялось, то пропадало, равно как и телефонная связь. Не исчезало только рвение фирм с Уолл-стрит, жаждавших приобрести страховку от пожара на горящий дом. «Впервые за все время цены более-менее адекватно отражали реальную стоимость этих бумаг, — поясняет Чарли. — Позиции, которые Bear Stearns оценил в \$600 000, на следующий день стоили \$6 млн».

В четверг к 11 вечера миссия Бена завершилась. В этот самый день, 9 августа, французский банк BNP объявил о том, что инвесторы в его фонды денежного рынка не могут изъять средства из-за проблем с американскими низкокачественными ипотечными кредитами. Бен, Чарли и Джейми так и не поняли, почему швейцарский банк выкупил три четверти их ставок. Буквы U, B, S практически не упоминались в стенах Cornwall Capital до тех пор, пока банк не начал умолять их продать страховку, которая резко подскочила в цене. «Я даже и не подозревал, что UBS занимается низкокачественными бумагами, — говорит Чарли. — До сих пор удивляюсь, как это мы не сориентировались и не продали в короткую UBS». Освобождая Cornwall от дефолтных свопов, ни UBS, ни другие покупатели с Уолл-стрит не понимали, что принимают на себя риск краха Bear Stearns: для фирм с Уолл-стрит подобное предположение

казалось немыслимым. Cornwall Capital, появившаяся четыре с половиной года назад с капиталом в \$110 000, получила в итоге больше \$80 млн за ставку стоимостью \$1 млн. «Здорово, что не мы оказались дураками за столом», — замечает Джейми. Они действительно не были дураками. Рискованная ставка окупилась в пропорции 80:1. И никто в The Powder Monkey даже не поинтересовался, чем это Бен занимается.

Многочисленное английское семейство его жены удивлялось, разумеется, где это он пропадает целыми днями, и Бен пытался это объяснить. Он считал происходившие события чрезвычайно важными. По его мнению, банковская система оказалась несостоятельной, что привело к серьезным потрясениям. Когда рухнет банковская система, прекращается кредитование, нет кредитов — нет торговли, а если нет торговли — что ж, запаса хлора для системы водоснабжения Чикаго хватает только на восемь дней. В больницах кончаются лекарства. Современный мир держится на возможности покупать сейчас, а платить позднее. «Я вернулся домой к полуночи и принялся обсуждать с шурином будущее его детей, — рассказывает Бен. — Затем попросил всех родственников удостовериться, что их счета в HSBC застрахованы. Посоветовал им держать на руках некоторое количество наличных денег, поскольку вскоре могли возникнуть проблемы. Но объяснить все было сложно». Как рассказать невинным гражданам свободного мира о роли дефолтных свопов на транши CDO «два А»? Он попытался было, но его английские родственники как-то странно на него посмотрели. Они поняли, что кто-то потерял очень много денег, а Бен только что хорошо заработал, но дальше этого дело не пошло. «Я не мог растолковать им эти вещи, — признается он. — Они же англичане».

Через 22 дня, 31 августа 2007 года, Майкл Бэрри распечатал специальный счет и принялся активно избавляться от дефолтных свопов. Инвесторы получили наконец возможность забрать свои деньги. К этому моменту размер их вложений вырос более чем в два раза. Всего несколько месяцев назад Бэрри предлагали 200 базисных пунктов — или 2% от условной суммы — за его дефолтные свопы, которые поднялись до рекордного уровня

\$1,9 млрд. А сейчас фирмы с Уолл-стрит, отчаянно пытавшиеся смягчить свое падение, готовы были дать 75, 80 и 85 процентных пунктов. В конце квартала он сообщил, что активы фонда выросли более чем на 100%. К концу года при портфеле стоимостью менее \$550 млн его реализованная прибыль превысила \$720 млн. Но инвесторы молчали. «Даже когда стало понятно, что год выдался на славу и я оказался прав, праздновать победу желания не было, — признается Бэрри. — Процесс зарабатывания денег представлялся мне совсем не таким». Своему первому инвестору, Gotham Capital, он, не дожидаясь его реакции, отправил электронное сообщение с одной-единственной фразой: «Не стоит благодарности». Бэрри твердо вознамерился вышвырнуть Gotham Capital из фонда и настаивал на продаже их доли. Когда его попросили назвать цену, он ответил: «Можете оставить себе те десятки миллионов, которые вы почти что не дали мне заработать для вас в прошлом году, и будем квиты».

Когда Бэрри начинал свой бизнес, он решил не брать с инвесторов обычную 2%-ную комиссию за управление средствами. В тот год, когда ему не удалось заработать, из-за отсутствия комиссии пришлось уволить сотрудников. Об изменении политики он известил всех письмом, вызвавшим новую волну негодования среди инвесторов, хотя его стараниями они разбогатели. «Я просто удивляюсь твоей способности выводить людей из себя, — говорил один из друзей по переписке. — У тебя настоящий талант».

Собирая информацию о синдроме Аспергера, Бэрри узнал о роли, которую играли его увлечения. Они помогали ему укрыться от враждебного мира. Вот почему у людей с синдромом Аспергера увлечения проявляются так ярко. Странно только, почему люди не могут их контролировать. «Врач, к которому я обращался, помог мне во всем разобраться, — писал Бэрри, — и когда я принимаюсь анализировать свою жизнь, то многое встает на места:

Давайте посмотрим, правильно ли я понял — услышать такое всегда лучше из уст врача. Если взять человека, которому очень трудно интегрироваться в общество и который по этой причине

чувствует себя непонятым, отвергнутым и одиноким, то становится понятно, что ярко выраженные, страстные увлечения помогают ему формировать собственное «я» в классическом понимании. Дети с синдромом Аспергера демонстрируют удивительную сосредоточенность и исключительно быстро, порой намного быстрее сверстников, осваивают интересующие их предметы. Утверждение эго оказывает успокаивающее воздействие, даря детям с синдромом Аспергера возможность пережить чувства, которые им доступны редко, если доступны вообще. Пока увлечение обеспечивает упомянутое утверждение, опасности перемен практически не существует. Но если увлечение наталкивается на препятствие или человек теряет к нему интерес, негативная реакция проявляется весьма остро, особенно если причиной являются другие люди. Увлечение в этом случае начинает вызывать именно то, чего страдающий синдромом Аспергера пытается избежать, — непонимание, гонение, неприятие окружающих. И человеку с синдромом Аспергера приходится искать новое увлечение для утверждения своего эго».

Большую часть 2006-го и начало 2007 года д-р Майкл Бэрри провел как в кошмарном сне. В электронном сообщении он писал: «Самые близкие мои партнеры начинают меня ненавидеть... Этот бизнес убивает что-то очень важное в жизни. Правда, я еще не определил, что именно. Но частичка меня умерла. Я это чувствую». Утратив интерес к финансовым рынкам, он приобрел свою первую гитару. Странно... Он не умел играть на гитаре и не блистал музыкальными способностями. Он и играть-то не хотел. Ему интересно было выяснить, из каких пород дерева делают гитары, а также покупать обычные гитары, усилители и электрогитары. Вот такая у него возникла потребность — узнать о гитарах все, что только можно.

Бэрри потерял интерес к финансовым рынкам очень временно. Финал уже приближался, что-либо изменить не представлялось возможным. Через шесть месяцев Международный валютный фонд оценит убытки по низкокачественным активам, выпущенным в США, в \$1 трлн. Из-за беспардонной лжи американских финансистов финансовая система США понесла

убыток в \$1 трлн. Откреститься от него не могла ни одна фирма с Уолл-стрит. Все увязли по уши, поскольку желающих покупать больше не было. Под каждым крупным западным финансовым институтом была своя бомба. Фитили уже горели, и потушить их никто не мог. Оставалось только наблюдать за бегущим огоньком и масштабами разрушений.

## Двое в лодке

*Практически никто — ни домовладельцы, ни финансовые институты, ни рейтинговые агентства, ни регулирующие органы, ни инвесторы — не предвидел того, что сейчас творится.*

Девен Шарма, президент S&P,  
выступление перед палатой представителей США  
22 октября 2008 года

*По словам министра финансов Италии Джулио Трмонти, первым предсказал мировой финансовый кризис... Папа Бенедикт XVI. «Пророческое предупреждение о крушении нерегулируемой экономики можно найти в статье, автором которой является кардинал Джозеф Ратцингер [в 1985 году]», — заявил вчера Трмонти в Миланском католическом университете.*

Bloomberg News, 20 ноября 2008 года

Грег Липпманн видел в рынке низкокачественных ипотечных бумаг своего рода перетягивание каната. На одном конце находилась машина Уолл-стрит, которая штамповала кредиты, превращала их в облигации, преобразовывала самые плохие облигации в CDO, а когда кредитов не хватало, создавала их из воздуха. На другом конце стояла доблестная армия тех, кто ставил против кредитов. Оптимисты против пессимистов. Фантазеры

против реалистов. Продавцы дефолтных свопов против покупателей. Неправые против правых. Метафора была точной до определенного момента — настоящего момента. Теперь картина изменилась: двое в лодке, связанные веревкой, бились друг с другом не на жизнь, а на смерть. Один, убив другого, выбрасывал его за борт и сам летел в воду вслед за ним. «Нам, плохим ребятам, было в кайф играть на понижение в 2007 году и делать на этом деньги, — говорит Стив Айсман. — В 2008 году вся финансовая система оказалась под угрозой. Мы все еще играли на понижение. Но мы не хотели крушения системы. Как будто приближается потоп, а ты Ной и сидишь в ковчеге. Да, тебе-то хорошо. Но потоп за пределами ковчеге — зрелище не из приятных. Для Ноя этот момент не самый радостный».

К концу 2007 года ставки FrontPoint против низкокачественных ипотек окупались с лихвой — они удвоили объем своих активов с \$700 млн до \$1,5 млрд. Как только стало понятно, что они заработали фантастическую кучу денег, и Дэнни и Винни захотели зафиксировать прибыль. Ни один из них не верил до конца Грегу Липпманну, и даже столь роскошный подарок не рассеял недоверия. «Я бы в жизни не купил у него машину, — признается Дэнни. — Зато купил дефолтные свопы на \$500 млн». Винни к тому же беспокоил философский аспект столь быстрой и крупной наживы. «Такая сделка случается раз в жизни, — говорит он. — Если бы мы отказались от нее из жадности, я бы себе этого не простил».

Все они, включая Айсмана, считали, что со своим темпераментом Айсман плохо подходит для принятия краткосрочных трейдинговых решений. Он был слишком эмоционален и действовал под влиянием эмоций. Ставки против низкокачественных ипотечных облигаций были для него не просто ставками, они задумывались почти как оскорбление. Стоило представителям Уолл-стрит заикнуться — а делали они это часто, — что проблемой низкокачественных кредитов стали лживость и финансовая безответственность рядовых американцев, Айсман неизменно парировал: «Что? В одно прекрасное утро все американцы вот так проснулись и решили сфальсифицировать заявки на кредит? Да, люди дают ложные сведения. Но они лгут,

потому что от них ждут лжи». Негодование, движущая сила его игры, было направлено не на финансовую систему как таковую, а на людей на ее верхушке, тех, кто знал или должен был знать, что происходит: на персонал крупных фирм с Уолл-стрит. «Это не просто спор, а моральный крестовый поход, — говорит Айсман. — Мир перевернулся с ног на голову». Низкокачественные кредиты, на которых строилась их игра, ничего не стоили, утверждал он, а если кредиты ничего не стоят, страховка на эти кредиты неизбежно должна расти в цене. И поэтому они держали свои дефолтные свопы в ожидании очередных дефолтов по кредитам. «Мы с Винни сделали ставку на \$50 млн и заработали \$25 млн, — говорит Дэнни. — Стив поставил на \$550 млн и заработал \$400 млн».

