

STOCK MARKET WIZARDS

INTERVIEWS WITH
AMERICAN'S TOP STOCK TRADERS

JACK D. SCHWAGER

МАГИ ФОНДОВОГО РЫНКА

ИНТЕРВЬЮ С ВЕДУЩИМИ
ТРЕЙДЕРАМИ РЫНКА
АКЦИЙ

ДЖЕК Д. ШВАГЕР

Перевод с английского

АТОН



Москва
2004

УДК 336.76
ББК 65.262.2
ШЗЗ

Издано при содействии ООО«АТОН»

Перевод с английского А. Левензон
Научный редактор А. Дзюра

Швагер Джек Д.

ШЗЗ Маги фондового рынка. Интервью с ведущими трейдерами рынка акций./Джек Д. Швагер; Пер. с англ. — М: Альпина Бизнес Букс, 2004. —462с.

ISBN 5-9614-0070-0

Джек Швагер — известный финансист, автор таких финансовых бестселлеров, как «Новые маги рынка», «Технический анализ. Полный курс» и др. «Маги фондового рынка» — последняя книга знаменитой серии «Маги рынка», в которой автор берет интервью у наиболее успешных американских трейдеров и портфельных управляющих. Каждый из собеседников Швагера добился потрясающих результатов в торговле на фондовом рынке, тем самым опровергая расхожее утверждение о том, что движения цен случайны и непредсказуемы. Разнообразие торговых стилей «магов рынка» поражает воображение, и одной из общих черт наиболее успешных рыночных игроков является использование собственного, индивидуального подхода к рынку. Чтение этой замечательной книги поможет как начинающим инвесторам, так и профессионалам по-новому взглянуть на рынок и обнаружить новые методы получения прибыли. Так как книга написана простым языком и увлекательна, она будет интересна широкому кругу читателей, интересующихся финансовыми рынками.

УДК 336.76 ББК
65.262.2

Все права защищены. Любая часть этой книги не может быть воспроизведена в какой бы то ни было форме и какими бы то ни было средствами без письменного разрешения владельца авторских

© Jack D. Schwager, 2001,2003.
All rights reserved.
Published by arrangement with
HarperBusiness, an imprint of HarperCollins
Publishers, Inc.

ISBN 5-9614-0070-0 (рус.)
ISBN 0-06-662059-7 (англ.)

© Альпина Бизнес Букс, перевод,
оформление, 2004.

ОГЛАВЛЕНИЕ

| | |
|--|-----|
| Добро пожаловать на фондовый рынок!..... | 7 |
| Предварительные замечания..... | 9 |
| Благодарность..... | 11 |
| Пролог, далекий от финансового рынка..... | 14 |
| | |
| Сьюарт Уэлтон <i>НЕ ПРОПАСТЬ В ПРОПАСТИ</i> | 20 |
| | |
| Стив Уотсон <i>КАК «ВЫЗВОНИТЬ» ПРИБЫЛЬ</i> | 62 |
| | |
| Дана Таланте <i>ПРОТИВТЕЧЕНИЯ</i> | 91 |
| | |
| Марк Д. Кук <i>ПОЖИНАЯ ПЛОДЫ S&P</i> | 122 |
| | |
| Альфонс «Бадди» Флетчер младший <i>ИНВЕСТИРОВАТЬ БЕЗ ПОТЕРЬ</i> | 166 |
| | |
| Ахмет Окумус <i>МАРШРУТ «СТАМБУЛ — УОЛЛ-СТРИТ»</i> | 196 |
| | |
| Марк Минервини <i>УСПЕХ—ОБЫЧНОЕ ДЕЛО</i> | 230 |
| | |
| Стив Лескарбо <i>ТОРГОВАЯ СИСТЕМА, КОТОРОЙ НЕ ТРАВНЫХ</i> | 264 |
| | |
| Майкл Мастере <i>КУПАЯСЬ В РЫНКЕ</i> | 294 |
| | |
| Джон Бендер <i>ОСПАРИВАЯ НЕОСПОРИМЫЕ ИСТИНЫ</i> | 317 |

| | |
|---|-----|
| Дэвид Шоу ЧИСЛЕННЫЕ МЕТОДЫ В ТОРГОВЛЕ..... | 346 |
| Стив Козн ТОРГОВЫЙ ЗАЛ..... | 379 |
| Ари Киев, доктор медицины ХАРАКТЕР ЧЕМПИОНА..... | 398 |
| Уроки магов..... | 417 |
| Приложение ОПЦИОНЫ: БАЗОВЫЕ СВЕДЕНИЯ..... | 456 |

ДОБРО ПОЖАЛОВАТЬ НА ФОНДОВЫЙ РЫНОК!

Одна моя знакомая, энергичная дама лет 50-ти, почтенная мать немалочисленного семейства и супруга топ-менеджера крупной российской компании, на одном из деловых раутов гордо сообщила мне: «Я стала трейдером. Я подключилась к вашей системе интернет-трейдинга и каждый день торгую на несколько сотен долларов. Вы знаете, первые полгода я теряла деньги, однако теперь разобралась, как и что происходит, и зарабатываю достаточно, чтобы обеспечить приличный довесок к карманным расходам внуков. Однако я все равно до сих пор не понимаю многого на фондовом рынке».

Нужно сказать, что подобные фразы я слышу от многих. Ведь интерес к фондовому рынку в России растет день ото дня. Среди нескольких тысяч клиентов «Атона» сегодня есть, например, и предприниматели, и домохозяйки, и госчиновники, и учителя, и студенты, и пенсионеры. Кто-то изредка совершает операции на несколько сотен рублей, другие постоянно оперируют десятками и сотнями тысяч долларов. И у каждого свои цели и задачи. Для некоторых, как для вышеупомянутой дамы, игра на фондовом рынке, скорее, — возможность реализоваться, ощутить себя созвучной времени. Для многих это стало дополнительным или даже основным источником дохода.

Главное же, на мой взгляд, в том, что это — люди, не боящиеся позитивных перемен, готовые проявить смекалку, здоровую деловитость и жизненную активность.

Все эти качества необходимы на фондовом рынке. К сожалению, многим до сих пор приходится учиться на собственных ошибках и самим изобретать то, что давно существует и опробовано на мировом рынке.

«Маги фондового рынка» — уникальная книга, вобравшая в себя истории успеха самых удачливых игроков и стратегов мирового фондового рынка. Ее огромный плюс состоит в том, что это — не рафинированный пересказ «звездных историй», а живые, подробные и детальные интервью с людьми, чьи имена вписаны золотыми буквами в историю Уолл-стрит и которые раскрывают собственные секреты того, как поймать удачу за хвост.

Конечно, «Маги фондового рынка» не дают универсальных теорий и советов. Но книга преподносит самое важное — опыт. Бесценный опыт и секреты лучших финансистов мира, гуру фондового рынка. Надеюсь, что читатель сможет найти на ее страницах ответы на многие вопросы, которые хотел бы задать про фондовый рынок, но боялся спросить. Возможно, разочарую некоторых, но сразу отмечу, что во многом успех на фондовом рынке — производное от таких понятий, как усердие, дисциплина, трудолюбие и, конечно же, талант.

Будучи крупнейшим российским брокером, компания «Атон» стремится сделать российский фондовый рынок ближе, понятнее и привлекательнее для наших соотечественников. Поэтому мы способствовали изданию «Магов фондового рынка» в России. Желаю приятного и, главное, полезного чтения и — добро пожаловать на фондовый рынок!

*Генеральный директор ИГ «Атон»
Александр Кандель*

ПРЕДВАРИТЕЛЬНЫЕ ЗАМЕЧАНИЯ

Интервью, собранные в этой книге, были записаны в середине 1999 года — начале 2000 года, то есть в период, непосредственно предшествовавший крупнейшему максимуму фондового рынка (отмеченному в марте 2000 года). За время, прошедшее с той поры, S&P 500 снизился почти наполовину, а Nasdaq потерял почти три четверти своей стоимости (данные на конец сентября 2002 года).

И конечно, дойдя до конца интервью, читатель непременно воскликнет: «А что произошло с героями дальше?» Законный вопрос.

Отвечая на него, в новом дополненном издании в конце каждой главы я поместил краткие обзоры деятельности трейдеров на текущем продолжительном медвежьем рынке, а также небольшие интервью, взятые у моих собеседников в самое последнее время.

БЛАГОДАРНОСТЬ

С большинством трейдеров, чьи интервью представлены в этом издании, мы встретились благодаря содействию и рекомендации общих знакомых, однако, занимаясь поиском персонажей для книги, я не раз обращался и к компьютерным базам данных. Заметную помощь в этой связи мне оказали:

Barclay MAP for Windows. Ежемесячно обновляемая компьютерная программа позволяет провести поиск в удивительно обширной базе данных о менеджерах хедж-фондов. Программа отличается особой чувствительностью и дает инвестору возможность осуществить выбор исходя одновременно из многих критериев. (Barclay Trading Group [641] 472-3456; www.barclaygrp.com.)

Van Hedge Fund Advisors International Inc. (VAN). Консультационная служба хедж-фондов, являющаяся составителем собственного индекса хедж-фондов и владельцем одной из наиболее полных баз данных о хедж-фондах. Компания предоставила результаты компьютерного исследования, проведенного с учетом выдвинутых мной чрезвычайно жестких критериев отбора. ([615] 661 —4748; www.hedgefund.com.)

The STA Report. Ежеквартальный компендиум результатов работы СТА (Commodity Trading Advisor — термин для обозначения профессиональных трейдеров, управляющих клиентскими портфелями фьючерсов),

снабженный разумно и без излишней сложности составленными таблицами и графиками, демонстрирующими деятельность каждого из трейдеров, включает ежемесячно обновляемый web-сайт. Как явствует из названия, информация касается менеджеров, специализирующихся на фьючерсной торговле; лишь незначительная часть управляющих занята деривативами акций. (International Traders Research, Inc. 18581 459 — 0818; www.managedfutures.com.)

The U.S. Offshore Funds Directory. Ежегодно публикуемый обзор годовых прибылей более 700 оффшорных хедж-фондов. Имеются отсылки к сайтам, где можно получить текущую информацию. ([212] 371 — 5935 www.hedgefundnews.com.)

Начав подбирать собеседников для этого тома, я прежде всего обратился за помощью к Дугу Макпису. Этот человек знаменит потрясающим умением отдавать собственные фонды и фонды клиентов в управление лучшим трейдерам США. Я чрезвычайно благодарен ему за великодушие, с которым Дуг поделился имеющимися в его распоряжении сведениями. Не стоит забывать, что с точки зрения его собственных интересов такая открытость была явно невыгодна: известность, которую принесет трейдерам публикация, привлечет к ним новых инвесторов и, возможно, осложнит сотрудничество с самим Макписом.

Том Демарк, известный технический аналитик, чьи индикаторы составляют основу многих ведущих американских торговых систем, потратил немало усилий, помогая мне в поиске кандидатур для интервью. Напомню, что Том является техническим аналитиком, в разное время сотрудничавшим с большинством героев предыдущих четырех выпусков «Магов рынка».

Марти Шварц и Линда Рашке — две бывших героини «Магов» («бывших»), поскольку интервью с ними были помещены в прошлых книгах, а не потому, что их ре-

зультаты ухудшились) — также активно помогли мне искать новые таланты на фондовом рынке.

Перечислю еще нескольких человек, чье содействие сделало возможным проведение напечатанных здесь интервью: Сол Уоксман и Джордж Ван, Боб Моррис, Энди Гуд, Тони Симирусти, Лоран Флекенстайн и Джейсон Перл.

Окончив книгу, я, как правило, пребываю в полном неведении относительно того, насколько она удалась. Оценить собственное произведение — задача, всегда представлявшаяся мне непосильной. Между тем всем известно, как важно уметь критически взглянуть на изложенный материал. Моя жена Джо Энн взяла на себя обязанность просматривать каждую главу немедленно после ее написания. Дело двигалось невероятно споро — замечу, что виной тому был не интерес Джо Энн к теме (мало что способно увлечь ее меньше, чем финансовые рынки), а, скорее, покорность примерной жены, уступающей непрерывному нытью мужа: «Ты прочла? Прочти, пожалуйста! Ну прочти!» Джо Энн стала честным (иногда чересчур честным!) критиком, чьи замечания и предложения целиком учтены в окончательном варианте. Смею уверить читателя, обнаружившего литературные недостатки в предлагаемом его вниманию томе: без Джо Энн книга была бы много, много хуже.