В ходе Великой охоты за сокровищами был составлен длинный список компаний, имевших отношение к низкокачественным кредитам. К 14 марта 2008 года они продали в короткую акции практически всех финансовых фирм, так или иначе связанных с адской машиной. «Мы подготовились к Армагеддону, — говорит Айсман, — но в глубине души опасались: а что если Армагеддон так и не наступит?»

Этот вопрос встал как никогда остро 14 марта. С момента крушения хедж-фондов низкокачественных бумаг Bear Stearns в июне 2007 года рынок беспокоила судьба прочих фондов банка. За последнее десятилетие Bear Stearns, как и все остальные фирмы Уолл-стрит, увеличил размер ставок, сделанных на каждый доллар его капитала. Всего за последние пять лет соотношение заемных и собственных средств в Bear Stearns выросло с 20:1 до 40:1. В Merrill Lynch этот показатель поднялся с 16:1 в 2001 году до 32:1 в 2007 году, а в Morgan Stanley и Citigroup составил 33:1. На этом фоне доля заемных средств в Goldman Sachs выглядела довольно скромно — 25:1. Следует, однако, отметить, что Goldman умел ловко скрывать объемы своих заимствований. Для банкротства любой из перечисленных фирм требовалось лишь небольшое снижение стоимости их активов.

Вопрос на триллион долларов звучал так: что представляли собой эти активы? До 14 марта фондовый рынок верил крупным

фирмам Уолл-стрит на слово. Никто не знал, что происходит в стенах Bear Stearns, Merrill Lynch или Citigroup, но эти фирмы всегда умели делать деньги, стало быть, и ставки делали продуманные. Но 14 марта рынок изменил свое мнение.

В то утро выдающийся аналитик Deutsche Bank Майк Майо пригласил Айсмана выступить перед собранием крупных инвесторов в конференц-зале штаб-квартиры банка на Уолл-стрит. По плану Айсман должен был выступать перед бывшим председателем Федеральной резервной системы Аланом Гринспеном вместе с известным инвестором по имени Билл Миллер, которому принадлежали акции Bear Stearns на \$200 млн. По мнению Айсмана, только безумец мог вкладывать такие суммы в фирму с Уолл-стрит. Общаться с Гринспеном Айсман считал ниже своего достоинства, а это о многом говорило. «На мой взгляд, Алан Гринспен запомнится как наихудший председатель Федеральной резервной системы в истории, — заявлял он при любом удобном случае. — То, что Гринспен слишком долго держал слишком низкие процентные ставки, всего лишь цветочки. Я уверен, что он знал о происходящем на рынке низкокачественных ценных бумаг и закрывал на это глаза, поскольку обманутые потребители нисколько его не волновали. Мне даже как-то немного его жаль, ведь он умный человек, но заблуждается практически по всем вопросам».

На Уолл-стрит вряд ли найдется хоть кто-то, кого Айсман не оскорбил или не пытался бы оскорбить. На крупной конференции в Гонконге, услышав заявление председателя HSBC о том, что убытки его банка по низкокачественным ценным бумагам «взяты под контроль», Айсман поднял руку и спросил: «Вы ведь сами не верите в то, что говорите, не так ли? Все ваши отчеты — полная чушь». Как-то Айсман пригласил в свой офис Гьяна Синху, аналитика Bear Stearns, который с оптимизмом смотрел на низкокачественные бумаги, и принялся допрашивать его с таким пристрастием, что после разговора ему даже звонил продавец из Bear Stearns.

«Гьян возмущен», — сообщил он.

«Скажи ему, пусть не расстраивается, — ответил Айсман. — Мы славно поговорили!»

Несмотря ни на что, в конце 2007 года Bear Stearns пригласил Айсмана на теплую неформальную вечеринку — знакомство с новым генеральным директором Аланом Шварцем. Рождество с Bear, так они ее называли. Шварц рассуждал о «безумии» рынка низкокачественных облигаций, где участники никак не могли договориться о ценах.

«И чья это вина? — не преминул встрять Айсман. — Ведь вы только этого и добивались. Так вам легче обирать клиентов».

На что новый генеральный директор ответил: «Мне бы не хотелось никого обвинять».

Выбор объекта нападок зависел от того, в общество каких шишек с Уолл-стрит Айсмана допускали. 14 марта 2008 года его пригласили на встречу с одним из крупнейших и известнейших на Уолл-стрит инвесторов-быков, где присутствовал и прославленный бывший председатель Федеральной резервной системы. Тот день был очень напряженным для рынков (ходили слухи, что у Bear Stearns какие-то неприятности), но, выбирая между представлением, которое разыгрывалось на рынке, и представлением, которое мог разыграть Айсман, Дэнни Мозес, Винсент Дэниел и Портер Коллинз долго не раздумывали. «Чего скрывать, — сказал Винни. — Там нас ждет развлечение. Это словно бой Али против Фрейзера. Неужели кто-то откажется на него посмотреть?» Они отправились на бой с Али, но уселись на заднем ряду, чтобы не особенно светиться.

Айсман занял место за длинным столом рядом с легендарным Биллом Миллером. Миллер говорил от силы минуты три, разъясняя разумность своих вложений в Bear Stearns. «А теперь предоставим слово нашему медведю, — провозгласил Майк Майо. — Стив Айсман».

«Ради такого я должен встать», — заметил Айсман.

Свою короткую речь Миллер произнес сидя. Предполагалось, что мероприятие будет проходить в формате обмена мнениями за круглым столом, а не официальных докладов, однако Айсман направился к трибуне. Отметив сидящую в третьем ряду мать, но игнорируя своих партнеров на задних рядах, а также пару десятков наостривших уши инвесторов (бесплатные билеты на бой Али против Фрейзера!), Айсман стал

безжалостно препарировать американскую финансовую систему. «Почему в этот раз все иначе?» — так называлась его речь, хотя до сих пор не верилось, что он собирается произнести настоящую речь. «В настоящий момент у нас идет процесс самого масштабного сокращения уровня заемных средств за всю историю существования финансового рынка, — заявил он. — И конца этому процессу пока не видать. Единственное решение — это время. Время, чтобы унять боль...»

Как только Айсман поднялся, Дэнни инстинктивно вжался в кресло. «Всегда есть вероятность попасть в неловкое положение, — говорит он. — Но это все равно что смотреть на автомобильную аварию. Ты просто не можешь отвести взгляд». Сидевшие вокруг уткнулись в свои смартфоны BlackBerry. Они, конечно, с удовольствием бы послушали Айсмана, но фондовый рынок постоянно их отвлекал. В 09.13, как раз когда Айсман усаживался за стол, Bear Stearns объявил о получении кредита от J.P. Morgan. Через девять минут, когда Билл Миллер расписывал все прелести владения акциями Bear Stearns, Алан Шварц выпустил пресс-релиз. Он начинался такими словами: «В последнее время ходило очень много слухов относительно ликвидности Bear Stearns». *Ликвидность*. Если глава банка утверждает, что банк располагает достаточным количеством ликвидных средств, значит, у банка их нет.

В 09.41, приблизительно в тот момент, когда Айсман пробирался к трибуне, Дэнни продал пакет акций Bear Stearns, который Айсман купил накануне по \$53 за штуку. Они заработали на этом пару долларов, но причина покупки этих акций, да еще вопреки мнению остальных, так и осталась загадкой. Время от времени Айсман проводил какую-нибудь краткосрочную сделку на небольшую сумму, полностью противоречащую всем их убеждениям. Причиной в данном случае, по мнению Дэнни и Винни, могло быть равнодушие Айсмана к Bear Stearns. Айсман каким-то образом сроднился с самой ненавистной фирмой на Уолл-стрит, известной преимущественно своим полным безразличием к мнению конкурентов. «Он всегда говорил, что Bear Stearns никто никогда не поглотит, потому что его культура никогда не ассимилируется

в другой культуре, — замечает Винни. — Думаю, в нем он видел какую-то часть самого себя». У Валери, жены Айсмана, имелась своя теория на этот счет. «Это такое необычное противоядие от его теории всемирного краха, — поясняет она. — Время от времени он заявляется домой с какой-нибудь эксцентричной длинной позицией».

Какие бы психологические мотивы ни стояли за внезапной покупкой Айсманом акций Bear Stearns, Дэнни с облегчением отделался от них. Айсман как раз растолковывал, почему миру грозит катастрофа, но его партнеры слушали только вполуха... потому что финансовый мир уже летел в бездну. «Как только Стив вышел на трибуну, акции начали падать», — рассказывает Винни. Пока Айсман объяснял, почему никто в здравом уме не станет держать акции, которые он сам купил 16 часов назад, Дэнни лихорадочно слал текстовые сообщения своим партнерам.

9.49. Боже — Bear по 47.

«Если [финансовая система США] похожа на бесконечную схему Понци, то только потому, что она ею и является».

9.55. Bear уже 43. Боже мой.

«Банки Соединенных Штатов только начинают осознавать всю масштабность кредитных проблем. Не хотел бы я держать, к примеру, акции какого-нибудь банка в штате Флорида, поскольку всем им, по-моему, недолго осталось жить».

10.02. Bear уже 29!!!

«Высшие слои общества изнасиловали свою страну. Вы обманули ее жителей. Вы создали машину, обдирающую людей. Я не раз сталкивался с представителями крупных фирм с Уолл-стрит, не имеющими совести. Никто ни разу не сказал: “Это неправильно”. И никого не заботили мои слова».

На самом деле, последние фразы Айсман произнес не вслух, а про себя. И он не знал, что творится на фондовом рынке, поскольку во время выступления не мог достать свой BlackBerry.

Но пока он говорил, инвестиционный банк с Уолл-стрит рушился прямо на глазах, и дело было не в мошенничестве. Возникал естественный вопрос: что же происходило?

Впоследствии банкротство Bear Stearns объяснили бегством вкладчиков, и в этом была доля правды — другие банки отказывались иметь с ним дело, хедж-фонды закрывали счета. Однако и тогда, и полгода спустя вопрос все же оставался: почему рынок вдруг перестал доверять гигантской фирме с Уолл-стрит, в чьей устойчивости совсем недавно никто не сомневался? В марте 2007 года кончина Bear Stearns казалась столь немыслимой, что Cornwall Capital приобрела страховку от его банкротства меньше чем за 0,3%. Заплатив \$300 000, она заработала \$105 млн.

«Уровень заемных средств» — таким был ответ Айсмана в этот день. Для получения прибыли Bear Stearns, подобно всем прочим фирмам Уолл-стрит, каждый доллар своего капитала нагружал все большим количеством спекулятивных ставок. Однако этим проблема не ограничивалась — она усугублялась характером спекулятивных ставок.

Рынок низкокачественных ипотечных бумаг прошел две четко выраженные фазы развития. Первая, на которой львиную долю риска рыночного краха несла AIG, длилась до конца 2005 года. Когда AIG резко передумала, трейдеры AIG FP допускали, что их действия могут полностью парализовать рынок низкокачественных ипотечных бумаг\*. Разумеется, ничего подобного не произошло. Уолл-стрит к тому моменту зарабатывала слишком много на превращении дрянных облигаций с рейтингом «три В» через CDO в якобы безрисковые бумаги с рейтингом «три А», чтобы от этого отказываться. Рулившие машиной CDO обрели слишком большую власть. С конца 2005-го и до середины 2007 года фирмы с Уолл-стрит налепили

---

\* Интересно представить, как развивался бы этот кризис, если бы AIG FP и дальше несла весь риск. Если бы Уолл-стрит, следуя примеру Goldman Sachs, полностью переложила риск низкокачественных ипотечных облигаций на AIG FP, то кризис, вполне возможно, не связывали бы с Уолл-стрит, а всю ответственность за него возложили на одну-единственную проштрафившуюся страховую компанию.

низкокачественных CDO на \$200–400 млрд. Точнее никто сказать не мог. Будем считать, что эта сумма составляет \$300 млрд, из которых приблизительно \$240 млрд получили рейтинг «три А» и рассматривались в учетных целях как безрисковые, а следовательно не требующие раскрытия. Большая их часть, если не все, учитывалась за балансом.

К марту 2008 года фондовый рынок наконец-то понял то, что продавцы ипотечных облигаций знали уже давно: кто-то потерял как минимум \$240 млрд. Но кто? Благодаря Хауи Хаблеру Morgan Stanley до сих пор принадлежали примерно \$13 млрд в CDO. Какую-то часть держали идиоты из Германии, Вин Чау и прочие менеджеры по CDO владели еще какой-то частью, хотя вопрос, на чьи деньги они покупали облигации, все еще оставался без ответа. Ambac Financial Group и MBIA Inc., которые долго занимались страхованием муниципальных облигаций, заняли место AIG после ее ухода и держали примерно по \$10 млрд. В действительности назвать точные размеры убытков или имена тех, кто их понес, не мог никто. Ясно было лишь одно: потери любой фирмы с Уолл-стрит, глубоко увязшей в рынке низкокачественных ценных бумаг, намного превосходят то, что признавалось. Bear Stearns погряз в рынке низкокачественных бумаг глубже других. Он держал по \$40 в низкокачественных ипотечных облигациях на каждый доллар своего капитала. Вопрос заключался не в том, мог ли Bear Stearns рухнуть, а в том, мог ли устоять.

Стив Айсман закончил речь и направился к своему месту. Проходя мимо Билла Миллера, он, можно сказать, сочувственно похлопал его по спине. Отвечая на последовавшие вопросы, Миллер подчеркивал крайне низкую вероятность краха Bear Stearns, поскольку до сих пор крупные инвестиционные банки Уолл-стрит терпели крах только в результате разоблачения преступной деятельности. Айсман тут же выпалил: «Сейчас всего пять минут одиннадцатого. Подождите немного». В остальном он вел себя почти вежливо. Сидевшие на заднем ряду Дэнни и Винни испытывали смешанное чувство облегчения и разочарования, которое возникает после того, как торнадо едва не зацепил крупный город.

Царившую в зале атмосферу нарушил не Айсман, а какой-то юнец с задних рядов. На вид лет 20, он, как и все остальные, молотил по клавиатуре BlackBerry все время, пока выступали Миллер и Айсман. «Господин Миллер, — обратился молодой человек к докладчику, — с начала вашего выступления акции Bear Stearns упали больше чем на 20 пунктов. Вы все еще хотите их купить?»

Миллер казался озадаченным. «Он определенно понятия не имел, что произошло, — вспоминает Винни. — И ответил: “Да, конечно, я буду покупать еще”».

После этого присутствующие ринулись к выходу, очевидно, для того, чтобы продать свои акции Bear Stearns. Когда пришел черед выступления Алана Гринспена, оно уже никого не интересовало. От слушателей не осталось и следа. К понедельнику следа не осталось и от Bear Stearns; он был продан J. P. Morgan по \$2 за акцию\*.

По внешнему виду людей, появляющихся из подземелья на северо-восточном углу Мэдисон-авеню и 47-й улицы в 6.40, можно многое рассказать, если знать, на что смотреть. Любой человек, оказавшийся в таком месте и в такое время, скорее всего, работал на Уолл-стрит. Но вот людей, которые выходили на улицу в районе Пенсильванского вокзала в тот момент, когда прибывал поезд Винсента Дэниеля, характеризовать было куда труднее. «Утренний поезд Винни только на 55% заполнен финансистами, поскольку на нем едут строители, — говорит Дэнни Мозес. — Мой — на 95%». Случайному наблюдателю обитатели Уолл-стрит, приезжавшие из пригородов Коннектикута на Центральный вокзал, представлялись однообразной массой, однако Дэнни различал в этой массе множество мелких и существенных особенностей. Если кто-то уткнулся в BlackBerry, значит, он из хедж-фонда, выясняет прибыли и убытки на азиатских рынках. Спит в поезде — значит, скорее всего, занимается продажей, брокер, торгующий на чужие деньги. Если несет портфель или сумку, — вероятнее всего, занимается не продажами,

---

\* Позднее данные были изменены на \$10 за акцию.

поскольку в сумке можно носить только аналитические отчеты, а брокеры не читают собственные опусы, по крайней мере в свободное время. Любой, кто держит в руках экземпляр *New York Times*, скорее всего, юрист, сотрудник бэк-офиса или кто-то, причастный к финансовым рынкам, но не работающий на них.

Одежда тоже говорила о многом. Те, кто управлял деньгами, одевались так, словно направлялись на бейсбольный матч. Их оценивали исключительно по финансовым результатам, поэтому слишком дорогая одежда вызывала подозрения. Если вам попался кто-то, покупающий за собственный счет, в костюме, это означало, что у него либо возникли затруднения, либо назначена встреча с тем, кто дает деньги, либо и то и другое. Сказать больше по одежде людей, занимавшихся покупками, было сложно. Представители стороны продажи могли носить деловую униформу: вон тот, в блейзере и брюках-хаки, — брокер второразрядной фирмы; а вот этот — в костюме за \$3000 и с укладкой примерно за столько же — инвестиционный банкир из J.P. Morgan и т.п. Дэнни мог вычислить место работы человека даже по тому, где тот сидел в поезде. Сотрудники Goldman Sachs, Deutsche Bank и Merrill Lynch, направлявшиеся в центр города, усаживались впереди (хотя, когда Дэнни размышлял об этом, сотрудники Goldman редко пользовались поездом). У них имелись собственные машины. Сотрудники хедж-фондов вроде Дэнни работали ближе к окраинам и поэтому выходили на Центральном вокзале в северную сторону, где словно бы из ниоткуда возникавшие такси слетались на них, как голуби на хлебные крошки. Сотрудники Lehman и Bear Stearns обычно пользовались тем же выходом, что и Дэнни, но с ними уже было покончено. Этим как раз и объяснялся тот факт, что 18 сентября 2008 года в 6.40 на северо-восточном углу Мэдисон-авеню и 47-й улицы людей было гораздо меньше, чем в то же время 18 сентября 2007 года.

От внимания Дэнни не ускользала ни одна мелочь в облике его коллег-финансистов — в каком-то смысле, это была его работа. Подмечать всякие мелочи. Айсман мыслил глобально. Винни отвечал за анализ. Дэнни, главный трейдер, был на рынке их глазами и ушами, источником сведений, которые

не транслируются и не рассылаются: слухи, поведение брокеров на стороне продажи, движения цен на экранах. Перечень его должностных обязанностей включал: пристальное внимание к деталям, быстрые расчеты — и защита от обмана.

С этой целью у него на столе стояли пять мониторов. На одном бежали новости, второй показывал мгновенные изменения в их портфеле, остальные три отображали переговоры Дэнни примерно с четырьмя десятками брокеров с Уолл-стрит и инвесторов. За месяц он получал 33 000 электронных писем. Человек непосвященный мог бы запросто потонуть в этом бурном потоке мелочей. Но для Дэнни все они имели значение, поскольку ему не нужно было выстраивать из них общую картину. Дэнни отвечал за детальную прорисовку.

К четвергу, 18 сентября 2008 года, общая картина стала настолько расплывчатой, что детальное представление никак не складывалось у него в голове. В понедельник Lehman Brothers объявил о банкротстве, а Merrill Lynch, заявивший об убытках в размере \$55,2 млрд по CDO, обеспеченным низкокачественными облигациями, был куплен Bank of America. Американский фондовый рынок упал ниже, чем в первый торговый день после террористической атаки на Всемирный торговый центр. Во вторник Федеральная резервная система США объявила о предоставлении кредита в размере \$85 млрд страховой компании AIG для покрытия убытков по дефолтным свопам, проданным ею банкам с Уолл-стрит. Больше всего, \$13,9 млрд, она была должна Goldman Sachs. Если приплюсовать сюда \$8,4 млрд наличными, которые AIG уже заплатила Goldman в виде обеспечения, нетрудно подсчитать, что банк перенес на страховую компанию риск более чем на \$20 млрд в низкокачественных ипотечных облигациях и теперь этот риск покрывался американскими налогоплательщиками. Один только этот факт заставлял задуматься: сколько еще таких облигаций гуляло на рынке и кто держал их?

Федеральная резервная система и Министерство финансов делали все, чтобы успокоить инвесторов, но в среду о спокойствии не могло идти и речи. Фонд денежного рынка под названием Reserve Primary Fund объявил о том, что понес серьезные

убытки по краткосрочным кредитам, предоставленным Lehman Brothers, и что его инвесторы вряд ли получат обратно все свои деньги, и приостановил выкуп своих паев у инвесторов. Денежные рынки не являлись хранилищем наличности — они выплачивали проценты и несли определенный риск — но до того момента люди считали их таковым. *Даже собственные деньги никому нельзя было доверять.* Компании по всему миру принялись выщарапывать свои средства из фондов денежного рынка, и краткосрочные процентные ставки взлетели как никогда раньше. Индекс DJIA упал на 449 пунктов, до самой низкой отметки за последние четыре года, и все значимые новости поступали не из частного сектора, а от правительственных чиновников. Приехав в четверг на работу в 6.50, Дэнни узнал, что главный британский финансовый регулятор рассматривает вопрос о запрете коротких продаж (решение, которое, помимо прочего, положит конец хедж-фондам), но это не объясняло всего происходившего. «И тут начался такой ад крошечный, какого мне за всю жизнь видеть еще не доводилось», — рассказывает Дэнни.