ПРОЛОГ, ДАЛЕКИЙ ОТ ФИНАНСОВОГО РЫНКА

Мужчины живут под знаком Марса, потому что в свое время прозевали рейс на Венеру. Назначая время отъезда из дома в аэропорт, мы с женой стоим на крайних позициях: я — как можно позже, чтобы не скучать; она — как можно раньше, чтобы успеть вырваться из дорожной пробки, сменить лопнувшую шину, отстоять в очереди в дьюти-фри и плотно пообедать.

Я много лет выскакивал из дома в последнюю секунду и ни разу не опоздал на самолет. Года полтора тому назад мы переехали в Martha's Vineyard, путь до зала ожидания оттуда просчитывается до минуты: во-первых, шоссе всегда свободно, во-вторых, сам аэропорт — крошечное здание, похожее на те, что сняты в старинном сериале «Крылья», даже меньше (во всяком случае, таким он был в то время, когда я начинал писать этот текст, сейчас открылся новый аэропорт).

Через каких-то пару месяцев после переезда нам с Джо Энн — моей женой — предстояло улетать в Бостон. Я был настолько уверен в точности своих подсчетов (дорога должна была занять около пятнадцати минут), что выехал из дома всего за полчаса до отлета самолета. План с самого начала дал небольшую трещину: по узкому однополосному шоссе на минимальной скорости тащился новичок, за которым некоторое время пришлось ползти и нам; я стал подумывать, не стоило ли выбраться из дому чуть-чуть пораньше.

«Мы успеваем, — заверил я жену. — Тютелька в тютельку». Она, похоже, сомневалась. «Извечный женский скептицизм», — подумал я тогда. У входа в аэропорт мы были за десять минут до вылета. Паркинг располагался в двух шагах от терминала, и все же, доставая багаж, я велел Джо Энн пойти предупредить, что мы приехали.

Через минуту, подойдя к дверям, я обнаружил стоящую на улице расстроенную Джо Энн. Не понимая, что она делает здесь, я спросил: «Как ты сюда попала?»

«Самолет улетел!» — заявила она тоном, в котором «ах, до чего обидно» смешалось с «я же говорила!».

«Что значит — улетел? — сказал я, глядя на часы, хотя точно знал, сколько было времени. — Сейчас без восьми десять».

Я отправился к терминалу, кипя от злости на самолет, который посмел взлететь без нас раньше, чем было означено в расписании. «В чем дело?» — с порога заявил я женщине за стойкой, приготовившись сыграть роль взбешенного клиента.

Она была сама любезность. «У нас принято отправляться, как только пассажиры займут свои места. Вы не предупредили, что опаздываете, и мы решили, что вас с женой не будет. Вам надо было позвонить, тогда мы придержали бы вылет до вашего приезда». Да-да, не сомневайтесь, они бы терпеливо ждали и полчаса, и час — так уж принято в Martha's Vineyard. Разумеется, после такого объяснения винить мне оставалось лишь самого себя.

А теперь перенесемся еще на полгода вперед. Работа над книгой уже начата. Мне предстоит отбыть в первый из множества хитроумно подобранных авиарейсов: за четыре дня я должен посетить четыре штата, чтобы взять шесть интервью. Одна ошибка приведет к разрыву тщательно слаженной цепи: короче говоря, опаздывать на самолет нельзя ни в коем случае.

Наученный печальным опытом, на этот раз я выезжаю в аэропорт с огромным запасом времени. По дороге Джо Энн — сегодня она просто меня подвозит — замечает на

моем голубом свитере засохшую грязь. Она советует попросить у служащих в аэропорту специальную клейкую ленту для удаления пятен. Мы приезжаем за полчаса до отлета. Я целую Джо Энн и иду в зал ожидания. Изучаю табло и соображаю, что еще успеваю заняться пятном. Иду к служащей и получаю клейкую ленту.

В небольшом зале ожидания около десяти человек. Через несколько минут объявляют мой рейс: «На борт приглашается секция один, места с первого по восьмое». Я поднимаюсь, достаю красный пластиковый посадочный талон и обнаруживаю на нем номер 11. «Странно, — размышляю я, — зачем посадку пассажиров в один маленький салон делить на две секции». Сажусь снова и погружаюсь в процесс чистки.

Какое-то время я старательно клею ленту на свитер, потом вдруг вспоминаю, где нахожусь. Первую группу пассажиров пригласили, должно быть, минут пять или десять назад. Я оглядываюсь и с ужасом понимаю, что остался в зале один. Я вскакиваю, выбегаю на летное поле и замечаю самолет с работающими винтами. «Подождите!» — громко кричу я и, размахивая руками, бегу вперед. Вся моя тщательно спланированная поездка — долгожданные четыре дня, четыре штата и шесть интервью — поставлены сейчас на карту.

У трапа меня перехватывает стюард. Я показываю ему свой огромный красный талон. «Вы никуда не летите», — твердо объявляет он. Поначалу я думаю, что все-таки опоздал: в самолет никого не пускают. Но он добавляет: «Вашу секцию объявят через пять минут», — и я понимаю, что в Martha's Vineyard под «секциями» понимают разные самолеты!

Я возвращаюсь в зал ожидания и забиваюсь в самое дальнее кресло. Паника уступает место крайнему смущению: каким идиотом я, должно быть, выглядел, когда с криками пробегал по летному полю. Насколько я помню, последний раз я чувствовал себя так же неловко, когда на вопрос, заданный малознакомой родственнице,

когда у нее «ожидается прибавление», получил ответ, что ребенок родился два месяца назад — по-видимому, она просто не успела сбросить вес.

«И что из этого следует? — скажете вы. — Довольно забавно, не спорим, но при чем здесь торговля или инвестирование?» Мораль такова: увлекшись чисткой свитера, вы можете пропустить самолет. Иными словами, человек, с головой погружившийся в детали, подчас не имеет представления о целом. Примеров такой рыночной близорукости не счесть. Вот лишь некоторые:

- трейдер проводит самое подробное исследование, пытаясь выявить наиболее многообещающие новые технологические компании, однако полностью игнорирует тот факт, что отмеченный в секторе за последние полгода 70-процентный рост делает инвестирование в технологии чрезвычайно рискованным предприятием;
- трейдер вникает во все детали финансовых отчетов компании, но не замечает, что высокие прибыли были получены за счет выпуска единственного вида продукции, чьи успешные продажи в будущем поставлены под сомнение появлением на рынке конкурирующих товаров;
- трейдер тратит время и силы на выбор времени для открытия позиций и не пытается ответить на важнейший вопрос: как и когда позиция должна быть закрыта? как контролировать риск?

Все перечисленные случаи служат подтверждением давно известной истины: не закапывайтесь в мелочах. Сосредоточьте внимание на рынке в целом, на секторе: их состояние не менее важно, чем поведение отдельной акции. Количественные характеристики не должны заслонять информацию о качестве. Не ограничивайтесь разработкой стратегии открытия позиций, составьте полный план работы: пусть он определяет все аспекты торговли.

МАГИ ФОНДОВОГО РЫНКА

СТЮАРТ УОЛТОН

НЕ ПРОПАСТЬ В ПРОПАСТИ

В июне 1999 года Стюарт Уолтон, один из самых успешных трейдеров эпохи 1990-х, имея в управлении \$150 млн. и блестяще работая на рынке ценных бумаг, возвращает капитал инвесторам и прекращает торговлю акциями. Свое решение он объясняет невозможностью полностью сконцентрироваться на работе, которой, по его мнению, не стоит заниматься, «если не можешь выкладываться на все 100%». Тяжело переживая разрыв с женой, Уолтон чувствует, что не в силах, как прежде, с головой окунуться в дела. Результаты, достигнутые им за предшествующие восемь лет, без преувеличения можно назвать великолепными: 115% среднегодового прироста капитала с учетом реинвестиций торговых прибылей (для клиентов — 92% после вычета комиссии за управление портфелем); максимальная годовая прибыль 274%, минимальная (без учета нескольких месяцев 1999 года) — 63%.

Карьера Уолтона-трейдера — это цепь парадоксов и противоречий. Мечтая о будущем художника и писателя, он попадает на фондовый рынок; увлекаясь наукой и презирая «торгашей», погружается в сферу финансов. Просыпаясь, он чувствует, что не выдержит больше на рынке ни дня, и немедленно увольняется. Проходит несколько лет — и акции делаются его страстью и призва-

СТЮАРТ УОЛТОН. НЕ ПРОПАСТЬ В ПРОПАСТИ

нием. Его первые, поистине плачевные опыты в области ценных бумаг едва не приводят к банкротству, но с течением времени он добивается потрясающего успеха, ежегодно удваивая капитал.

Уолтон, родившийся и выросший в Канаде, принял меня в своем офисе в центре Сан-Франциско. Он управляет капиталом, выражающимся девятизначным числом, без единого помощника: в конторе нет ни трейдеров, ни бэк-офиса, ни программистов, даже секретарша работает через день. Фирма Reindeer Capital — это Стюарт Уолтон, и только Стюарт Уолтон. Одиночество — его принцип. За свою жизнь Уолтон столько раз ошибался, следуя чужим советам, что наконец в полной мере осознал необходимость самому выбирать пути на рынке.

Разговаривая со мной, он держался приветливо и свободно. Вопросы рождались по ходу диалога, их становилось все больше, время текло незаметно; взглянув на часы, я обнаружил, что интервью длилось пять часов.

Почему вы назвали компанию Reindeer? Северный олень — это символ или просто любимое животное?

Я назвал ее в честь прадедушки, Уильяма Гладстона Уолтона: «Северный олень» — это прозвище, которое он получил после миграции оленей, которую удачно сумел организовать. О Уильяме Гладстоне мне рассказывал дедушка, умерший в прошлом году в возрасте ста лет; он пожил в двух веках, а мог бы пожить и в третьем. В 1892 году двадцатитрехлетний англичанин Уолтон Олень отправился миссионером в северную Канаду. За год он объездил на собачьих упряжках и в каноэ около двух тысяч миль: основную паству составляли эскимосы и индейцы, а они кочевали в районе Полярного круга.

Как-то в северном Квебеке начались страшные лесные пожары, погибла чуть ли не вся растительность,

местное население оказалось на грани голодной смерти. Тогда Уолтон предложил пригнать с Аляски в Квебек сибирских оленей, их еще называют карибу. Он сумел убедить правительство дать денег на миграцию и сам ее организовал. Он провел три тысячи оленей через всю северную Канаду, путь занял почти пять лет: с 1921 года по 1925. У северных оленей нет такого стадного чувства, как у коров: каждый бежит, куда хочет.

Как ему удалось их направить в Квебек?

Карибу объедают одно пастбище и перемещаются к следующему. Уолтону приходилось очень тщательно продумывать маршрут. Уцелело примерно три четверти стада: остальные умерли или разбежались. Он сумел навсегда изменить пути миграции сибирских оленей. Карибу отлично прижились в северном Квебеке, а прадедушка стал местным героем.

Называя компанию, вы хотели выразить уважение предку или подчеркнуть некую мысль?

Я хотел сказать, что прадедушка принес обществу пользу, в сравнении с которой все мои достижения ничего не стоят.

Когда вы пришли на фондовый рынок?

Сразу после того, как получил MBA в университете Макгиль. Раньше я хотел быть мультипликатором.

Мультипликатор с MBA? Вы собирались создать бизнес-мультипликацию?

Нет, мультипликация была до университета. Я окончил колледж и мечтал делать мультфильмы. Пошел на собеседование к декану художественного факультета. Он сказал: «Молодой человек, если вы готовы потратить годы на то, чтобы изображать человеческое тело не хуже великих мастеров, а потом получать по пять долларов в час за мультфильмы, милости просим к нам". Его слова

слегка охладили мой пыл. К тому времени у меня было несколько напечатанных рассказов — в колледже я время от времени сочинял. Я подумал, что сделаю карьеру в журналистике: выгодное занятие, к тому же творческое.

Итак, вас увлекала возможность творить. Почему все кончилось MBA?

Потому что заняться писательством не получилось. Тогда я решил искать профессию, которая сможет меня прокормить.

Почему вы не пошли на факультет журналистики?

Я подал документы в несколько мест. Летом, когда я был у родителей — они тогда жили в Бразилии, — пришел отказ из Карлтонского университета, их факультет журналистики считался лучшим. Когда принесли письмо, у нас были гости. Возможно, дело было в *кайтирингас* — это бразильский ром, — кажется, к тому времени я его выпил порядочно, во всяком случае, я подумал: «Это знак; жизнь должна измениться». С журналистикой было покончено. Стоило либо учиться в хорошем месте, либо не учиться вовсе.

Вы выиграли оттого, что тогда получили отказ?

Безусловно. Отец всегда говорил, что мне важно понять, где хобби и где — карьера. Я уверен в его правоте. Мама как-то спросила, не жалею ли я, что бросил свои увлечения. Я ответил, что нет: у меня в голове была только торговля, а она шла отлично. Но чем дальше, тем чаще всплывают прежние интересы. Не исключено, что когда-нибудь я снова возьмусь за старое.

За сочинительство или за рисование?

И за то, и за другое, а возможно, появится третье. Помоему, фильмы, особенно, короткометражные — это область, где можно быть и художником, и писателем сразу. У меня множество проектов. Не коммерческих;

картина, которую я задумал, во всем мире будет оценена лишь двумя-тремя зрителями.

Вы работали в кино?

Никогда. Даже камеру не держал. Придется пойти на специальные курсы.

Хотите бросить торговлю и заняться искусством?

Я восхищаюсь людьми, которые готовы терпеть лишения ради мечты. У нас был в колледже парень, он хотел стать рок-звездой. Сейчас у него своя группа, Cowboy Junkies. Когда мы учились, он не мог сыграть на гитаре двух нот, а теперь на его концерты не попасть. Я — другой. Я привык жить в комфорте, а работа на рынке — способ создавать и поддерживать благополучие. Мне хотелось бы вспомнить прежние увлечения, но едва ли в ближайшее время это осуществимо.

Что вы предприняли, получив отказ с факультета журналистики?

Подал документы на MBA. Мне казалось, что с этой степенью можно найти неплохую работу.

Вы наметили конкретную сферу деятельности?

Я рассчитывал пойти в рекламу, думал, что эта область связана с творчеством. Впрочем, проверить не удалось. Когда я оканчивал университет, канадская экономика была в жутком упадке. Выпускникам предложили всего две вакансии. Одна — стажер в Lloyds Bank. Мне понравилось, что работать придется в Лондоне или в Нью-Йорке. Я представил себе, как приятно там будет пожить. Подал заявление, и меня приняли. Стажерский курс проходил в Нью-Йорке. Меня назначили в отдел торговых операций с валютой — полная глупость, потому что целью стажировки была работа с банковскими кредитами; меня должны были обучить и отправить обратно в Канаду.

Так что на рынке вы оказались случайно?

И уверен поэтому, что торговать может каждый. Никакой особой предрасположенности не требуется.

Боюсь, вы не правы. Заметьте, что из сотен тысяч трейдеров едва ли найдется десяток тех, чьи прибыли сравнимы с вашими. А чем вы занимались в отделе торговли валютой?

Работал «прислугой». Принимал заявки от клиентов, готовил бумаги для трейдеров. В офис полагалось являться в 3.30 ночи — тяжелая повинность, когда ты молод, неженат и живешь в Нью-Йорке. Складывал в папки статьи из газет, проверял, на месте ли тикеты с заявками. В общем, мальчик на побегушках.

В то время у вас был интерес к финансовым рынкам?

Нет. Я был законченным идеалистом, с тоской вспоминал университет, МВА и спрашивал себя: «Для чего нас учили? Кому здесь нужна моя степень?»

Сам отдел был местом не слишком приятным. Общая атмосфера скорее могла отвратить от торговли. В офисе я впервые столкнулся с американцами. До этого мой круг общения составляли канадцы. Канадцы более старомодны, им важно «остаться на высоте», соблюсти приличия. В Америке принято добиваться своего любой ценой. В отделе некоторые на меня просто орала. Как правило, никакой вины за мной не было. Наверное, им просто надо было выместить на ком-то свои неудачи, а может быть, я «прислуживал» недостаточно расторопно. В общем, я каждый день уходил домой в расстроенных чувствах.

Сколько времени вы проработали в такой обстановке?

Около полугода. Пошли слухи, что меня собираются вернуть в Торонто, и я уволился. К тому времени я ос-

воился в Нью-Йорке, познакомился с девушкой, на которой потом женился, так что уезжать не хотелось. Я устроился в филиал другой канадской компании — Wood Gundy. Они обещали помочь с green-card: это было существенно, потому что раньше я имел только временную визу.

На какую должность вас взяли?

Не многим более приятную. Я прошел курс стажировки и попал в отдел торговли акциями. Надо было сидеть и принимать заявки — скучнейшее занятие. Решает клиент, сделку проводит брокер на бирже, я — только посредник. Смешно, когда брокеры из отделов продаж называют себя трейдерами. Какие они трейдеры — они секретарши, которые принимают заявки. И это люди, которые в жизни не открывали позиций ни для фирмы, ни для себя.

К тому времени я впервые вложил капитал в акции. Моя будущая жена работала в Liz Claiborn и все время рассказывала, какая это замечательная компания: «Представляешь, не я разыскиваю клиентов, а они меня». Денег на инвестиции, конечно, не было, и я решил занять у отца: «Папа, есть гениальный проект; нужен начальный капитал». Он ссудил мне \$10 тыс., и я все их вложил в акции Liz Claiborn. Очень скоро они поднялись на три пункта, я продал и получил прибыль. Если человек, только ступив на рынок, получает прибыль — ему конец. Через три недели пропали не только те деньги, что я выиграл на Liz Claiborn, но и весь отцовский кредит.

Что произошло?

Я так разволновался после первой удачи, что стал серьезно слушать те глупости, которые принято болтать об акциях. Утром официант, подавая мне кофе, хвалил бумагу — вечером я ее покупал. Три недели — и денег как не бывало. Следующие пять лет я расплачивался с отцом.

Что сказал ваш отец, услышав о проигрыше?

«Я знал, что этим кончится. Но я рад, что ты затеял дело и довел его до конца». Самое смешное, что акции Liz Claiborn, для которых я, собственно, брал займы, продолжали идти вверх и за год выросли в несколько раз.

Как вам работалось на новом месте?

Отдел торговли акциями Wood Gundy был еще одной вариацией на тему нью-йоркских нравов. Заходишь в контору — и немедленно слышишь обращенный в свой адрес крик. Обычный стиль общения, но беда в том, что я очень плохо к нему приспособлен. В нашем зале, в другом конце, помещался отдел торговли облигациями, там все было тихо и мирно. Никто не кричал, люди вежливо переговаривались. Мне хотелось туда. Я написал заявление и перевелся в отдел торговли облигациями.

У Wood Gundy тогда была цель сделаться крупнейшим дилером на рынке американских казначейских облигаций, и они набирали трейдеров. Принимали всех подряд. Начались жуткие убытки. Был трейдер, который спрятал тикеты, чтобы не узнали, сколько он проиграл. В конце концов всех, кроме меня и еще нескольких ребят, выгнали.

В отделе облигаций вы чувствовали себя более уютно?

В чем-то — конечно. Было приятно находиться среди нормальных, спокойных людей. Размеры позиций по облигациям не сопоставимы с позициями по акциям: они на порядок выше, и это тоже увеличивает интерес. Появляется чувство собственной значимости: ты один можешь выиграть или проиграть в пять раз больше, чем все двадцать сотрудников отдела акций. С другой стороны, отвечать за портфель разнообразных неликвидных бумаг, по большей части иностранных, — дело довольно неприятное.

В 2 или в 3 часа ночи тебе звонят из Японии, и ты, ничего не зная о рынке, должен называть цены покупки-продажи на огромные лоты неликвидных облигаций. А поскольку ты засыпаешь, сбиться очень легко. Причем если ты ошибешься на целых 100 базисных пунктов, они ловят тебя на слове. Всем будет ясно, что человек оговорился, твой убыток составит \$1 млн., и все равно сделку признают действительной.

С вами такое случилось?

Да-да.

Ошибались на \$1 миллион?

Не совсем на миллион. На \$300 тысяч.

Из-за неверной котировки?

Я был в полусне. Решил, что доходность равна 9,5%, а на самом деле она равнялась 10,5%.

Сделка по очевидно ошибочной котировке всегда признается действительной?

В США ее наверняка не признают, да и в Японии теперь, по-моему, тоже.

С каким результатом вы торговали?

Результат оказался неплохим, и меня повысили. Я стал самым молодым вице-президентом в Wood Gundy.

Какими принципами вы руководствовались, покупая и продавая?

Я работал без всякой системы. Как тогда мне казалось, в изменении цен почти все зависело от случайности.

И все-таки вы зарабатывали. Что вас вело? Интуиция?

Я всегда доверял интуиции. Но в то время я играл хорошо, потому что на рынке облигаций был сильный

бычий тренд, а я очень удачно не открывал коротких позиций. В свой самый лучший год я заработал для нашего отдела \$700 тыс. — смешная сумма, если вспомнить, на сколько человек ее приходилось делить.

Как-то мы выпили с шефом, и я сказал: «Глупо называться отделом торговли: мы не торгуем, мы просто инвестируем. И если мы инвесторы, то можно было найти более перспективные инструменты для инвестирования».

«У нас своя игра, — сказал он, — нас бьют, а мы увертываемся».

Я понял, что здесь ничего не добыю. Я продержался три года, потому что распорядился огромными деньгами и было весело чувствовать свою власть.

У вас появился, наконец, вкус к игре?

Да, я увлекся. Приятно сознавать, что ты можешь противостоять рынку. Правда, сами рынки, на которых приходилось работать, не вдохновляли. Угнетало в основном то, что облигации, которыми мы торговали в Нью-Йорке, были крайне неликвидны. Я решил перейти в главный офис Wood Gundy в Торонто, поскольку там можно было работать с канадскими казначейскими облигациями — бумагами вполне ликвидными. Вначале все шло отлично: главный офис, ликвидные рынки, куча работы. А через полгода Канада мне разонравилась: провинциальный замкнутый мирок, где ценится не умение торговать, а умение подать себя. К тому же мне очень надоели облигации и процентные ставки.

Почему?

Такой уж это товар. Каждое утро на совещаниях мы гадали, что будет с рынком сегодня. Сотрудник вставал и говорил, почему он считает, что цены вырастут или упадут. Обсуждали влияние курсов валют, денежной и налоговой политики, трендов процентных ставок в Америке и в других странах. Когда подходила моя очередь, я заявлял: «Рынок упадет». Они спрашивали: «Почему?» «Потому что

вчера он вырос». Они думали, это шутка, а я серьезно считал рынок эффективным, так что если цена сильно выросла сегодня, завтра она обязана была опуститься.

Как-то раз я проснулся и понял, что больше не выдержу ни минуты общения с процентными ставками. Хватит с меня облигаций. Пошел и уволился. Для них это было дико — я прожил в Канаде семь месяцев, не больше.

Вы уволились, не имея другой работы?

Вот именно. Просто не выдержал. Самое смешное, что в тот день мне позвонила жена и сказала, что увольняется. Я знал, что ей не нравится в компании, но понятия не имел, что она собирается уходить. Удивительно, как мы оба одновременно бросили работу. Было решено не устраиваться пока, а месяцев шесть поехать по Штатам, по лыжным курортам.

Мы добрались до озера Тахо и отправились в Сан-Франциско. Влюбились в этот город и надумали переехать. Потом, когда путешествие закончилось и мы были в Торонто, мне пришло в голову еще раз посетить Сан-Франциско, чтобы проверить, действительно ли он так хорош, как кажется на первый взгляд. Теперь мы решили серьезно подумать о зарботке, и каждый нашел подходящее место. Мы даже отыскали дом и договорились о цене. В общем, все устроилось. Вернулись в Торонто, наняли грузовик и перебрались в Сан-Франциско. И тут выяснилось, что работы нет. Ни для жены, ни для меня.

Что за должность вам предлагали?

Я прошел собеседование в маленькой венчурной фирме. Будущий начальник тоже окончил Макгиль.

Вы полагали, это решает дело?

Да, он принял меня с распростертыми объятьями: «Конечно, мы вас возьмем, разумеется. Переезжайте, будем ждать». Позже я пытался ему дозвониться — безрезультатно. Наконец я его разыскал и услышал: «Знаете, в

этом году нам не нужны МВ А». Невероятное заявление после всего, что он мне наобещал!