FrontPoint был идеально подготовлен к этому. По соглашению с инвесторами фонд мог иметь на фондовом рынке только 25%-ную короткую или 50%-ную длинную чистую позицию, а суммарный объем позиций не мог превышать 200%. Например, на каждые \$100 млн, доступных для инвестирования, чистая короткая позиция не могла превышать \$25 млн, а чистая длинная позиция — \$50 млн. Стоимость же всех ставок не могла быть больше \$200 млн. В соглашении ничего не говорилось о дефолтных свопах, но это уже не имело значения. («Мы так и не смогли придумать, как включить их», — говорит Айсман.) Последний своп они продали Грегу Липпманну два месяца назад, в начале июля. И теперь занимались инвестициями только на фондовом рынке.

На тот момент они продали в короткую почти столько, сколько им позволялось, и все их ставки были против банков, т. е. компаний, идущих ко дну быстрее всего: как только рынки открылись, они оказались в плюсе на \$10 млн. Акции, проданные в короткую, падали; акции купленные — преимущественно акции мелких банков, не имевших отношения

к рынку низкокачественных бумаг, — падали меньше. По идее Дэнни должен был ликовать: все случилось именно так, как они и предсказывали. Его, однако, переполняла не радость, а тревога. В 10.30, через час после открытия торгов, акции всех финансовых организаций, заслуженно или нет, начали свободное падение. «Вся эта информация проходит через меня, — говорит он. — Предполагалось, что я знаю, как ее распределять. Цены менялись с такой скоростью, что я не успевал за ними следить. Словно черная дыра. Первозданный хаос».

Прошло уже четыре дня с тех пор, как рухнул Lehman Brothers, но самые серьезные последствия его крушения проявились только сейчас. Акции Morgan Stanley и Goldman Sachs быстро падали, и было очевидно, что спасти их может только правительство США. «Как будто землетрясение, после которого с большим опозданием обрушивается цунами», — говорит Дэнни. В своей работе он привык играть против других людей, но в этом случае его противником была стихия: синтетические CDO обернулись синтетической катастрофой. «Обычно ты чувствуешь, что можешь контролировать ситуацию, — рассказывает Дэнни. — Твоя сила — в понимании происходящего. В тот момент знания потеряли значение. Тебя просто несло волной».

У FrontPoint было порядка 70 ставок на разных фондовых рынках по всему миру. И все они были сделаны на финансовые институты. Он отчаянно старался уследить за ними, но у него ничего не выходило. Они держали акции KeyBank и продали в короткую акции Bank of America, но и те и другие вели себя как никогда прежде. «На рынке нельзя было ставить ни на что, — говорит Дэнни. — Рынка как такового уже не существовало. Только тогда я осознал, что вопрос не ограничивается нашим портфелем. Фундаментальные показатели не играли роли. Акции росли и падали только на эмоциях и предположениях относительно дальнейших действий правительства». Из головы не выходила тревожная мысль: Morgan Stanley вот-вот пойдет ко дну. Их фонд принадлежал Morgan Stanley. С Morgan Stanley у них не было никаких дел, и они никак не были с ним связаны. Они не считали себя сотрудниками Morgan Stanley — Айсман не раз повторял, что очень хотел бы

продать в короткую акции банка. Они считали себя управляющими собственного фонда. Но если Morgan Stanley обанкротится, то его доля в их фонде превратится в актив в деле о банкротстве. «Я думал: странно получается — мы, черт побери, взяли мир за яйца, а компания, на которую мы работаем, может обанкротиться.»

А потом Дэнни почувствовал, что ему становится нехорошо. Около 11.00 у него перед глазами поплыли черные волны. Монитор компьютера то появлялся, то исчезал. «Голова просто раскальвалась, — вспоминает он. — Хотя я никогда не страдал головными болями. Я подумал, может, у меня аневризма». Он в буквальном смысле слышал стук сердца — посмотрев вниз, он мог увидеть, как оно бьется о грудную клетку. «Все утро я изо всех сил старался держать под контролем эту энергию и информацию, но не смог».

Подобное с ним случалось лишь однажды. 11 сентября 2001 года в 8.46 он сидел за рабочим столом на верхнем этаже Всемирного финансового центра. «Знаете, как это бывает, в городе вдруг с грохотом проезжает мусоровоз, а ты думаешь: “Что это было?”» Пока кто-то не сказал, что в Северную башню врезался самолет, Дэнни думал, что мимо прогромыхал мусоровоз. Он подошел к окну взглянуть на здание через улицу. Маленький самолет местной авиалинии, подумалось ему, вряд ли нанес серьезные повреждения и, наверное, торчит из здания. Но вместо этого увидел черную дыру и дым. «Я сразу же подумал, что это не случайность. Никак не случайность». Он все еще работал в Oppenheimer and Co., Стив и Айсман уже уволились; чей-то властный голос по громкоговорителю запретил покидать здание. Дэнни остался стоять у окна. «И тут люди начали выпрыгивать из окон, — вспоминает он. — Они летели вниз». Грохот еще одного мусоровоза. «Когда второй самолет врезался в башню, я мысленно попрощался со всеми». К лифту он подошел вместе с двумя беременными женщинами; одну он проводил до квартиры, на 14-ю улицу, а вторую до Plaza Hotel, после чего направился домой к беременной жене, на 72-ю улицу.

Через четыре дня он уехал, точнее сбежал, из Нью-Йорка вместе с женой и маленьким сыном. Гроза застигла их на шоссе

глубокой ночью, и Дэнни был уверен, что на машину вот-вот рухнет какое-нибудь дерево. Он обливался потом и трясся от ужаса. Деревья стояли на расстоянии полусотни ярдов и никак не доставали до дороги. «Тебе нужно показаться врачу», — сказала жена, и он последовал ее совету. Дэнни списывал все на проблемы с сердцем и поэтому половину дня провел подключенным к электрокардиографу. Утрата самообладания смущала его — он предпочел о ней умолчать, — и когда приступы стали реже и не настолько серьезными, он испытал глубокое облегчение. Через несколько месяцев после теракта они прошли окончательно.

18 сентября 2008 года он не связал свое теперешнее состояние с состоянием в прошлом. Дэнни вышел из-за стола и обвел взглядом комнату. Обычно Айсман сидел напротив него, но в тот момент он находился на какой-то конференции с целью привлечь дополнительные средства, что свидетельствовало об их неподготовленности к моменту, к которому, как казалось, они хорошо подготовились. Дэнни повернулся к коллеге. «Портер, кажется, у меня сердечный приступ».

Портер Коллинз рассмеялся: «Нет у тебя никакого приступа». Имея за плечами олимпийскую карьеру гребца, Портер Коллинз не мог похвастаться чувствительностью к состоянию других людей, поскольку считал, что настоящей боли они не испытывали.

«Нет, — ответил Дэнни, — мне нужно в больницу». Он побледнел, но все-таки мог держаться на ногах. Насколько это серьезно? Дэнни всегда был чуток беспокойным.

«Вот поэтому он так блестяще и справляется со своей работой, — говорит Портер. — Я твердил: “Нет у тебя никакого приступа”. И тут он замолк. И я говорю: “Ладно, может, и есть”. Но толку от этого было мало. Пошатываясь, Дэнни повернулся к Винни, который видел все из дальнего угла комнаты и собирался уже вызвать скорую помощь.

«Мне нужно на воздух, сейчас же», — сказал Дэнни.

Ставки Cornwall Capital против низкокачественных ипотечных облигаций увеличили капитал фонда в четыре раза, с \$30 млн

до \$135 млн, но трем основателям было не до ликования. «Мы искали, куда можно безопасно вложить деньги», — рассказывает Бен Хокетт. Раньше у них не было денег. А сейчас они разбогатели, но боялись, что не сумеют сохранить нажитое состояние. Со временем присущие им тревожность и мнительность только усилились. Они не переставали удивляться, как людям, принимающим сенсационно верные решения (т. е. им), удалось сохранить такую неуверенность, робость и нерешительность, благодаря которым они, собственно, и принимали верные решения. Чем увереннее ты в себе и своих суждениях, тем сложнее заметить собственные ошибки.

Рискованные ставки по какой-то причине остаются уделом молодых. Чарли Ледли и Джейми Май больше не чувствовали себя молодыми и не вели себя как молодые. Чарли страдал от мигреней и был поглощен тем, что может случиться дальше. «Я думаю, в нашей демократии есть нечто пугающее, — говорит Чарли. — Мне кажется, это результат того, что люди чувствуют порочность системы, и спорить с этим довольно трудно». Вместе с Джейми они немало времени провели в раздумьях по поводу того, как нанести удар по насквозь прогнившей финансовой системе. Они, например, разработали план мести рейтинговым агентствам: собирались создать некоммерческую организацию, которая будет заниматься исключительно судебным преследованием Moody's и S&P и передавать вырученные средства инвесторам, потерявшим деньги на инвестициях в ценные бумаги с рейтингом «три А».

Как выразился Джейми, «мы собирались прийти к инвесторам и сказать: “Эй, ребята, вы даже не представляете, как сильно вас накололи. Вам, ребята, нужно подать иск”». У них накопилось столько негатива от общения с крупными фирмами Уолл-стрит и людьми, которые зарабатывали там деньги, что они побоялись поделиться этой идеей с нью-йоркскими юристами, а отправились в Портленд, штат Мэн, где нашли юридическую фирму, согласившуюся их выслушать. «Там тоже сказали: вы, ребята, с ума сошли, — говорит Чарли. — Предъявлять иск рейтинговым агентствам за неточные рейтинги — все равно что судиться с журналом *Motor Trend* за рекламу машины, которая попала в аварию».

Чарли позвонил своему бывшему профессору, выдающемуся историку, знатоку финансовых кризисов. «Эти звонки всегда раздавались поздно ночью, — рассказывает историк, пожелавший остаться неизвестным. — И разговоры затягивались надолго. Помню, он начинал словами: “Вы знаете, что такое мезонинные CDO?” И принимался разъяснять все эти схемы». Как инвестиционные банки Уолл-стрит обманом заставили рейтинговые агентства благословить горы ненадежных кредитов; как обычные американцы смогли взять займы триллионы долларов; как обычные американцы с радостью следовали правилам и лгали ради получения кредитов; как механизм превращения кредитов в якобы безрисковые ценные бумаги оказался настолько запутанным, что инвесторы перестали оценивать риски; как проблема обрела такие грандиозные масштабы, что привела к серьезным социальным и политическим последствиям. «Он хотел вслух проговорить свои аргументы, — замечает историк, — и проверить, считаю ли я его безумцем. Он спрашивал, будет ли Федеральная резервная система покупать ипотечные кредиты, но, по моему мнению, это было маловероятно. Одна только мысль о подобных действиях обернется для нее катастрофой гигантских масштабов». Более всего выдающегося финансового историка поразили не столько тревожные факты, сколько то, что услышал он о них только сейчас — от Чарли Ледли. «Предполагал ли я когда-нибудь, что Чарли Ледли сможет предвидеть величайший финансовый кризис со времен Великой депрессии? — говорит он. — Нет». И дело не в том, что Чарли был глуп. Отнюдь. Просто Чарли сложно представить в роли финансиста. «Он не материалист, — поясняет профессор. — Его не волнуют деньги. Но он очень разозлился. И принял ситуацию близко к сердцу».