Все наши сбережения были отданы как первый взнос за дом, так что денег почти не осталось. Сначала не особенно волновались: считали, что через месяц-другой работа найдется. Но прошло много месяцев, а работа не появлялась. Невероятно. Я пил пиво и валялся в постели.

Впали в депрессию?

Нет, депрессии не было. Просто не хотел вылезать из кровати и бессмысленно бродить по улицам. Казалось невыносимым, что после такого успеха в Нью-Йорке здесь не нашлось самой плохонькой должности. Дошло до того, что я отправился устраиваться страховым агентом.

На что в других обстоятельствах не согласились бы?

Ни за что. Я был в отчаянии. Хватался за любую возможность. Надо было выплачивать кредит за жилье, а просить у родных не хотелось.

Какое настроение было у жены?

На удивление бодрое. Она считала, что все образуется.

Итак, нищета?

Вот именно. Наконец, через полгода жена получила работу, ее взяли в отдел розничных продаж в J. Crew — заметное понижение по сравнению с должностью, которую она занимала в Liz Claiborn. Но к тому времени она тоже готова была взяться за все, что предложат. В том месяце у нас не осталось ни цента, всю первую зарплату она отдала в счет кредита за дом.

Значит, спасение пришло в последнюю минуту. Что вы чувствовали, когда казалось, что денег не будет? Паниковали?

Опустил руки. Решил, чему быть, того не миновать. Пусть отнимут дом — какая разница. В общем, перестал

размышлять о будущем. В те месяцы я увидел настоящее лицо Сан-Франциско. Будь ты из Лондона, из Лос-Анджелеса, из Нью-Йорка — до тебя нет дела. Это не тот открытый мир, к которому привыкли в Нью-Йорке или Лос-Анджелесе: приезжай из других городов, устраивайся на работу. Сан-Франциско — закрытый город. Здесь, как в деревенской общине, чтобы человека признали, ему надо сначала пожить среди местных. Сейчас мне нравится эта замкнутость, но тогда она действовала угнетающе.

Вы хотите сказать, что вакансии, на которые вы устраивались, отдавали своим?

Совершенно верно. Впрочем, и вакансий-то было немного. Мне бы и в страшном сне не приснилось, что я, занимавший до этого очень престижное место, буду кланить любую работу. Я пошел в библиотеку, списал адреса всех, сколько-нибудь напоминавших финансовые фирмы и разослал резюме. В конце концов позвонил человек, которому я приглянулся. «У меня самого нет работы, — сказал он, — но мой друг, может быть, вас возьмет».

Что именно в резюме показалось ему интересным?

Разносторонность: сочетание финансового образования и артистических склонностей.

К тому времени, как он позвонил, вы, надо полагать, стояли на краю пропасти?

Нет, отчего же. Край — это когда хуже не будет. Человек, которому понравилось мое резюме, убедил друга — а он занимался продажами в Volpe, Welty&Co, местной брокерской фирме — пригласить меня на собеседование. Когда я туда шел, я понятия не имел, чего ждать. Он попросил рассказать об опыте работы, и я описал свою жизнь так же, как сейчас описал ее вам. Тогда он спросил: «Сколько вы хотите?» Я прибавил \$200 к размеру месячной выплаты по кредиту и сказал: «\$2500».

Он сказал: «А если я дам вам \$4 000?»
«Тоже неплохо», — сказал я.

Он знал о ваших торговых способностях?

Нет, просто видел перечень должностей, которые я занимал. Наверное, ему показалось нечестным предлагать мне так мало.

Что входило в ваши обязанности?

Меня наняли на должность фондового брокера, работающего с институциональными клиентами, но счетов не дали. Надо было обзванивать организации и навязывать свои услуги. Из мистера Брокера, которого каждый хотел заполучить на обед, я превратился в безымянного пристава, чье дело — уломать вас купить свои бесполезные бумажки.

Боюсь, не у всех хватало терпения дослушать ваши деловые предложения до конца.

Совершенно верно. Приходилось делать бесчисленное число звонков. Я получал список организаций, усаживался перед телефоном и набирал номер за номером. Во мне нет напористости, так что с клиентами я пытался говорить «по-дружески» — тактика не слишком эффективная. И так каждый день с утра до вечера. За соседними столами сидели люди, которые занимались нормальной работой и, конечно, слышали, как на другом конце провода на середине моей речи бросали трубку. Я нажимал на рычаг, оглядывался по сторонам и набирал новый номер. Чрезвычайно унижительное занятие. Я его положительно ненавидел. Главное — было совершенно неясно, сколько этот позор продлится. И хоть бы одна сделка!

Вы имеете в виду, что сделок было мало?

Да нет же, ни одной. За восемь месяцев я не открыл ни единого счета и не заключил ни одной сделки.

Восемь месяцев названивать по телефону и ничего не продать! Трудно представить. Вот он, край бездны?

Опять не угадали (*смеется*)! До края я дошел вскоре после того. Продавать я не умел, это было очевидно, но между продажей и игрой, как известно, огромная разница. И вот, понаблюдав за рынком, я решил еще раз сыграть. Денег не было, но я подумал, что смогу взять кредит под залог дома. «Инвестировать дом», — вот в чем заключалась идея.

Ага, вот оно!

Я стал продавать акции, поднявшиеся, как мне казалось, чересчур высоко — акции мощных компаний типа Liz Claiborn и Gap, — и покупать ценные бумаги, которые считал неоправданно низко упавшими. Короче говоря, открывал короткие позиции по хорошим компаниям и скупал плохие.

Каков был размер кредита, взятого под залог дома?

Дом оценили в \$75 тыс. и под эту сумму дали кредит в \$50 тыс. Через три недели 75% денег не стало.

Что на это сказала жена?

Она не знала о том, что случилось.

Не знала о кредите?

Я сказал, что беру деньги под залог дома, но не уточнил, для чего.

Как, по ее мнению, вы собирались распорядиться полученной суммой?

Она думала, что я инвестирую в консервативные бумаги, дивиденд от которых будет больше, чем процент по кредиту. Собственно говоря, начальный план действительно был таков. Но как только деньги оказались в руках, мне пришло в голову, что не имеет смысла тратить их на эти скучные дивиденды: после вычета суммы,

которую придется отдать за кредит, останется разве что жалкая пара долларов.

Когда работаешь в брокерской фирме, создается ощущение, что стоит протянуть руку — и выигрыш в кармане. Вокруг полно акций, которые удваивают, утраивают цену. Волей-неволей начинаешь верить рассказам, профессиональных брокеров, которые любую нелепицу умеют преподнести как конфетку.

По-видимому, вы так и не отучились прислушиваться к чужим советам и слухам. Повторили прежнюю ошибку?

Совершенно верно. Я не знал, как сказать жене, что потерял почти все деньги. Перестал спать по ночам. Придумывал нелепые истории, чтобы объяснить, почему плохо выгляжу. Сказал жене, что простудился. Она волновалась, но понятия не имела о том, что в действительности произошло.

Как-то раз парень, который работал за соседним столом, посоветовал мне купить Commodore Computer: «Ты точно не пожалеешь. По нашим сведениям, их новая игра скоро будет бестселлером». Мне было так плохо, что я решил: «Ладно, куплю». Все оставшиеся деньги я с плечом 200% поставил на эти акции.

Пожалуй, те дни я действительно назвал бы «краем бездны»: \$75 тыс., на которые был куплен дом, копились десять лет. И вот оказалось, что я, как игрок в казино, пустил на ветер труд всей жизни. Ужасно. Летишь в пропасть, и не за что ухватиться.

Акции поднялись с \$10 до \$17, и я закрылся. После того, как я продал, бумаги взлетели до \$20, но потом компания обанкротилась, и они упали до нуля. Одной этой сделки оказалось достаточно, чтобы возместить все убытки.

Вам повезло: с тем же успехом совет коллеги мог оказаться гибельным — в конце концов, акции срав-

нялись с нулем. Верное временное окно было выбрано чисто случайно.

Да, повезло. Ни про одну из моих лучших сделок нельзя сказать, за счет чего она удалась: по расчету или случайно, да это и не важно. У нас забавная работа, и везение в ней — не последнее дело. Говорят, отыскивать «золотые жилы» — особый талант, но, по-моему, удачи и промахи поделены поровну между всеми людьми. Надо уметь их использовать, вот в чем секрет.

Сделка с Commodore меня спасла. Наверное, можно было рассуждать так: «Совет сработал. Значит, стоит прислушиваться к тому, что говорится вокруг». К счастью, я вовремя осознал, что обязан успехом случаю. В прошлый раз боги рынка меня наказали, в этот — помиловали, только и всего. Из ошибок наконец были сделаны выводы. С тех пор торговля пошла намного лучше.

Бог сказал вам: «Иди и больше не греш!»

Точно. Я выкарабкался, но потрясение было огромным. Та сделка казалась настоящим подарком небес. Я чувствовал, что получил шанс начать новую жизнь. Надо было учиться и учиться, но главное — помнить о случившемся. Падение в пропасть оказалось важнейшим жизненным опытом.

Чему оно вас научило?

Рынок предстал в новом свете. Я осознал, что акции растут вне зависимости от мнений людей, обещаний брокеров и дружеских советов; их рост определяется особыми законами. Надо было вникнуть в эти законы и работать, руководствуясь внутренней уверенностью, а не помощью посторонних. Я стал придерживаться этих принципов, и со временем результаты заметно улучшились.

Торговля на рынке акций впервые принесла вам прибыль. Как строилась ваша работа?

Я заметил, что и при бычьем, и при медвежьем тренде принцип рынка остается неизменным: хорошие компании, в целом, продолжают расти. Старая истина.

Как отличить такие компании от других?

Я подбираю компании, к которым рынок благоволит. Скажем, за ними числится долгий список успешных кварталов (т.е. кварталов, в течение которых компания отчитывается о прибылях, равных ожидаемым или превышающих предварительные оценки — *прим, автора*). Поведение этих акций всегда очень характерно. Так получается, что рынок привлекает одни акции и отбрасывает другие, даже если брокеры в один голос убеждают клиентов купить их из-за дешевизны.

Таким образом, принципы изменились на противоположные: сначала вы скупали дешевку и продавали бумаги, поднявшиеся высоко, потом начали приобретать дорогостоящие акции.

Я и сейчас действую именно так. Самое сложное — заставить себя купить дорогую бумагу или продать акцию, которая заметно опустилась в цене, но, по-моему, чем труднее работа, тем лучше результат. Эту истину сложно постичь, я до сих пор не усвоил ее до конца.

Как вы узнаете, что рынок «благоволит» акции?

Изучаю характеристики акции, влияние множества факторов, в том числе фундаментальных, хотя от их состояния решение зависит примерно на 25%.

Что входит в остальные 75%? Еще 25% дает технический анализ.

Каковы должны быть технические показатели акции?

Хорошо, если ее тренд демонстрирует относительную линейность. Мне не нравятся акции, которые движутся скачками.

Остается 50%, а фундаментальные условия и технический анализ уже вычеркнуты из списка. От чего еще зависит решение?

На 25% — от изменения поведения акции под влиянием разнообразной информации: событий макроэкономики, новостей, связанных с деятельностью самой компании. Кроме того, мне важно, как ведет себя цена, добравшись до круглых чисел: \$20, \$30 и т.д. Я пытаюсь понять, являются ли такие цифры особо престижными для компании.

Каким образом акция должна реагировать на новости?

Я выбираю акции, которые растут под влиянием хороших новостей, скажем, благоприятных отчетов о прибылях или объявлений о выпуске новой продукции, но мало подвержены воздействию плохих новостей. Если акция легко падает в ответ на отрицательную информацию, рынок едва ли благоволит ей.

Это 75%. Из чего состоит остаток?

Оставшиеся 25% — это моя интуиция, предчувствия, касающиеся направления рынка в целом. Много зависит от того, как рынок меняется под влиянием макроэкономических факторов и прочих событий. Я оцениваю рынок так же, как оценивал бы одну акцию.

Сколько времени вы обычно держите акцию прежде, чем продать?

Я не занимаюсь сиюминутной торговлей, но и не держу бумагу больше нескольких недель. Бывает, что я по два раза в день и по шесть раз в неделю продаю и покупаю даже основные позиции, то есть несколько тысяч акций, чтобы понять, правилен ли был выбор. Если сделки проходят не так гладко, как хотелось бы, я избавляюсь от акции. С этой точки зрения, управлять хедж-фондом очень удобно: не приходится думать о чувствах клиентов, наблюдающих эту шизофреническую торговлю.