Тем не менее утром 18 сентября 2008 года Чарли Ледли еще не утратил способность удивляться. Обычно он и Джейми не сидели за терминалами Bloomberg и не следили за новостями, но в среду, 17 сентября, они занимались именно этим. Убытки, объявленные крупными фирмами Уолл-стрит по низкокачественным ипотечным облигациям, и так немаленькие, продолжали расти. Merrill Lynch, который заявил было об убытках

в \$7 млрд, признался, что их сумма превысила \$50 млрд. Убытки Citigroup приблизились к \$60 млрд. Morgan Stanley говорил о \$9 млрд с хвостиком, но кто знает, что за этим стояло. «Мы неправильно оценивали происходящее, — говорит Чарли. — Мы предполагали, что они сплавляют CDO с рейтингом «три А» кому-нибудь вроде Корпорации корейских фермеров. Но банкротства свидетельствовали об обратном. Они держали их сами».

Крупные фирмы Уолл-стрит, которые представлялись такими трезвомыслящими и своекорыстными, на деле переключались в стан глупых денег. Стоявшие во главе этих фирм люди не понимали собственный бизнес, а регуляторы, похоже, знали еще меньше. Чарли и Джейми всегда казалось, что финансовую систему возглавляет некая важная фигура, с которой они никогда не встречались, но они ошибались. «Мы никогда не попадали в пасть чудовища, — рассказывает Чарли. — Видели, как выносили тела, но сами не попадали». Мелькнувший перед глазами Джейми заголовок из новостей Bloomberg News прочно засел у него в голове: «Лидер большинства в сенате сказал о кризисе: никто не знает, что делать».

Еще задолго до того, как другие приняли его точку зрения, Майкл Бэрри сожалел, что его инвестиционный портфель превращается в ставку на крушение финансовой системы. Сколотив состояние на кризисе, он начал задумываться о социальных аспектах своей финансовой стратегии — о том, не представит ли он когда-нибудь в глазах других людей в таком же искаженном виде, в каком они представляли себе финансовую систему. Через три месяца после кончины Bear Stearns, 19 июня 2008 года, ФБР арестовало Ральфа Чоффи и Мэтью Тэннина, возглавлявших обанкротившиеся хедж-фонды Bear Stearns. Их увели в наручниках прямо из дома\*. Поздно вече-

---

\* В ходе дела, возбужденного Министерством юстиции США против Чоффи и Тэннина, предполагалось доказать, что оба управляющих намеренно обманывали своих инвесторов, но при этом совершенно упускалось из виду, что те просто не ведали, что творили и не понимали истинного риска

ром Майкл Бэрри отправил электронное письмо своему юристу Стиву Друскину. «Если честно, я очень нервничаю из-за этого дела. Я беспокоюсь, что когда-нибудь мои письма, точно так же вырванные из контекста, навлекут на меня неприятности, несмотря на то что конечные результаты подтверждают абсолютную правильность моих действий... Не представляю, смог бы я пережить тюремное заключение, зная, что ни в чем не виноват, кроме как в некоторой беспечности и неумении фильтровать мысли, попадающие в электронные письма. Я так дергаюсь из-за этого, что сегодня даже подумывал о закрытии фонда».

Бэрри искал доводы, чтобы отказаться от управления активами. А инвесторы то и дело их подбрасывали: он заработал для них кучу денег, но, казалось, они не сочли это достаточной компенсацией за нервотрепку последних трех лет. К 30 июня 2008 года прибыль каждого инвестора, державших средства в Scion Capital с первых дней, т. е. с 1 ноября 2000 года, после вычета вознаграждений и издержек составила 489,34%. (Валовая прибыль фонда достигла 726%.) За тот же период S&P 500 принес чуть более 2%. Только за 2007 год Бэрри заработал для своих инвесторов \$750 млн — и тем не менее в настоящее время под его управлением находилось всего \$600 млн. Существующие инвесторы выводили свои деньги. Новые инвесторы не объявлялись — ни одного человека. Никто не звонил с просьбой поделиться взглядами на ситуацию или прогнозами на будущее. До сих пор никто не удосужился поинтересоваться, как же ему удалось добиться таких результатов. «Мы не пользуемся особой популярностью», — писал он.

Бэрри бесил тот факт, что люди, претендовавшие на высшее знание, большую часть времени лебезили перед средствами массовой информации. Ни один вид деятельности не мог быть объективнее управления инвестициями, но тем не менее даже в этом бизнесе факты и логика уступали туманному социальному

---

низкокачественных CDO с рейтингом «три А». Обвинение было слабым, построенным всего на паре электронных писем, вырванных из контекста. Одна из присяжных, голосовавших за оправдание трейдеров по облигациям Bear Stearns, призналась впоследствии Bloomberg News в том, что не только верила в невиновность подсудимых, но и с радостью доверила бы им свои деньги.

фактору происходившего. «Должен признаться, меня удивляет, сколько народу теперь утверждает, что предвидели крах рынка низкокачественных ценных бумаг, бум на сырьевых рынках и экономический спад, — писал Бэрри в апреле 2008 года оставшимся инвесторам. — Возможно, они не всегда многословны, но на телевидении и в интервью журналистам уверенно высказываются относительно будущего. Конечно, разве осмелится рассуждать о будущем тот, кто кошмарно ошибся в недавнем прошлом, верно? Только я не помню, чтобы тогда многие со мной соглашались». Получалось так, будто его правота оборачивалась против него самого — его присутствие доставляло неудобство людям. Один из специализированных журналов опубликовал перечень 75 самых прибыльных хедж-фондов 2007 года, и Scion в нем не оказалось, хотя по прибыли он должен был стоять среди первых. «Как будто на Олимпийских играх одного пловца поместили в отдельный бассейн, — говорит Бэрри. — Его результат был золотым. Но медали он не получил. Я искренне считаю, что именно это и убило во мне желание продолжать. Мне хотелось признания. Но тщетно. Я готовился к Олимпийским играм, а меня отправили в бассейн для новичков». Некоторые из оставшихся инвесторов интересовались, почему он активно не занимается связями с общественностью — как будто он был обязан ими заниматься!

В начале октября 2008 года, после заявления американского правительства о принятии на себя всех убытков финансовой системы и спасении крупных фирм Уолл-стрит от банкротства, Бэрри принялся покупать акции с энтузиазмом, доселе ему не свойственным. Внешнее воздействие, как ему казалось, неизбежно повлечет за собой не только инфляцию, но и рост цен акций. Возможно, он поторопился, и акции могли еще опуститься, прежде чем пойти вверх, но это было для него неважно. В конечном итоге эти ставки все равно окупились бы. Самый крупный из оставшихся инвесторов, чья доля в фонде составляла \$150 млн, усомнился в разумности данного решения и тут же пригрозил забрать деньги.

27 октября Бэрри писал одному из двух своих друзей по переписке: «Сегодня я ликвидирую все позиции. Думаю, мой

предел достигнут. Я плохо ем, плохо сплю, не разговариваю с детьми и женой, я разбит. Синдром Аспергера наградил меня талантами, но они слишком долго осложняли мне жизнь». В пятницу днем, в начале ноября, он почувствовал боль в груди и отправился в пункт скорой помощи. Оказалось, у него подскочило давление. «Мне кажется, я сам сокращаю свою жизнь», — писал он. Через неделю, 12 ноября, он послал инвесторам последнее обращение. «Меня постоянно подталкивали к краю и мои собственные действия, и инвесторы, и деловые партнеры, и даже бывшие сотрудники, — говорилось в письме. — Мне всегда удавалось отойти назад и сохранить эти зачастую слишком напряженные отношения с бизнесом. Но в последнее время проблемы личного характера заставили меня переступить черту. Я с грустью осознаю, что должен закрыть фонд». После этого он исчез, и никто толком не знал, что произошло.

Он оказался прав, а мир ошибся, и за это мир его возненавидел. Майкл Бэрри пришел к тому, с чего начинал: одинокий, ищущий утешения в своем одиночестве. Все время он проводил в офисе в Купертино, штат Калифорния, который мог вместить не меньше 25 сотрудников, но фонд был закрыт и помещение пустовало. Оставался, правда, еще Стив Друскин, и последней его задачей было решить, что делать с принадлежавшими Майклу Бэрри дефолтными свопами на низкокачественные ипотечные облигации. «Майк все еще держал несколько свопов, чисто для прикола, — рассказывает он. — Всего пару штук. Чтобы проверить, сможет ли он получить за них причитающееся». И ему это удалось, хотя целью было не развлечение, а скорее доказательство правоты: облигации инвестиционного уровня, против которых он ставил, на самом деле ничего не стоили. Две оставшиеся ставки были сделаны против низкокачественных облигаций, выпущенных Lehman Brothers в 2005 г. Они обратились в пыль одновременно со своим создателем. Бэрри поставил примерно по \$100 000 на каждую и заработал по \$5 млн.

Для юриста, закрывающего инвестиционный фонд, проблема заключалась в сроке действия этих странных контрактов: он истекал в 2035 г. Брокеры давным-давно полностью их оплатили: 100 центов за доллар. Больше ни одна фирма с Уолл-стрит

не присылала им котировки. «Я не получал выписок по брокерским счетам, где бы значились открытые позиции, — говорит Друскин. — Но они у нас были. Словно никто больше не желал об этом говорить. Мол, “вы получили свои \$10 млн — и отвяжитесь”».

На Уолл-стрит юристы играли ту же роль, что и врачи во время войны: они появлялись после перестрелок и ликвидировали беспорядок. Тридцатилетние контракты с техническим риском погашения — точный размер этого риска Друскин все еще пытался определить — был последним беспорядком, оставшимся после Майкла Бэрри. «Возможно, брокеры просто выбросили контракты, — говорит Друскин. — Три года назад никто из них и помыслить не мог о подобном исходе. И поэтому никто не был к этому готов. Мы заявили, что выходим из бизнеса. А они в ответ: “Ну и ладно”».

Когда Айсману позвонил Дэнни Мозес и сообщил, что его едва не хватил удар и что он с Винни и Портером сидит на ступеньках собора Святого Патрика, тот переживал медленный, практически климактерический переход в другое состояние. Он не был готов к первому «приливу», случившемуся поздней осенью 2007 года. К этому моменту многие уже поняли, что он был прав, а они заблуждались и что он к тому же заработал целое состояние. Он посетил конференцию, организованную Merrill Lynch сразу после увольнения генерального директора, Стэна О'Нила, где банк признал \$20 млрд из \$52 млрд убытков по низкокачественным бумагам. Там Айсман подсел к финансовому директору Merrill, Джеффу Эдвардсу, тому самому, которого он подкалывал несколько месяцев назад по поводу моделей риска, применяемых в банке. «Помните, что я говорил о ваших моделях риска? — поинтересовался Айсман. — А ведь я был прав, да?» И тут же, как ни странно, пожалел о своих словах. «Мне стало стыдно, — признается он. — Это был грубый выпад. Он такой славный парень. Он просто ошибся. Я больше не был неудачником и должен был вести себя иначе».

Валери Фейген с изумлением наблюдала за тем, как ее муж неуверенно, урывками осваивает нечто, напоминавшее тактичное поведение. «После всего случившегося образовалась пустота, — рассказывает она. — Как только его правота подтвердилась, тревожность, злость и воодушевление улетучились. И осталась огромная пустота. Какое-то время он держался на силе собственного “я”. Он действительно считал себя гораздо выше других». Айсман так громко на всех углах кричал о неизбежном кризисе, что сейчас к нему прислушивались те, о ком он и подумать не мог. После конференции в Лас-Вегасе в нем завелся какой-то паразит. На приеме у врача он рассказал о том, что финансовый мир скоро прекратит свое существование. Год спустя Айсман попал к тому же врачу на колоноскопию. Распростертый на столе, он услышал, как врач сказал: «Это тот парень, который предсказал кризис! Вы только послушайте». И на середине процедуры стал пересказывать коллегам и медсестрам, набившимся в комнату, историю о гениальности Айсмана.

История о гениальности Айсмана быстро приелась его жене. Давным-давно она организовала совместно с врачом мужа оперативную группу социальной скорой помощи. «Мы загнали его в угол и пригрозили: “Тебе придется избавиться от этой фигни”. И он согласился. И начал учиться учтивости. И ему понравилось! Для него это было в новинку». И Валери, и остальные то и дело замечали в нем черты нового человека. Например, на рождественской вечеринке в доме по соседству. Валери вообще не хотела говорить о ней Айсману, поскольку не знала, как тот отреагирует. «Я попыталась незаметно выскользнуть из квартиры, — вспоминает она, — а он остановил меня и спросил: “Если я не пойду, это будет очень некрасиво?”» Столь искреннее беспокойство с его стороны настолько шокировало Валери, что она дала ему шанс. «Ты можешь пойти, только веди себя прилично». На что Айсман ответил: «Хорошо, теперь я знаю, как вести себя». И она взяла его на рождественскую вечеринку, и он продемонстрировал максимальную вежливость, на которую только был способен. «Общаться с ним стало так приятно, — говорит Валери. — Вот и поди пойми его».

18 сентября 2008 года новый, изменившийся к лучшему Айсман присоединился к своим партнерам на ступеньках собора Святого Патрика. Передвижение пешком всегда занимало у него очень много времени. «Стив чертовски медленно ходил, — говорит Дэнни. — Он ходил словно слон, который делает мельчайшие шажочки». Стояла чудесная погода — один из тех редких дней, когда пробивавшееся сквозь леса небоскребов голубое небо согревало душу. «Мы просто сидели там и наблюдали за прохожими», — вспоминает Дэнни.

На ступеньках собора они просидели примерно час. «Нами овладело удивительное спокойствие, — говорит Дэнни. — Мы словно отгородились от всего, что творилось на рынке, словно наши души отделились от тел. Мы просто сидели, наблюдали за идущими мимо и говорили о том, что будет дальше. Сколько людей потеряют работу? Кто будет арендовать эти здания после того, как всем фирмам с Уолл-стрит придет конец?»

Портеру Коллинзу казалось, «будто мир остановился. Мы смотрели на окружающих нас людей и думали: “Кризис либо уже выбил почву из-под их ног, либо сделает это очень скоро”». Помимо этих вопросов других поводов для дискуссий у основателей FrontPoint не находилось. Они все ждали одного — полного краха.

«Инвестиционные банки оказались в заднице», как заметил Айсман еще шесть недель назад. «И они только сейчас начали понимать, в какой заднице сидят. Это как ученые до появления Ньютона. Приходит Ньютон, и ты просыпаешься однажды утром и говоришь: “Черт побери! Как я заблуждался!”» Lehman Brothers прекратил свое существование, Merrill выбросил белый флаг, а Goldman Sachs и Morgan Stanley осталось пребывать всего неделю в роли инвестиционных банков. Инвестиционные банки оказались не просто в заднице — они вымерли, как мамонты. «Уолл-стрит получила по заслугам, только и всего», — сказал Айсман. И только Винсента Дэниела тревожили сомнения — ведь они заработали состояние, ставя против общества. «Винни же из Квинса, ему положено все видеть в черном свете», — прокомментировал Айсман.

А Винни на это: «Мы думали, а сами не верили в то, что короткие продажи создают ликвидность, поддерживающую работу рынка».

«Все равно что кормить монстра, — произнес Айсман. — И мы кормили его до тех пор, пока он не лопнул».

Монстр разлетелся на кусочки. Однако на улицах Манхэттена ничто не указывало на важность происходившего. Сила, затронувшая всех, была скрыта от взоров. Такова извечная проблема денег: все, что с ними делают, имеет последствия, но они настолько отдалены от действий, что разум не связывает их друг с другом. Кредиты с завлекающей ставкой, которые предоставлялись людям, не способным погасить их, превращаются в проблемные не сразу, а через два года, когда процентные ставки поднимаются. Облигации, выпущенные под эти кредиты, становятся плохими не одновременно с кредитами, а через несколько месяцев, после множества обращений взыскания на недвижимость, банкротств и принудительных продаж. CDO, созданные на основе этих облигаций, превращаются в проблемные только после того, как тот или иной доверительный управляющий поймет, что средств для их погашения недостаточно. И только тогда конечный владелец этих CDO получает короткое уведомление: «Уважаемый... с сожалением сообщаем, что ваша облигация более не существует...» Но самый большой разрыв наблюдается именно здесь, на улицах. Сколько потребуется времени, прежде чем люди, снующие взад-вперед мимо собора Святого Патрика, осознают, в какую передерягу они попали?

## Э п и л о г

# Все взаимосвязано

Примерно в то самое время, когда Айсман с партнерами сидел на ступеньках собора в центре города, я поджидал Джона Гутфройнда, моего прежнего босса, с которым у нас была назначена встреча за ланчем в одном из ресторанов Ист-Сайда, и размышлял среди прочего о том, с какой стати два человека, не питающие друг к другу ни малейшей симпатии, собираются завтракать вместе.

Когда я написал книгу о финансовой ситуации 1980-х годов, десятилетие катилось к закату. Меня совершенно незаслуженно хвалили за своевременность публикации. Социальное напряжение, вызванное крахом ссудо-сберегательных организаций, волной недружественных поглощений и выкупов с привлечением заемных средств, вылилось во взаимные нападки. Если большинство студентов Университета штата Огайо видели в «Покере лжецов» практическое пособие, то большинство теле- и радиожурналистов воспринимали меня как разоблачителя и правдолюбца. (Исключение составлял Джеральдо Ривера, который пригласил меня вместе с юными актерами-наркоманами на передачу «Слишком юные для успеха».) На волне настроений, направленных против Уолл-стрит, Рудольф Джулиани

удачно выстроил свою карьеру, однако последствия больше напоминали охоту на ведьм, нежели честную переоценку существующего финансового порядка. Публичное линчевание Майкла Милкена, а затем и генерального директора Salomon Brothers Гутфройнда использовалось для отвлечения внимания от тех разрушительных сил, что подняли этих людей на вершину успеха. То же самое относилось и к обновлению культуры торговли Уолл-стрит. Фирмы с Уолл-стрит начали морщить нос, заслышав бранное слово, принуждать мужскую часть персонала обращаться с сотрудниками женского пола почти как с равными и увольнять трейдеров за один взгляд, брошенный на стриптизершу. В 2008 году Bear Stearns и Lehman Brothers больше походили на почтенные компании, построенные на традиционных американских ценностях, чем любая фирма с Уолл-стрит образца 1985 года.

Но эти изменения были прикрытием. Они лишь отвлекали внимание сторонних наблюдателей от истинной проблемы — растущей пропасти между интересами людей, торговавших финансовыми рисками, и интересами остальной части общества. По поверхности омута пробежала легкая зыбь, однако в глубине он остался непоколебленным.

Причина такой косности американской финансовой культуры — причина, по которой политики так медлили с переменами даже после ипотечной катастрофы, — заключалась в том, что она формировалась очень долго и ее аксиомы слишком глубоко укоренились. В чреве лопнувшего монстра оказалась пуговина, уходившая в 1980-е годы. Причины кризиса 2008 года крылись не только в низкокачественных кредитах, выданных в 2005 году, но и в идеях, зародившихся еще в 1985-м. В 1986 году, через год после начала работы в Salomon Brothers, мой приятель создал первый ипотечный производный инструмент. («Деривативы — как пистолеты, — повторяет он до сих пор. — Проблема не в них, а в том, в чьих руках они находятся».) Мезонинные CDO были придуманы отделом бросовых облигаций Майкла Милкена в Drexel Burnham в 1987 году. Первые CDO, обеспеченные ипотечными кредитами, появились на свет в Credit Suisse в 2000 году благодаря трейдеру, профес-

сиональное становление которого в 1980-х и начале 1990-х годов проходило в ипотечном отделе Salomon Brothers. Звали его Энди Стоун, и помимо интеллектуальной связи с кризисом низкокачественных ценных бумаг он имел к нему и личное отношение: Стоун был первым начальником Грега Липпманна на Уолл-стрит.

Я не видел Гутфройнда с тех пор, как покинул Уолл-стрит, а до того всего пару раз сталкивался с ним в торговом зале. За несколько месяцев до моего увольнения начальство попросило меня объяснить генеральному директору суть экзотических тогда сделок с деривативами, которые я заключил с одним европейским хедж-фондом. Я попытался. Гутфройнд сразу заявил, что ничего не смыслит во всех этих тонкостях, из чего я сделал вывод: именно так, демонстрируя пренебрежение к деталям, генеральный директор с Уолл-стрит доказывает свое высокое положение. Ему не было резона помнить об этих встречах, и они моментально выветрились у него из головы: после выхода моей книги, когда его стали доставать журналисты, он сказал, что не знаком со мной. В течение последующих лет до меня доходили какие-то обрывочные сведения о нем. Я знал, что после вынужденного ухода из Salomon Brothers ему пришлось несладко. Слышал, что за несколько лет до нашего совместного завтрака он выступал с докладом об Уолл-стрит в Школе бизнеса Колумбийского университета. Когда подошел его черед выступать, он посоветовал студентам найти более полезное занятие, нежели работа на Уолл-стрит. А начав рассказывать о собственной карьере, не выдержал и прослезился.

Когда я отправил Гутфройнду электронное письмо с предложением позавтракать, то получил в ответ предельно вежливое и любезное согласие. С таким же достоинством он прошествовал к столику, поболтал с владельцем ресторана и сделал заказ. Его движения стали более размеренными и неторопливыми, но в остальном он совершенно не изменился. Внешняя учтивость все так же скрывала страстное желание видеть мир таким, какой он есть, а не таким, каким должен быть.

Первые 20 минут мы свыкались с мыслью о том, что наше присутствие за одним столиком не повлечет за собой вселенской

катастрофы. У нас нашелся общий знакомый. Мы оба признали, что генеральный директор с Уолл-стрит физически не мог уследить за всеми безумными нововведениями, появляющимися в фирме. («Я понимал до конца не все продукты, но и остальные были не лучше».) Мы также согласились с тем, что у генерального директора инвестиционного банка с Уолл-стрит было страшно мало возможностей контроля за подчиненными. («Они сначала подлизываются к тебе, а потом творят, что хотят».) По мнению Гутфройнда, причина финансового кризиса была проста: «Жадность инвесторов и жадность банкиров». На мой взгляд, она коренилась гораздо глубже. Жадность всегда была неотделимой от Уолл-стрит, став практически ее обязательной чертой. Проблема заключалась в системе стимулов, призванной обуздывать эту жадность.