Когда-то я работал в компании, где клиентам посылали уведомление о каждой совершенной мной сделке. У бедняг ум за разум заходил. Они звонили и кричали в трубку: «Вы что, с ума сошли? Чем вы занимаетесь? Мы-то думали, что вы торгуете на основе серьезного анализа!»

В какой ситуации вы стараетесь избавиться от акции?

Я закрываю длинную позицию либо когда чувствую, что цена дошла до максимума и вот-вот упадет, так что я лишусь прибыли, либо если акция приносит слишком много денег в слишком короткий промежуток времени.

Станете ли вы приобретать ту же акцию в период коррекции? эрек
Да.

Насколько успешен такой метод? Не лишались ли вы прибылей, возможных при продолжении тренда?

Я часто получал меньшую по сравнению с возможной прибыль, поскольку акции, с которыми я работаю — акции хороших компаний, — как правило, неизменно растут.

Не пытались ли вы пересмотреть стратегию и держать акции дольше?

С течением времени мой подход к торговле менялся, но до сих пор я, как правило, закрываю позицию слишком рано.

Случалось ли, что, продав акцию, вы снова покупали ее по более высокой цене?

Конечно, много раз.

Итак, вы, по крайней мере, умеете признавать свои ошибки и покупаете снова, даже если бумага стоит дороже. Вы не заявляете: «Ни за что не куплю: я продал ее на \$10 дешевле».

Пожалуй, раньше я действительно так говорил, но сегодня покупка акции по более высокой цене для меня совершенно обычное дело. Выгодной акцией я считаю не ту, что купил по 10 и додержал до 100, а ту, на которой сумел получить где-то 7 пунктов, где-то 5, где-то — еще 8, и так по крохам ухватил большую часть.

А разве не проще купить одну из акций, которым «благоволит рынок» и держать ее долго?

Это выгодно, но далеко не всегда. Важно понять общее состояние рынка. Сейчас, например, акции так переоценены, что я не стал бы держаться ни за одну из своих основных позиций.

Мы подошли к вопросу, который я давно хотел задать: имеет ли смысл на сегодняшнем рынке, где акции-лидеры так стремительно взлетели вверх, применять ваш прежний метод? Нужны ли корректировки, и какие именно?

Сказать по правде, я не люблю ничего корректировать. Я привык плавать, как медуза — пусть рынок решает, куда меня вынести. Есть трейдеры, которые рисуют на песке линию и говорят: вот наша стратегия, подождем, когда рынок придет сюда. У меня другой характер: я пытаюсь понять, что важно для рынка сегодня. Бывают годы, когда всем правит тренд, в другое время многое зависит от оценки акций.

Значит, ваша стратегия в каждый данный момент определяется видением рынка?

Совершенно верно. Я пытаюсь предугадать, за что рынок заплатит больше.

Как узнать, что прилив готов смениться отливом?

Я стараюсь быть внимательным и не пропускать мимо ушей ничего из того, что говорится вокруг, таксистами или аналитиками — неважно. Потом сажусь,

сосредотачиваюсь, мелочь оседает, и на поверхность всплывает самая суть. Иногда выводы так очевидны, что выигрыш буквально обеспечен; беда в том, что картина редко бывает четкой. Важно уметь переждать «мутные» периоды, не потеряв денег.

Приведите пример такой четко очерченной ситуации.

В прошлом (1998) году мне было очевидно (неприятное выражение, чувствуешь себя таким провидцем), что рынок в августе развернется.

Откуда такая уверенность?

Я анализирую настроения участников рынка, что внушает им рынок, надежду или страх, а затем жду, подтвердит ли мои заключения движение цен. В течение всего прошлого года ситуация была очень неясной: множество сведений о возможных проблемах в Азии, и никакой реакции со стороны рынка. Получалось, что заработать можно только на длинных позициях, даже в условиях надвигающейся опасности.

Так что в июле я решил купить много и надолго. Лидеры показывали отличный результат, рынок рос с бешеной скоростью. Я рассчитывал выиграть 15%. Но вдруг в считанные дни все обвалилось, и к концу месяца результат составил минус 3%. Рынок уничтожил деньги настолько быстро — а ведь у меня в портфеле были не какие-нибудь плохонькие акции, а лучшие компании, — что стало ясно: готовится смена тренда.

Как вы поступили? Насколько я понял, в начале месяца была открыта мощная длинная позиция. Вы закрыли ее? Перевели в короткую?

Длинная позиция составляла 130%. Как правило, если я думаю, что в ближайшем будущем ожидается значимый медвежий тренд, я продаю все и занимаю позицию наблюдателя. В тот раз я поступил как обычно.

Вы открыли короткую позицию?

Да, через пару недель. Я подумал, что азиатский кризис, с которого, собственно, начались неурядицы, наверняка еще всплывет. Редко бывает, чтобы такие проблемы решались сами собой. К тому же стала появляться информация о возможных сложностях в России. В прошлые месяцы эти сведения уже поступали: разница состояла в том, что теперь на новости начали реагировать цены. Мне было очевидно, что события будут развиваться. Ни Россию, ни Таиланд, ни Корею за день не вылечишь — страх кризиса отразился в ценах. На второй неделе августа я на 130% вложил в короткую позицию. План сработал, в чем я, впрочем, не сомневался.

Когда вы закрыли короткую позицию?

Короткая позиция была закрыта на второй неделе октября. Когда-то я придумал несколько правил торговли, напечатал их и прикрепил к компьютеру. Так вот одно из них гласит: покупай в момент крайней слабости, продавай в момент крайней силы. Единственный способ распознать крайние точки — определить настроение участников рынка. Надо понять, что они ощущают — эйфорию или пессимизм, — а затем быстро действовать, потому что обвалы и взлеты часто происходят мгновенно. На второй неделе октября я понял, что рынок слаб до предела, а значит — самое время закрывать короткую позицию. Я целиком закрыл позицию в течение дня и перед закрытием торгов перевел 25% портфеля в длинную позицию.

Почему вы поменяли позиции именно в этот день? Случилось что-нибудь необычное?

Несколько акций, например Dell, утром того дня упали с 50 до 40, а к вечеру закрывались плюс 2-3 пункта к вчерашней цене.

Получается, вы купили акции по цене, заметно превышающей утреннюю?

Совершенно верно. Когда акцию трудно купить — это хороший знак для покупателя. Я разместил приказ на покупку Dell, когда он торговался по 42, сделка прошла по 45. Я понял, что иду по верному пути.

Вы используете рыночный приказ на покупку и ждете его исполнения или пытаетесь добиться совершения сделки по определенной цене?

Всегда продаю и покупаю по рыночным ценам. Ни разу не тратил времени на попытки купить по выгодной цене. Я настоящий подарок для брокера.

Вы сказали, что на 25% вложились в длинную позицию. Когда позиция была увеличена?

Если я решаю открывать длинную позицию после серии коротких, я всегда жду, не поступят ли «медвежь» новости и не окончится ли рост на следующий день. Если таких новостей не поступает и рынок не падает, я закупаюсь с бешеной скоростью.

А в тот раз?

Я переждал несколько дней. В конце недели поступила новая информация о банкротстве Long Term Capital. (Мультимиллиардный хедж-фонд, инвестировавший с необоснованно высоким кредитным плечом на рынке облигаций, потерпел огромные убытки, способные пагубно отразиться на функционировании финансовой системы в целом. См. интервью с Дэвидом Шоу.) Рынок на новости не отреагировал. Моя любимая стратегия сработала: пора было покупать. Мне сильно повезло: все нынешние лидеры были куплены тогда по ценам куда более низким, чем нынешние максимумы.

Значит, та сделка на деньги от заложенного дома, когда на карту было поставлено все состояние, стала началом успешной карьеры? Вы действительно отказались от заблуждений прошлого?

Почти. Я начал работать с бумагами, которые демонстрировали надежный рост. Покупал акции, растущие при восходящем тренде быстрее рынка. Решил, что буду ставить на них. Даже в дни падения заставлял себя покупать их. Оказалось, что они за неделю могут вырасти на пять пунктов — раньше, когда я покупал низкосортные бумаги, приходилось рассчитывать от силы на пять пунктов в год.

Я несколько раз оставался в убытке. И всегда потому, что слушал мнения профессионалов из отделов продаж. На Уолл-стрит главное — заткнуть себе уши. Мне приходилось работать с очень способными сейлз-менеджерами. Скажем, они говорят тебе: «Стюарт, обрати-ка внимание — великолепная сделка», — и ты думаешь, что в последнее время неплохо поработал, денег хватает и можно рискнуть. Спекуляция удастся — отлично, нет — сразу выйдешь из игры. Я не успевал оглянуться, как терял на сделке 20-30%. Боюсь, полезный урок до сих пор не усвоен.

Вы хотите сказать, что до сих пор не научились игнорировать мнение окружающих?

К сожалению. Я по натуре игрок: не могу не рисковать, но стараюсь себя ограничить. У меня отложена некоторая сумма специально для этого рода сделок.

Каков их результат? В среднем вы выигрываете или проигрываете?

В среднем результат нулевой.

Как из брокера вы превратились в фондового менеджера? Кстати, удалось тогда заключить хотя бы одну сделку?

Я наконец научился продавать, и работа пошла неплохо.

Чему именно вы научились?

Выяснять, что нужно клиенту, и изменять стиль общения с ним так, чтобы соответствовать его запросам.

А что нужно клиенту?

Быстро заработать, развлечься, блеснуть в разговоре, почувствовать, что он владеет тем, чем владеют все вокруг, — в общем, сотни причин, по которым люди идут на фондовый рынок.

А ваша задача — как можно более заманчиво представить акцию, несмотря на ее реальные характеристики?

Конечно. Это и есть работа брокера.

Вас не смущало, что не вполне достоверные сведения вы представляли как последнюю истину?

Разумеется, но это не было заведомой ложью, потому что я и сам понятия не имел, пойдет акция вверх или вниз. Впрочем, приукрашивать приходилось достаточно. Через некоторое время меня от этого занятия мутило.

Удалось найти другую работу?

После того, как на моем счету стало прибавляться денег, я начал советовать клиентам, исходя из собственного опыта. Часто это бывали акции, которыми наша компания не занималась. Один из клиентов, которому нравился мой стиль торговли, пригласил управлять портфелем их фирмы. Разумеется, я согласился. Если бы не эта возможность, пришлось бы опять уходить в никуда, потому что я чувствовал, что еще немного — и настанет утро, когда на эту работу меня не затащишь.

Что это была за компания?

Компания, занятая инвестиционным консалтингом, в управлении которой находилось \$300 млн., принадлежащих институциональным клиентам. У них была собственная стратегия инвестирования.

Вам разрешалось принимать собственные торговые решения или следовало исполнять указания руководства?

Можно было покупать любую акцию, лишь бы она отвечала принятым в компании инвестиционным критериям.

Каким именно?

Отношение цена/прибыль не должно было превышать 15. Прибыль была обязана расти как минимум на 20% в год. Другие требования касались балансовых отчетов и ликвидности.

Эти ограничения помогали или мешали?

Работать было очень неудобно, потому что круг компаний, из которых приходилось выбирать, оказывался чрезвычайно узким.

В какие акции инвестировать было нельзя?

Например, в Microsoft и Cisco, и приходилось покупать Novell или 3Com.

Из-за того, что их отношение цена/прибыль было выше 15?

Точно.

Покупка акций с низким коэффициентом цена/прибыль — это проигрышная инвестиционная стратегия?

Не сказал бы. Лично мне она не подходит, но, по-моему, любая разумная стратегия, если ее строго придерживаться, может дать неплохой результат.

На покупку акций для вашего личного счета тоже были наложены ограничения?

Разрешалось покупать любые акции кроме тех, что я приобретал для клиентов компании.

Насколько велика была разница в показателях между вашим счетом и счетами, которыми вы управляли для компании?

Рост на счетах компании равнялся всего 15-20% годовых; собственный счет увеличивался в год в среднем на 100%.

Вы не пробовали пойти к руководству и сказать: «Смотрите, вот счет, где я работал без ваших правил. Я мог бы сделать то же самое для компании».

Конечно, пытался, но они создали фирму специально под свой инвестиционный проект, клиенты платили деньги именно за эту философию. Клиент, как правило, не готов терпеть изменение торговых принципов.