Грань между спекуляцией и инвестированием тонка и условна. Даже самая разумная инвестиция несет отпечаток ставки в игре (вы теряете все свои деньги в надежде немного заработать), а самая безумная спекуляция имеет инвестиционный потенциал (вы можете вернуть свои деньги с процентами). Пожалуй, наилучшее определение «инвестирования» выглядит так: «спекуляция с шансами в твою пользу». Люди на короткой стороне рынка низкокачественных ипотечных кредитов ставили на шанс в свою пользу. Люди на другой стороне, т. е. вся финансовая система, ставили на шанс против себя. До настоящего момента история о большой игре на понижение была проще пареной репы. Единственная странность в ней заключалась в том, что почти все значимые игроки с обеих сторон покинули стол богатыми. Стив Айсман, Майкл Бэрри и молодые основатели Cornwall Capital заработали десятки миллионов долларов. В 2007 году Грегу Липпманну заплатили \$47 млн, (правда, \$24 млн из них в виде акций с ограничениями), и получить их он мог, только отработав в Deutsche Bank еще несколько лет. Но все эти люди оказались в итоге в выигрыше. Бизнес Вина Чау по управлению CDO прекратил существование, но сам Чау положил в карман десятки миллионов долларов — да еще нахально пытался по дешевке скупать те самые низкокачественные ипотечные облигации, на которых потерял

чужие миллиарды долларов. Хауи Хаблер потерял больше денег, чем любой другой трейдер за всю историю Уолл-стрит, тем не менее ему позволили оставить себе несколько десятков миллионов. Генеральные директора крупных фирм с Уолл-стрит все как один сделали неверные ставки. Все они, без исключений, либо привели свои компании к банкротству, либо были спасены от банкротства правительством Соединенных Штатов. Но при этом никто из них не остался внакладе.

Какова вероятность принятия разумных решений людьми, которым нет нужды принимать разумные решения — если они могут разбогатеть и без них? Все без исключения стимулы на Уолл-стрит были неправильными, и они остаются такими до сих пор. Но я не стал спорить с Джоном Гутфройндом. Подобно тому как ты превращаешься в девятилетнего ребенка, приезжая в родительский дом, в присутствии бывшего начальника ты превращаешься в подчиненного. Джон Гутфройнд все еще считался «королем Уолл-стрит», а я — пустым местом. Он изрекал истины, я же только задавал вопросы. Пока он говорил, его руки как магнит притягивали мой взгляд. Угрожающе огромные руки. Это были не руки изнеженного банкира с Уолл-стрит, а руки боксера. Я поднял глаза. Боксер улыбнулся, хотя улыбка вышла натянутой. И нарочито медленно произнес: «Твоя... гребаная... книга».

Я улыбнулся в ответ, хотя получившаяся гримаса мало напоминала улыбку.

«Зачем ты пригласил меня на ланч?» — спросил он совершенно искренне и предельно вежливо.

Сложно сказать человеку прямо, что ты не считаешь его воплощением зла. Не легче признаться, что, по твоему мнению, именно его решение привело к величайшему финансовому кризису в истории человечества. Джон Гутфройнд изменил уклад Уолл-стрит (заслужив при этом звание короля), когда в 1981 году превратил Salomon Brothers из частного товарищества в первую на Уолл-стрит публичную компанию. Он пошел против воли оставшихся не у дел партнеров Salomon. («Мне претила его меркантильность», — признался мне Уильям Саломон, сын одного из основателей Salomon Brothers, который назначил

Гутфройнда генеральным директором, взяв обещание никогда не продавать фирму.) Плевать он хотел с высокой колокольни на неодобрительные отзывы со стороны других генеральных директоров с Уолл-стрит. И не стал упускать подвернувшуюся возможность. Вместе с другими партнерами он не только заработал кучу денег, но и переложил конечный финансовый риск на плечи акционеров. Это не имело большого смысла для акционеров компании. (Одна акция Salomon Brothers, купленная в 1986 году, когда я впервые попал в торговый зал, по текущей рыночной цене \$42, сегодня была бы эквивалентна 2,26 акциям Citigroup, чья суммарная рыночная стоимость в первый торговый день 2010 года составляла \$7,48.) Однако для трейдеров по облигациям в этом был глубочайший смысл.

С того момента фирма с Уолл-стрит превратилась в черный ящик. Акционеры, которые финансировали принятие риска, понятия не имели, что делали те, кто принимает риск. Чем запутаннее становились операции, тем меньше в них разбирались акционеры. Было ясно лишь одно: прибыли, полученные в результате сложных ставок, превосходили все возможные прибыли от обслуживания клиентов и предоставления капитала результативным компаниям. Клиенты, как ни странно, стали неинтересными. (Стоит ли удивляться тому, что на рынке облигаций недоверие достигло точки, за которой покупатели уже не верили в схемы быстрого обогащения, предлагаемые продавцом Грегом Липпманном?) В конце 1980-х и начале 1990-х годов в Salomon Brothers всего пять трейдеров, интеллектуальных прародителей Хауи Хаблера, приносили больше, чем годовая прибыль по всем остальным видам деятельности. Иными словами, 10 000 других сотрудников, как группа, теряли деньги.

В тот самый момент, когда Salomon Brothers продемонстрировал все преимущества превращения инвестиционного банка в публичную компанию и принятия экзотических рисков, в психологической базе Уолл-стрит на смену доверию пришла слепая вера. Ни в одном инвестиционном банке, принадлежавшем сотрудникам, соотношение заемных и собственных средств не могло составлять 35:1; ни один из таких банков не стал бы покупать и держать мезонинные CDO на \$50 млрд.

Сомневаюсь, что какое-нибудь товарищество могло затеять махинации с участием рейтинговых агентств, отдать акулам кредитного бизнеса или продавать клиентам мезонинные CDO. Краткосрочная ожидаемая прибыль не покрывала долгосрочных ожидаемых убытков.

Ни одно товарищество, если уж на то пошло, не взяло бы на работу никого даже отдаленно похожего на меня. Разве существует хоть какая-то связь между учебой в Принстоне и талантом принятия финансовых рисков?

После того как Cornwall Capital поставила против низкокачественных кредитов, Чарли Ледли более всего беспокоился, что власти могут в любой момент вмешаться и не допустить банкротства простых американских заемщиков. Но власти этого, разумеется, не сделали. Зато они протянули руку помощи крупным фирмам Уолл-стрит, которые сами же и заварили эту кашу, делая глупые ставки на проблемных заемщиков.

Правительство облегчило J. P. Morgan покупку обанкротившегося Bear Stearns, назначив крайне низкую цену и предоставив гарантии на самые сомнительные активы банка. Владельцы облигаций Bear Stearns получили компенсацию, а акционеры потеряли большую часть своих денег. Спонсируемые правительством США Fannie Mae и Freddie Mac оказались на грани банкротства и были без промедления национализированы. Руководство отправилось в отставку, акционеры сильно пострадали, кредиторы избежали этой участи, но пребывали в неизвестности. Затем наступил черед Lehman Brothers, который просто бросили на произвол судьбы, вследствие чего ситуация значительно усложнилась. Министерство финансов и Федеральная резервная система заявили было, что банкротство Lehman должно послужить уроком другим: не все проштрафившиеся фирмы Уолл-стрит получают правительственные гарантии. Однако затем, когда разверзлась преисподняя, рынок перестал функционировать, а на Министерство финансов и Федеральную резервную систему обрушился град упреков за глупое решение, последние пошли на попятную и заявили, что у них просто не было юридических полномочий для спасения Lehman. Несколькими днями позже о банкротстве

объявила AIG, но Федеральная резервная система выделила ей кредит в размере \$85 млрд (который очень быстро вырос до \$180 млрд) на покрытие убытков по низкокачественным ипотечным облигациям. На этот раз Министерство финансов затребовало немалую цену за кредит и получило в собственность подавляющую часть акций. Далее последовал холдинг Washington Mutual, на который Министерством финансов бесцеремонно наложило арест, что крайне негативно сказалось и на кредиторах, и на акционерах. Затем о банкротстве объявил Wachovia. Министерство финансов и Федеральная корпорация страхования депозитов поддержали его покупку компанией Citigroup, снова назначив бросовую цену и предоставив гарантию на плохие активы.

За разрешение финансового кризиса взялись именно те, кто не сумел его предвидеть: министр финансов Генри Полсон, будущий министр финансов Тимоти Гайтнер, председатель Федеральной резервной системы Бен Бернанке, генеральный директор Goldman Sachs Ллойд Бланкфейн, генеральный директор Morgan Stanley Джон Мэк, генеральный директор Citigroup Викрам Пандит и т. д. Из-за роли, сыгранной в ипотечном кризисе, некоторые руководители Уолл-стрит лишились своих должностей, однако большинство остались на местах, да к тому же стали играть важную роль в определении дальнейших действий. К ним присоединилась и горстка правительственных чиновников, которые в свое время совершенно не интересовались деятельностью фирм с Уолл-стрит. Всех их объединяло одно: они отличались гораздо меньшей прозорливостью и гораздо хуже видели истинную сущность американской финансовой системы, чем одноглазый инвестиционный менеджер с синдромом Аспергера.

К концу сентября 2008 года самая главная фигура финансовой системы — министр финансов Генри Полсон убедил Конгресс США предоставить ему \$700 млрд для покупки у банков низкокачественных ипотечных активов. Так родилась программа выкупа проблемных активов под названием TARP. Получив деньги, Полсон отказался от озвученной ранее стратегии и принялся одаривать миллиардами долларов

Citigroup, Morgan Stanley, Goldman Sachs и несколько других компаний, выбранных по какой-то причине для спасения. Так, \$13 млрд, которые AIG задолжала Goldman Sachs в результате ставок на низкокачественные ипотечные кредиты, были полностью, по 100 центов за доллар, выплачены американским правительством. Подобные щедрые подачки, равно как и подразумеваемые правительственные гарантии, которыми они сопровождались, не только спасли фирмы с Уолл-стрит от банкротства, но и избавили от необходимости признания убытков по своим портфелям низкокачественных ипотечных кредитов. Тем не менее всего через неделю после получения первых \$25 млрд из кармана налогоплательщиков Citigroup призналась Министерству финансов, что — кто бы мог подумать! — рынки все равно не верят в ее возрождение. Министерство финансов в ответ выделило 24 ноября еще \$20 млрд по программе TARP и предоставило гарантию на активы Citigroup в размере \$306 млрд. Министерство не потребовало за это ни доли в капитале, ни кадровых перестановок, т. е. вообще ничего, за исключением крошечного пакета привилегированных акций и warrants «вне денег». Гарантия в размере \$306 млрд — почти 2% от валового национального продукта США и приблизительно совокупный бюджет министерств сельского хозяйства, образования, энергетики, национальной безопасности, жилищного строительства и городского развития, а также транспорта — была преподнесена в качестве подарка. Министерство финансов так и не удосужилось разъяснить ни истинную сущность кризиса, ни действия, которые предпринимались в ответ на «падение цен акций» Citigroup.

К этому моменту стало ясно, что \$700 млрд не хватит, чтобы разобраться с проблемными активами, приобретенными за предыдущие годы трейдерами с Уолл-стрит. И тут Федеральная резервная система предприняла скандальный и беспрецедентный шаг: выкупила у банков низкокачественные ипотечные облигации. К началу 2009 года риски и убытки, связанные с плохими инвестициями более чем на триллион долларов, были переложены с крупных фирм Уолл-стрит на плечи налогоплательщиков. Генри Полсон и Тимоти Гайтнер заявили,

что паника и сумятица, последовавшие за банкротством Lehman Brothers, доказали: система не вынесет банкротства еще одной крупной финансовой компании. Они также утверждали, правда уже постфактум, что не имели законного права в организованном порядке ликвидировать гигантские финансовые компании. Но даже год спустя они не прилагали никаких усилий для обретения подобного права. Любопытно, конечно, учитывая тот факт, что они никогда не стеснялись требовать для себя тех или иных полномочий.

Не только руководители Уолл-стрит, но и Министерство финансов с Федеральной резервной системой очень быстро стали преподносить события на Уолл-стрит в 2008 году как «кризис доверия», как старую добрую финансовую панику, спровоцированную банкротством Lehman Brothers. В августе 2009 года президент Goldman Sachs Гэри Кон даже публично заявил, что банк никогда не нуждался в правительственной помощи, поскольку был в состоянии выдержать любую кратковременную панику. Но между старой доброй финансовой паникой и событиями на Уолл-стрит в 2008 году огромная разница. Во время паники восприятие ситуации порождает свою реальность: в переполненном театре кто-то кричит: «Пожар!» — и люди начинают давить друг друга, пытаются пробраться к выходу. В 2008 году на Уолл-стрит реальность взяла верх над восприятием: переполненный театр сгорел дотла вместе со зрителями. Крупнейшие фирмы на Уолл-стрит либо обанкротились, либо оказались на грани банкротства. Проблема была не в том, что Lehman Brothers позволили пойти ко дну, а в том, что ему столько времени позволяли процветать.

Этот новый порядок — бесплатные деньги для капиталистов, свободные рынки для всех остальных — плюс практически мгновенное переделывание финансовой истории раздражали многих. Но мало кто чувствовал такое отвращение, как Стив Айсман. Самые влиятельные и высокооплачиваемые финансисты были полностью дискредитированы; без вмешательства правительства все они лишились бы своих должностей. Тем не менее эти самые финансисты использовали правительство для собственного обогащения. «Я могу понять, почему

Goldman Sachs хочет участвовать в дискуссии по поводу будущего Уолл-стрит, — говорит Айсман. — Непонятно мне только одно: почему их вообще кто-то слушает». По мнению Айсмана, нежелание американского правительства допустить банкротство банков является не решением, а симптомом серьезной дисфункции финансовой системы. Проблема заключается не в исключительной важности банков как таковых для процветания американской экономики. Проблемой, на его взгляд, является колоссальный объем дефолтных свопов, покупаемых и продаваемых каждым из них. «Риск на рынке безграничен, — утверждает Айсман. — Банк с рыночной капитализацией в миллиард долларов мог выпустить дефолтные свопы на триллион долларов. Никто не знает, сколько их в действительности на рынке! И никто не знает, где они все!» Банкротство, скажем, Citigroup может быть экономически приемлемым. Оно принесет убытки сотрудникам, акционерам и держателям облигаций Citigroup, но их объемы известны. Однако банкротство Citigroup повлечет за собой огромные выплаты по ставке неопределенных размеров: выплаты со стороны тех, кто продал дефолтные свопы на Citigroup, тем, кто купил их.

Это еще одно последствие преобразования товариществ с Уолл-стрит в публичные компании: они стали объектом спекуляции. Теперь не социальная и экономическая значимость делает банк слишком крупным, чтобы допустить его банкротство, а количество сторонних ставок, сделанных на этот банк.

В конце концов я не удержался и задал Джону Гутфройнду вопрос о самом важном и фатальном решении в его жизни — решении превратить товарищество в публичную компанию, которое стало первым камешком, сброшенным с лавиноопасной вершины. «Да, — ответил он, — руководители других фирм осуждали этот шаг и недоумевали, как вообще можно пойти на такое. Но когда искушение стало слишком велико, они все поддались ему». Впрочем, Гутфройнд не стал отрицать, что главной целью превращения товарищества в акционерную компанию был перенос финансового риска на акционеров. «Теперь, если что не так, это их проблема, — подтвердил он, — и кстати, не только их». Если инвестиционный банк с Уолл-стрит

облажается, его риски становятся проблемой правительства США. «Принцип невмешательства государства в экономику действует лишь до тех пор, пока ты по уши не увязнешь в дерьме», — ухмыльнулся Гутфройнд. Ведь он-то уже вышел из игры. Теперь вина лежала на других.

Он с любопытством следил, как я записываю его слова. «Это еще зачем?»

Я ответил, что теперь, когда мир, описанный мною в «Покере лжецов», умирает, пожалуй, пришло время обновить картину. Может быть, даже выпустить 20-е, юбилейное издание.

«Меня сейчас стошнит», — промолвил Гутфройнд.

Несмотря на то что ему было крайне неприятно мое общество, я испытывал огромное удовольствие от нашей беседы. Он оставался все тем же жестким, прямолинейным и резким человеком. Гутфройнд сыграл не последнюю роль в создании монстра, но в нем до сих пор продолжала жить прежняя Уолл-стрит, на которой действовал принцип: «Давши слово — держись». На той Уолл-стрит уволившиеся сотрудники не доставляли неприятностей бывшим начальникам, превращая их в персонажей своих книг. «Все-таки, — наконец произнес Гутфройнд, — согласись: твоя гребаная книга разрушила мою карьеру и сделала карьеру тебе». С этими словами бывший король прошлой Уолл-стрит протянул мне тарелку с заказанным им блюдом и ласково предложил: «Не желаешь попробовать яйца со специями?»

До этого момента я не обращал внимания на то, что он ел. А теперь увидел, что он заказал фирменное блюдо — роскошное, изысканное лакомство ушедшей эпохи. Чья фантазия породила яйца со специями? Кто сумел предвидеть, что из обыкновенного яйца можно приготовить такое объединение? Протянув руку, я подхватил с тарелки одно яйцо. Ведь бесплатно же. Халява никогда не теряет своей привлекательности.

## Благодарности

Редактор ныне почившего журнала *Portfolio* Кайл Поуп поддержал идею рассказать историю моей работы на Уолл-стрит. Брэндон Адамс любезно предложил свою помощь в поиске неизвестных фактов и цифр и продемонстрировал такое глубокое знание предмета, что я даже призадумался: возможно, эту книгу стоило писать ему, а не мне. Среди других сокровищ, которые он откопал, оказался А. Барнетт-Харт, студент Гарвардского университета, автор диссертации о рынке CDO, обеспеченных низкокачественными ипотеками. Эта диссертация намного интереснее любого исследования Уолл-стрит на данную тему. Марк Розенталь был моим проводником в дьявольском мире низкокачественных кредитов и дебрях рейтинговых агентств и щедро отдавал мне как свое время, так и знания. Ал Цукерман из литературного агентства Writers House в высшей степени профессионально представлял и данную книгу, и другие мои работы. Многие читали рукопись частично или полностью и давали дельные советы: Джон Сео, Дуг Штумпф, мой отец Том Льюис и моя жена Табита Сорен. Джанет Бирн тщательно и профессионально отредактировала рукопись и к тому же оказалась идеальным читателем. Старлинг Лоренс из издательства

W. W. Norton, который готовил к печати почти все мои книги, включая «Покер лжецов», как всегда, поражал своей мудростью и широтой натуры.

Я не смог бы написать достойную документальную книгу без тесного сотрудничества с моими героями. Стив Айсман, Майкл Бэрри, Чарли Ледли, Джейми Май, Винсент Дэниел, Дэни Мозес, Портер Коллинз и Бен Хокетт приоткрыли для меня тайны своей личной жизни. Невзирая на огромный риск для себя, они поделились мыслями и чувствами. И за это я бесконечно им благодарен.

**Льюис Майкл**

## **БОЛЬШАЯ ИГРА НА ПОНИЖЕНИЕ**

Тайные пружины финансовой катастрофы

Руководитель проекта *Я. Грецова*

Корректор *С. Чупахина*

Компьютерная верстка *К. Свищёв*

Дизайн обложки *DesignDepot*

Подписано в печать 20.01.2011. Формат 60×90 <sup>1</sup>/<sub>16</sub>.

Бумага офсетная № 1. Печать офсетная.

Объем 18 печ. л. Тираж 5000 экз. Заказ № .

ООО «Альпина»

123060, Москва, а/я 28

Тел. (495) 980-53-54

[www.alpinabook.ru](http://www.alpinabook.ru)

e-mail: [info@alpinabook.ru](mailto:info@alpinabook.ru)





Майкл Льюис

## БОЛЬШАЯ ИГРА НА ПОНИЖЕНИЕ

Тайные пружины финансовой катастрофы

Майкл Льюис — известный американский писатель и публицист, автор 13 книг, в том числе международного бестселлера «Покер лжецов». Льюис окончил Принстонский университет, факультет истории искусств, но, увлекшись финансами, решил сменить профессию. Он получил степень магистра в Лондонской школе экономики и стал трейдером в Salomon Brothers. Пять лет спустя, разочаровавшись в своей работе, Льюис покинул компанию, чтобы заняться финансовой журналистикой. Серия разоблачительных книг об Уолл-стрит принесла ему мировую известность. Статьи и очерки Льюиса публиковались в *The Wall Street Journal*, *The Economist*, *The New York Times Magazine* и других авторитетных изданиях.

Подобно детективу, Льюис сложил из отдельных эпизодов цельную картину мирового финансового кризиса 2007–2009 годов и превратил повествование в захватывающий роман с яркими персонажами, которые видят надувающийся ипотечный пузырь, делают ставки против него и в конечном счете выигрывают.

В своем путешествии к сердцу финансовой системы автор пытается понять, что привело к нынешнему кризису. Он встречает свидетелей того, как все начиналось, людей, которые заснули у штурвала, и тех, кто активно вел нас к краю пропасти. Почему мы были так слепы? Откуда все это пошло? Можно ли было этого избежать? И кто, в конце концов, виноват? У Майкла Льюиса есть ответы на все эти вопросы.

Восторженно встреченная читателями всего мира, «Большая игра на понижение» бьет рекорды продаж и уже получила звание «Книга года» в десятках авторитетных рейтингов, включая Amazon, *The New York Times* и Bloomberg.

ISBN 978-5-9614-1491-2



9 785961 414912

**альпина ПАБЛИШЕРЗ**

заказ книг (495) 980-80-77  
и на сайте [www.alpinabook.ru](http://www.alpinabook.ru)  
**Подарки покупателям!**

ТЕСТОВЫЙ ДОСТУП — БЕСПЛАТНО!

Нужные  
книги  
здесь  
и сейчас!

ДЕЛОВАЯ  
ОНЛАЙН  
БИБЛИОТЕКА

[www.lib.alpinabook.ru](http://www.lib.alpinabook.ru)