Я, наоборот, люблю лавировать: выбираю стратегию, которая в данный момент работает лучше других. В конце концов у меня получился приличный счет, и можно было открыть свое дело. Я создал фонд с \$1,3 млн. — примерно половина денег принадлежала мне лично.

Где вы искали инвесторов?

Только среди знакомых. Никакого маркетинга не было.

Вы работаете в одиночку; поразительное обстоятельство, учитывая, что в управлении фонда находится \$150 млн. Вам кто-нибудь помогает?

Секретарша. Она приходит через день.

И все? Других помощников не требуется?

В прошлом году у меня работал один человек, замечательный парень (теперь у него своя фирма), но я сразу понял, что зря пригласил его.

Почему?

Очень неудобно, когда твое мнение не единственное. Я очень впечатлительный человек. Если я изо дня в день

сиджу рядом с коллегой, можно считать, что деньгами управляет он, а я не в состоянии самостоятельно мыслить. Я люблю тишину. Мне хватает телефонных разговоров, они и так занимают полдня. Не терплю совещаний — какой смысл усаживаться и обсуждать, почему акция падает? Хорошо, что секретарша работает через день: каждый второй день можно побыть в полном одиночестве.

Прекрасно вас понимаю: я тоже пишу дома, один. По-моему, когда рядом никого нет, проще целиком погрузиться в работу.

Конечно. Поэтому я и не набираю штат. Многие удивляются: «Как ты можешь один справляться с такими деньгами? Почему не хочешь расширить компанию?»

Что вы отвечаете?

Что до сих пор меня это устраивало. Главное — прибыль, а не количество нулей, которыми управляешь.

С такими отчетами о прибылях вы легко могли бы привлечь огромное количество денег.

Это все испортило бы. Высокие прибыли в моем случае возможны только в том случае, если активы не будут слишком громоздкими. Даже сейчас, если квартал бывает удачным, количество денег у меня в управлении резко увеличивается. Я хочу расширяться за счет прибылей — так проще приспособить торговую стратегию к увеличению активов.

То есть вам приятнее получить 50% от \$150 млн., чем 20% от \$1 млрд.?

Совершенно верно. Множество людей, отлично работавших, а потом резко увеличивших активы, обнаруживают, что лучшим годом был первый. Затем следует спад. Разумеется, доход остается огромным. Но я люблю видеть, что работаю с пользой. Приятно, когда и деньги

клиентов, и мои собственные постоянно растут. Абсолютно не хочется наживать состояние, разрушая чужой капитал. Я и так очень неплохо зарабатываю. Зачем жадничать?

Как вы считаете, опыт возможного банкротства оказался полезным с профессиональной точки зрения?

Безусловно.

Что он вам дал?

В этой работе, даже если у тебя дела идут идеально, нельзя давать волю эмоциям, иначе один телефонный звонок — и ты разорен. Однажды я чуть не рухнул в пропасть и полагаю, что воспоминание о тех днях удержит меня от такого телефонного звонка. Я знаю, насколько быстро сгущаются тучи. Любая акция может полностью обесцениться, это нужно осознавать очень четко.

В разговорах с потенциальными инвесторами я всегда обсуждаю собственные ошибки. Это важно для клиентов, потому что когда они передают свои деньги в управление, они хотят, чтобы управляющий был уже научен на собственных ошибках. Если человек не проигрывал, он рано или поздно проиграет. Если ты уже терял деньги, ты знаешь, что это такое, и будешь осторожнее.

Вы рассказывали о неверных шагах, сделанных в начале вашей торговой карьеры. Какие ошибки были совершены в более поздние годы?

В этом году в расчете на медвежий тренд я открыл большие позиции, не дождавшись, чтобы мое мнение подтвердилось поведением рынка.

Откуда такая уверенность в медвежьем тренде?

Меня сильно беспокоило увеличение процентных ставок. В прошлом высокие процентные ставки всегда связывались с более низкими ценами на акции, и я решил, что в этом году картина повторится. Оказалось,

что рынок среагировал на другие факторы. Я не дождался, пока рынок подтвердит мои опасения, и в результате очень быстро проиграл. В марте убыток составил 7%, для меня это существенное падение.

Еще какие-нибудь примеры?

В январе 1998 года я вложил в несколько акций компаний малой капитализации при их первичном размещении (IPO), которые в следующем после первичного размещения квартале показали на удивление плохой результат.

В чем состояла ошибка?

Не стоило связываться с неликвидными ценными бумагами, не проведя серьезного предварительного исследования.

Что подтолкнуло к покупке?

Настроение на рынке. Все с ума сходили по этим IPO, было много восторгов, но, как выяснилось, мало сведений о реальных прибылях компаний. Когда такие акции обесцениваются, они могут мгновенно упасть на 70% и больше. Было ощущение, что по портфелю пронесся ураган. В конце месяца убыток составил 12%, и я решил все продать. Одну акцию, купленную за 18, я продал за 2.

Если акции действительно обрушились так резко, не стоило ли оставить их на случай отскока? Что произошло с акциями после того, как вы продали их?

Они отросли, но не намного. Деньги, вырученные от продажи, пошли на акции, которые следовало бы купить сразу.

Значит, принципы были нарушены?

Да, в который раз. Я — как наркоман, который три года держится, а потом на углу натывается на продавца, и тот продает ему порошок. Это не значит, что я кого-то виню. Меня никто не принуждал, сам виноват, что

послушал чьих-то советов. Надеюсь, что этот раз будет последним. Я, кстати, очнулся довольно быстро и сразу перевел деньги в компании, которые соответствовали выбранным принципам, — хороший знак. К концу квартала все убытки были компенсированы.

Насколько я понял, держать падающую акцию не стоит, даже если она отскакивает вверх—деньги должны быть использованы более эффективно.

Вот именно. Очистив портфель и реинвестировав в солидные акции, я заработал больше, чем если бы сидел и ждал, когда отскочит дохлая кошка.

Вы беседуете с представителями самих компаний?

Я непрерывно ходил по компаниям, пока работал в той фирме инвестиционного консалтинга.

Это помогало в работе?

Не сказал бы. По-моему, они либо говорили мне то же, что всем остальным (и эти сведения уже были отражены в цене), либо лгали. Выяснить что-нибудь стоящее в этом случае — один шанс из ста, поэтому стоит ли тратить время и силы?

Вспомните какой-нибудь случай, когда руководство компании говорило неправду.

Примеров не счесть.

Выберите самый вопиющий случай.

Я был на конференции, где выступал представитель Autumn Software (псевдоним — *прим. авт.*). Они выпускали системы архивирования данных для всего мира. Руководство выглядело очень солидно, говорили разумно. Таких цифр я ни до, ни после этого не слышал. Акции стояли высоко, но я решил, что лошадка еще рванет вперед. Я купил полмиллиона акций — и они немедленно поползли вниз.

Я позвонил в компанию и спросил, что происходит. «Понятия не имеем, показатели лучше, чем в прошлом месяце». Наконец — меня тогда не было на работе — кто-то позвонил и сказал, что в Autumn только что объявили неудовлетворительные прогнозы на предстоящий квартал. Акции, которые в тот день закрылись по 30, утром открылись по 7. Удивительно: каждый раз, когда я с ними разговаривал, дела шли «все лучше и лучше». Я убедился в том, что на стороне узнать правду почти невозможно.

Может ли этот случай служить примером ситуации, когда вы нарушили еще одно свое правило: внимательно наблюдать за тем, как акция реагирует на информацию, и следить, не идет ли она вниз без видимых причин?

К несчастью для моих тогдашних работодателей, в те времена правило было еще не выработано.

После этого случая вы перестали общаться с представителями компаний?

Нет, я иногда им звоню. Стоит разговаривать, если акция упала очень низко: тогда они никому не нужны и с удовольствием беседуют с кем угодно. Есть надежда услышать о каком-нибудь катализаторе, благодаря которому акция пойдет вверх.

Какие качества обеспечивают успех трейдера?

Я думаю, что многие удачливые трейдеры - люди холодные, усидчивые и дисциплинированные. Забавно, но у меня самого ни одного из этих качеств нет. Я очень легко возбуждаюсь, работаю с меньшим усердием, чем полагается, и не слишком строго соблюдаю дисциплину. Свой успех я объясняю верой в собственную интуицию и умением быстро действовать. Это очень важно.

Получается, что вы компенсируете прочие недостатки умением в нужный момент спустить курок?

Да-да, именно так.

В чем состоит заблуждение большинства непрофессионалов, решивших работать на фондовом рынке?

Главное заблуждение — распространенное в наши дни мнение о том, что, торгуя на фондовом рынке, можно заработать на жизнь. Люди думают, что могут бросить работу и заняться акциями; большинство ждет жестокое разочарование.

Какие правила вы повесили на компьютер?

- Наберись терпения и жди, пока представится случай.
- Работай в собственном стиле, следуй собственным взглядам.
- Не совершай необдуманных сделок, особенно по совету других.
- Не ставь слишком много на одну сделку или одну компанию.
- Не отвлекайся, особенно в моменты движения рынка.
- Предупреждай, не догоняй.
- Слушай рынок, а не чужое мнение.
- Прежде чем ставить заявку, обдумай сделку, определи точки выхода и оцени соотношение прибыли/убыток.
- Закрывай позицию, если до конца не уверен в ней.
- Заставляй себя работать в направлении, противоположном настроениям большинства.
- Старайся распознавать повторяющиеся торговые модели.
- Смотри в будущее: оценивай перспективу на пол года-год вперед.
- Помни, что движение цен обгоняет движение макроэкономических факторов.
- Если рынок неадекватно реагирует на появление новых данных — это тревожный сигнал.
- Будь гибким, умей признавать ошибки.

- Твой выбор нередко будет ошибочным; учись быстро распознавать перспективные и проигрышные сделки.
- Производя расчеты, исходи не из цены, по которой купил акцию, а из вчерашней цены закрытия.
- Закрывать сделку с убытком легко, но не всегда разумно.
- Заставляй себя покупать в момент крайней слабости и продавать в момент крайней силы.
- Отставь в сторону все, что тебя отвлекает.
- Верь в удачу: возможности выиграть бесконечны.

Я знаю, что вы любите работать в одиночку, но, предположим, лет через пять вы решите сменить профессию и заняться кино. Станете ли вы готовить себе замену — человека, который сможет управлять фондом в соответствии с вашими принципами?

Я могу объяснить правила, которыми руководствуюсь в работе, но никогда не сумею научить другого действовать так же, как сам поступил бы в той или иной ситуации. Интуицию и личный опыт передать невозможно.

Вы уже достигли заметных финансовых успехов. Что теперь движет вами?

Азарт и огромное удовлетворение, которое я получаю от сознания того, что обеспечиваю людям надежное финансовое положение. Это удивительное чувство. У меня множество клиентов (некоторые моего возраста), которые благодаря моим усилиям чувствуют себя с финансовой точки зрения полностью защищенными.

Как вы переносите неудачи?

Сокращаю объем торговли. В этом случае можно быть уверенным: хотя много не выиграешь, много и не проиграешь. Своеобразный стоп-лосс. Это периоды отдыха. Если затем представится удачная возможность —

а она всегда появляется, — я с лихвой наверстаю потери от несовершенных в промежутке сделок.

Какой совет вы дали бы новичкам?

Либо ныряй с головой, либо не подходи близко. Нельзя отдаваться чему-либо наполовину.

Какие важные, на ваш взгляд, темы мы не затронули?

Для меня очень важно относиться к людям уважительно и справедливо. Наверное, для меня это стало так важно после собственного безрадостного опыта работы в Нью-Йорке. Как бы там ни было, я всякий раз стараюсь обращаться с людьми уважительно — и эти усилия вознаграждаются с лихвой.

Стюарт Уолтон не мечтал в детстве о финансовых рынках, не проявлял особых склонностей к математике и анализу. Он настолько эмоционален, что несколько раз совершал профессиональные ошибки, стоившие ему всего или почти всего состояния. Между тем, этот человек добился в торговле успехов, причем успехов почти невероятных — каким образом? Причин тому пять.

Настойчивость. Многочисленные неудачи не остановили его.

Склонность к самоанализу. Он осознал главный свой недостаток — повышенное внимание к чужому мнению — и принял меры к тому, чтобы эта черта характера не вредила работе. Уолтон работает в одиночку. Очень редко он позволяет себе совершать сделки по совету посторонних, и на эту рискованную игру выделена малая, не сопоставимая с основным капиталом сумма.

Методология. Уолтон смог торговать успешно, как только разработал собственную философию и методологию.

Гибкость. Уолтон начал профессиональную деятельность, продавая акции успешных компаний и покупая дешевые бумаги. Однако затем, проявив изрядную гибкость, сменил стратегию на противоположную, положив в основу новой методики собственные наблюдения над устройством рынка. Если акция, которую он продал, растет, он без колебаний вновь покупает ее по более высокой цене. Если Уолтон видит, что ошибся в выборе акции, он продает ее, несмотря на то, что цена заметно снизилась по сравнению с ценой покупки. Свою стратегию он приспособливает к текущему состоянию рынка. По словам Уолтона, «сегодня всем правит тренд, а завтра многое зависит от оценки акций».

Талант диагноста. У каждого из великих трейдеров есть свой особый талант. Уолтон, обладая информацией о рынке, не отличающейся от сведений, которые легко может получить любой непрофессиональный инвестор, умеет распознать направление рынка в целом: бывает, что готовящийся тренд предстает перед ним как явление непреложное. Подобное умение диагностировать рынок, скорее всего, — качество врожденное, а не приобретенное. Представим себе двух врачей, учившихся в одном университете, обладающих равным запасом знаний, работающих в одной больнице: очевидно, что способность одного ставить диагноз может заметно превосходить аналогичное умение другого.

История Уолтона — пример того, что неудачи в начале пути не исключают блестящих успехов в будущем. Наконец, его биография — еще одно яркое свидетельство необходимости прислушиваться только к собственному внутреннему голосу, невзирая на все уверения окружающих.

****• НОВОЕ О СТЮАРТЕ УОЛТОНЕ -**

Уолтон ушел с рынка в разгар бурного восходящего движения цен; у него за плечами остались восемь блестящих лет, в течение которых его среднегодовая прибыль в процентах измерялась трехзначными цифрами. Он вернулся в торговлю во времена расцвета медвежьего тренда (январь 2001 г.), непривычного для человека, несколько последних лет не занимавшегося акциями. За двадцать один месяц работы капитал Уолтона, так же, как и индексы, падал: его показатели на 6% хуже результатов S&P 500 и на 4% лучше результатов Nasdaq. В приведенном ниже интервью мы обсуждали причины столь резкого ухудшения результатов, а также корректировки, которые Уолтон счел нужным внести в свои принципы.

Вы восемь лет управляли деньгами, имея невероятные прибыли, затем взяли отпуск и, вернувшись, год работали в убыток. Что произошло?

Когда в середине 1999 года я прекратил торговать, *Nasdaq* не достиг еще фазы безумного роста. Он рос на 20% в год, а затем всего за восемь месяцев подскочил на 75%. Я пропустил взрыв цен и время эйфории на рынке. Последовавший за тем период «лопнувшего пузыря» тоже прошел мимо меня. Я вернулся в 2001 году, не пройдя вместе с рынком путь от взлета к падению и не умея в должной мере оценить степень эмоционального потрясения, пережитого в 2000 году. Последние сделки я совершал в 1990-х. Тогда, чтобы выиграть, приходилось лавировать вместе с рынком, открывать то длинные, то короткие позиции, вслушиваясь в его ритм. И вместо того, чтобы открыть большую позицию в направлении тренда, я пытался по-прежнему действовать в обоих направлениях. Теперь, оценивая прошедший год, я понимаю, что пострадал из-за отсутствия перспективы.

Множество индикаторов, на которые мы полагались десятки лет, на теперешнем медвежьем рынке не работа-

ют, и профессиональные трейдеры чувствуют свою полную беспомощность. Беда в том, что большинство из нас ничего подобного не переживало, и едва ли наберется много трейдеров, видевших, как лопнул предыдущий пузырь. Ближайшая аналогия современному состоянию рынка — 1930-е годы в Америке или 1990-е в Японии.

Вы считаете, что нынешний медвежий рынок окажется не короче, чем те два?

Сравнение нельзя назвать безупречным, поскольку современная американская экономика развита не в пример лучше, чем экономика США в 30-е годы или японская экономика последних 10-15 лет. В то же время я считаю, что падение цен на фондовом рынке не прекратится до тех пор, пока полностью не сотрется память о бычьем рынке 1990-х годов. На рынке до сих пор много людей, скупающих технологические акции.

Стоит один раз внимательно изучить деятельность технологических компаний — отрицательные доходы, огромный долг, переоцененные акции — и к ним близко подходить не захочется. Но каждый раз, стоит им слегка отрасти, число желающих купить их увеличивается. Почему? Да потому, что люди все еще помнят, как в 1990-х годах эти бумаги с \$10 подскочили до \$200. Напоминает историю с пишущими машинками на пороге компьютерной эры. Инвесторы привыкли вкладываться в пишущие машинки, так что никакая компьютерная революция не могла убедить их не покупать акции Smith Corona, хотя их акции упали чуть ли не до нуля. Такое же соотношение наблюдается сейчас между технологическими акциями и акциями компаний традиционной экономики.

Еще одно обстоятельство, заставляющее меня ожидать продолжения медвежьих тенденций, — реакция рынка на 11 сентября. Трудно представить более жуткое происшествие, между тем, рынок близко не подошел к минимумам, зафиксированным в прошлые годы, осо-

бенно во времена кризисов. Я понял, как невероятно медленно движется процесс падения. Всякий раз, когда подъем заканчивается и рынок опускается к новому минимуму, как это случилось недавно, когда был пробит минимум сентября 2001 года, все больше людей теряют иллюзии. Впрочем, до крайних точек еще далеко, а значит, движение продолжится.

Что имеется в виду под крайними точками? Крайне низкая оценка стоимости компаний?

Да, минимумы в сентябре 2001 года и даже еще более низкие цены в июле 2002 года, тем не менее, намного выше аналогичных показателей прежних медвежьих рынков. Но я имею в виду также меру крайних эмоций, скажем, отношение оборота растущих акций к обороту падающих. Эти цифры в период после 11 сентября и после июльских событий не идут ни в какое сравнение с результатами прошлых лет, именно поэтому я думаю, что реакция на крайности 1990-х годов продолжится. В то же время я считаю, что если рынок ожидает солидный трехмесячный рост, моя задача — принять в нем участие, несмотря на уверенность в продолжении тренда в целом.

Как узнать, что готовит нам рынок — скачок, который закончится через неделю, или достаточно продолжительный рост?

Продолжительный рост технически определяется множеством пробитых линий трендов и увеличением оборота по акции. Я привык рассматривать только данную акцию в данный конкретный день. Я не заявляю: начинается трехмесячный рост — открываем длинную позицию. Я изучаю характеристики акции, технические показатели акции и сектора, общий рыночный фон, и если все эти составляющие выглядят неплохо, могу купить акции и держать до тех пор, пока любой из компонентов не изменит характер.

Вы всегда используете стоп-лоссы?

Да-

Почему они не сработали в 2001 году?

Я работал со стоп-лоссами, но был один ужасный месяц (февраль), когда они срабатывали дважды для всего портфеля. Крупнейшие компании упали на 50-70%, я купил набор таких акций, они упали еще на 10% — и я закрылся. В том же месяце я еще раз попробовал купить тот же набор акций, и снова сработал стоп-лосс. Сейчас я контролирую риск как по отдельной акции, так и по портфелю в целом. Если портфель за месяц падает на 5%, то я значительно сокращаю позицию. Если он падает на 10%, то все переводится в наличные.

Вам не удалось должным образом оценить риск портфеля в целом; какие еще существенные ошибки вы совершили после возвращения на рынок?

Не учел, до какой степени меняется на медвежьем рынке соотношение прибыль/риск. Скажем, вы выбрали акции фармацевтической компании, потому что провели тщательное исследование и пришли к выводу, что с вероятностью 80% их лекарства будут официально рекомендованы к использованию. Так вот, на нынешнем медвежьем рынке, даже если вы верно оценили все шансы, сделка может оказаться неудачной, поскольку при хорошем исходе акция вырастет всего на 5%, тогда как при плохом — упадет на 50%.

Постарайтесь определить наиболее важный урок, усвоенный вами за время трудного 2001 года?

Совершать только те сделки, в которых уверен, не торговать, когда торговля не идет.

Вы торгуете меньше, чем раньше?

Намного меньше. Я просмотрел сделки, совершенные в прежних моих хедж-фондах, и оказалось, что в пе-

риоды наивысшей торговой активности мои результаты никогда не достигали максимума. Скорее, максимума достигали эмоции. Чрезмерно эмоциональный подъем, неоправданно большое количество сделок, неверные стратегические решения. Я и сейчас люблю спонтанность, но стараюсь более тщательно взвешивать «за» и «против» прежде чем отдать торговый приказ.

СТИВУОТСОН

КАК «ВЫЗВОНИТЬ» ПРИБЫЛЬ

Пуститься в рискованное предприятие для Стива Уотсона — обычное дело. Он любит вспоминать, как в детстве вместе с двоюродным братом ловил змей в горах Озарк. В 11 лет юные охотники решили, что настало время от безобидных особей перейти к «настоящим», ядовитым. Стиву с братом удалось выследить двух водяных мокасиновых змей. Одной рукой змею следовало прижать палкой ко дну, другой — крепко схватить за голову, не давая повернуть шею. Было решено победно тащить добычу домой, в бунгало, где семья жила на каникулах, примерно в миле вниз по течению. Пройдя с полмили по каменистому ручью с тяжелой ношей в руках и устав удерживать в неподвижности извивающиеся скользкие тела, братья приуныли: «Похоже, развлечение не удалось». Наконец ладони разжались сами собой и, швырнув змей в воду, мальчишки со всех ног ринулись к берегу. В сравнении с этим приключением покупка и продажа акций на рынке всегда казалась Стиву Уотсону весьма мирным занятием.

Опасных поворотов было немало и в профессиональной жизни Уотсона. Проработав два года брокером и поняв, что добьется успехов на фондовом рынке только живя в Нью-Йорке, он уволился и переехал, не имея ни связей, ни могущественных друзей, ни особых заслуг в

резюме. Не было никаких разумных оснований для того, чтобы этот юноша преуспел, — никаких, кроме решимости и упорства. Проходит еще несколько лет, и Уотсон снова пишет заявление об уходе: на этот раз обеспеченной должности в крупной финансовой организации он предпочел полную непредвиденных случайностей работу управляющего собственным хедж-фондом. Начальный капитал был так мал, что его не хватало даже на аренду офиса.

На фондовом рынке, однако, Уотсон ведет себя крайне осмотрительно: он готов принять неизбежный риск, но не собирается увеличивать его степень. «Любая торговля — это риск, — говорит он. — Дожидаюсь абсолютно безопасной сделки, человек проведет в бездействии всю жизнь». В то же время Уотсон намерен строго контролировать риск своих торговых операций. Его чистая длинная позиция составляет, как правило, не более 50% активов, а подчас еще меньше. За четыре с половиной года, прошедших с основания фонда, крупнейшие падения капитала с максимума до последующего минимума ограничивались 4%, та же цифра описывает уровень среднемесячной прибыли его фонда, подсчитанной после вычета комиссионного вознаграждения. Подобное отношение прибыли к риску ставит Уотсона в ряд лучших современных фондовых менеджеров.

Один из главных выводов, которые мне удалось сделать, собирая материал для «Магов рынка», вкратце сводится к следующему: сколько бы методов и стратегий ни перепробовал трейдер, успеха он добивается только тогда, когда подчиняет свои поступки философии, основанной на собственном мироощущении. Конек Уотсона — общение, его торговля строится на постоянном сборе информации. На вопрос, не сложно ли беседовать с совершенно незнакомыми, не всегда доброжелательно настроенными людьми, Уотсон ответил: «Мой отец — любимчик в любой компании. Знаете, чему он нас учил? Когда говоришь с незнакомцем, представляй, что перед тобой твой луч-

ший друг. Я следую его совету и, как правило, люди действительно раскрываются, идут навстречу».

Наше интервью проходило в конференц-зале Манхэттенского офиса фонда. Уотсон с удовольствием рассказывал о себе; легкий акцент выдавал в нем уроженца Арканзаса.

В каком возрасте вы заинтересовались фондовым рынком?

У нас в семье никто не читал Wall Street Journal, не покупал акции и не инвестировал в паевые фонды. До колледжа я понятия не имел о том, что фондовый рынок существует. В Арканзасском университете был курс по основам инвестирования, интерес пробудился после него.

Что именно вам понравилось?

Собирать материалы об акции. В качестве курсовой работы мы должны были представить отчет об одной из акций, по выбору. Наша группа остановилась на акции местной компании коммунального обслуживания, у которой в тот момент не все ладилось. Мы провели анализ и пришли к выводу, что компания находится в самом плачевном состоянии. В докладе мы собирались ее разгромить.

Но вот за день до доклада кому-то пришла в голову блестящая мысль: сходить в брокерскую контору и послушать, что скажут там. Брокеры расписали акцию в самых радужных красках: по их информации, данные были обнадеживающими, и рекомендация гласила «покупать». Кем мы тогда были? Кучкой юнцов, только начавших постигать основы, а эти парни получали солидное жалование и уж конечно, должны были знать свое дело. В общем, мы им поверили, переписали работу и перекрасили черное в белое, хотя по нашим сведениям выходило ровно наоборот.

А на следующий день профессор изорвал наш доклад на кусочки. «Это ужасная компания!» — вот что он нам сказал и привел целый ряд доказательств — тех самых,

которые мы включили в свой первый вариант. Ну а нам пришлось это скушать (*смеется*)!

Что случилось с акцией?

Упала. Это был первый и главный урок, который преподнес мне фондовый рынок: верь себе.

Вы решили сделать профессией фондовый рынок исключительно благодаря тому курсу?

Да. После университета я поехал в Даллас — единственный большой город, в котором раньше приходилось бывать, — и попытался устроиться брокером. Я думал, что брокеры только и заняты управлением деньгами и игрой на рынке. Довольно быстро выяснилось, что основное занятие брокера — поиск клиентов, а я по натуре своей совсем не склонен заниматься продажами. Самый крупный мой клиент появился в октябре 1987 года совершенно случайно: его собственный брокер не брал трубку — это были дни кризиса, и бедный парень, надо думать, не мог заставить себя общаться с клиентами, — и я оказался единственным, кому этот человек сумел дозвониться.

Я помню, как позвонил отцу через пару лет такой работы: «Знаешь, мне не нравится быть брокером. С утра до вечера названиваешь людям и стараешься всучить бумаги, которые им даром не нужны». Короче говоря, я понял, что надо уходить. Я знал, чем хочу заниматься: управлением капиталом. Работу, которая мне подходила, ищут в Нью-Йорке, так что пришлось переехать.

Насколько удачно вы выбирали акции, будучи брокером?

Получалось очень неважно.

Почему вы решили, что сумеете управлять капиталом?

Я и не собирался сразу же приниматься за управление. Для начала надо было проникнуть в круг профессиона-

лов. У меня такой характер: решил — делаю, несмотря на все трудности. Иначе никогда ничего не достиг бы.

Знакомых у меня в Нью-Йорке не было, а резюме — 2,7 GPA в университете Арканзаса и два года опыта работы брокером — едва ли кого-нибудь впечатлило бы. То ли дело парни, которые окончили Гарвард или работали в Goldman Sachs. Так что прежде чем выбиться в люди, пришлось попотеть. Я пошел в страховую компанию заниматься кредитным анализом, на это можно было прокормиться, к тому же появлялся кое-какой аналитический опыт. Одновременно подал документы в бизнес-школу при университете Нью-Йорка, но не поступил. Тогда пошел на семестр в университет Фордхама, сдал сессию на «отлично» и оттуда уже перевелся.

После окончания учебы я долго ходил на собеседования к менеджерам различных хедж-фондов — полезное занятие, которое дает представление о том, чем занимаются в разных местах. В конце концов поступил на работу в Bankers Trust, в отдел малой капитализации, осуществляющий инвестиции в акции компаний малой капитализации. Раньше я с ними не работал, но меня приняли, потому что в этой области я был неплохо осведомлен. Сидел до трех часов ночи и выискивал акции через Блумберг. Досконально изучил чуть ли не все входящие в листинги биржи акции с уровнем рыночной капитализации ниже \$300 млн.

Почему вы решили заняться компаниями малой капитализации?

Я всегда их любил, наверное, потому, что не умею работать с акциями типа Microsoft или Intel. В этих компаниях до финансового директора не доберешься. А я еще в колледже привык звонить финансовым директорам, говорить, что пишу курсовую об их компании, и собирать информацию. У меня дома целый шкаф был забит материалами.

Каковы были ваши обязанности в Bankers Trust?

Я был правой рукой Билла Ньюмана: помогал руководить одним из двух фондов малой капитализации. Он давал потрясающую свободу. Я мог воплощать любую стоящую идею! Я почти самостоятельно управлял портфелем, и Ньюман не одобрял мой выбор очень редко. К сожалению, он уволился через три месяца после того, как пришел я. С его заместителем мы не сработались: у нас разная инвестиционная философия.

В чем состояло различие?

Новый шеф — кстати, с точки зрения выбора акций он был полным нулем — играл на кратковременных изменениях цены: покупал акции с высоким отношением цена/прибыль — акции, стоимость которых во много раз превышает прибыль на одну акцию. Ну, а я привык работать с недооцененными акциями: прежде чем купить, провожу самое тщательное исследование компании. Через полгода я ушел, снова долго устраивался и наконец стал работать на Friess Associates в их фонде Brandywine Fund.

Какого рода работу вы выполняли?

Официально меня приняли на должность консультанта, потому что я работал в филиале. В то время штаб-квартира находилась в Вильмингтоне, Делавэр, а я сидел в Манхэттене. Но в Friess принято, чтобы сотрудники, ведущие анализ, одновременно управляли портфелями. Свой метод они называли «свинья у корыта». Если ты нашел акцию, которую хочешь купить, — сначала убеди коллегу, чтобы он ликвидировал часть своих бумаг и освободил место в портфеле: если свинья хочет добраться до кормушки, ей надо прежде оттолкнуть другую свинью.

Сколько времени вы проработали на этом месте?

Почти два года.

А почему уволились?

Активы фонда очень быстро росли. Мне интересны акции малой капитализации, но у фонда появились большие активы, не хотелось возиться с компаниями малой капитализации. Интерес сосредоточился исключительно в сфере средней и крупной капитализации, а с ними мне трудно работать, поскольку финансовые директора редко идут на контакт. К тому же с ростом активов увеличилось число аналитиков. Когда рядом еще четырнадцать таких же, как ты, твои достижения для фонда почти не имеют значения. Я люблю, чтобы эффективность работы зависела лично от меня. Так что я решил уволиться и организовать собственный фонд.

Откуда появились деньги?

В то время мои собственные сбережения составляли всего \$20 тыс. Я пошел к финансовым директорам, которым раньше помогал работать на их личных счетах, они покупали по моему совету акции и оказывались в хорошем выигрыше. Правда, собрать удалось немного, всего \$700 тыс., я же говорил, что не умею заниматься саморекламой. Но для открытия фонда денег хватило.

Где вы брали средства на покрытие операционных расходов?

Мне невероятно повезло. Эд Макгвин — человек, у которого я в то время снимал офис, — решил мне помочь. Он знал, что у меня нет собственных денег на помещение, поэтому дал мне его бесплатно. Крохотная комнатка, наверное, самый маленький офис в мире (12 на 5 футов), но без него я бы пропал. Он даже оплатил месячные расходы на Блумберг.

Мне показалось, что в первый год работы фонда процент капитала, вложенного в акции, значительно — чуть ли не в два раза — превышал показатели последующих лет. Это так?

В первый год работы я иначе строил стратегию риск/прибыль, поскольку управлял суммой меньшей, чем \$1 млн. Я мог позволить себе иметь суммарный портфель, составляющий 70-80% от общего размера капитала; отдельная акция иногда составляла целых 5 или 6% активов. В результате процентная прибыль в тот год описывалась трехзначной цифрой.

Как вы выбираете акции?

У нас два фонда: микрофонд, который инвестирует в компании с рыночной капитализацией ниже \$350 млн., и фонд малой капитализации, инвестирующий в компании, чья капитализация составляет от \$350 млн. до \$1,5 млрд. В обоих фондах мы в первую очередь обращаем внимание на относительно дешевые компании — торгующиеся при коэффициенте цена/прибыль от 8 до 12. Внутри этой группы мы пытаемся выявить компании, к которым инвесторы в ближайшее время изменят отношение. Как правило, это компании, испытывающие в настоящий момент затруднения, которые им вот-вот удастся преодолеть. Мы стараемся получить информацию этого рода раньше, чем она станет общедоступной.

Каким образом?

По телефону. Мы очень много общаемся с представителями компаний, в этом состоит основная разница между нами и большинством хедж-фондов. Двое моих сотрудников тратят две трети рабочего дня на организацию телефонных разговоров с руководством компаний; еще пять аналитиков буквально с утра до вечера беседуют с финансовыми директорами.

Если хочешь заработать, нельзя сидеть сложа руки и ждать, когда компания выпустит новый товар. К тому времени акция подорожает в три раза. Мы пытаемся улучшить результат по сравнению со среднерыночным, проводя собственные исследования. Когда работаешь с очень дешевыми акциями, торгующими-

ся с цена/прибыль от 8 до 12, любое изменение может кардинально отразиться на цене.

Я полагал, что финансовые директора должны при любых обстоятельствах расхваливать свою компанию. Разве не так?

Вы правы. Нельзя принимать на веру все, что тебе рассказывают. У большинства финансовых директоров есть склонность преувеличивать успехи своих фирм. Поэтому так важно разговаривать с дистрибьюторами, клиентами компании и ее конкурентами. Если мы решили приобрести акцию, мы всегда обращаемся не только в компанию, но также к людям, которые продают их продукцию и пользуются ей.

Чему вы учите аналитиков, которым предстоит брать телефонные интервью?

Главное — внушить собеседнику симпатию. Никогда не критикуй финансового директора, не давай ему советов, иначе он едва ли согласится переговорить с тобой снова. Важно уметь задавать правильные вопросы. Нельзя спрашивать напрямую: «Какая прибыль ожидается у вас в этом квартале?» — разумеется, он не ответит. А вот если спросить, как повлияет на состояние фирмы деятельность конкурентов, собеседник, вполне возможно, даст очень ценные сведения. Мы — сыщики. Мы по кусочкам собираем информацию там, где ее проглядели остальные, а затем складываем картинку и получаем прибыль.

Какие еще характеристики акции важны для вас при покупке?

Низкая цена и перспективы ближайших изменений — ключевые компоненты. Кроме того, хорошо, если есть сведения об инсайдерских покупках руководством фирмы — это знак, подтверждающий грядущие перемены к лучшему.

Вы регулярно изучаете данные об инсайдерских покупках?
В общем, да, но лучше этого не пишете.

Почему?

Не хочется выдавать секреты.

Разве это секрет? Во многих интервью, которые я брал для книги, трейдеры говорили, как важна информация об инсайдерских покупках при выборе акции.

Я два раза искал работу в финансовых кругах и прошел собеседование, наверное, фирмах в восьмидесяти. Помню, меня поразило, какое значение придают менеджеры хедж-фондов разным графикам и информации, которую им поставляют продавцы (аналитики брокерских фирм); при этом об инсайдерских покупках речь вовсе не шла. Мало того, эти менеджеры мне говорили, что учитывать покупки инсайдеров могут только кретины (*смеется*)

Инвестиции в акции — это не математика, здесь нет точности. И все-таки чем больше полезных сведений соберешь, тем сильнее вырастут шансы. Если мы поговорим с директором компании, инвестиционное решение будет более обоснованным, чем если мы не поговорим с ним. Если мы выберем компанию с высоким значением инсайдерских покупок, это не значит, что ее акции обязательно пойдут вверх, но шансы на успех будут выше.

Вы хотите сказать, что не пользуетесь ни графиками, ни исследованиями специалистов брокерских фирм?

Я не видел графиков 99% акций, которые покупал для фонда.

В чем причина вашей нелюбви к графикам? Вы пробовали с ними работать и пришли к выводу, что игра не стоит свеч? Или просто не интересовались этой областью финансового знания?

Слишком много людей ими пользуются. Если методом пользуется большинство, он перестает быть выгодным лично для меня.

А исследования, проводимые брокерскими фирмами? Ими вы тоже никогда не пользуетесь?

Я изучаю оценки прибылей, которые дают аналитики, поскольку моя задача — понять, насколько реальное функционирование компании отличается от общепринятого взгляда. Но мне не приходит в голову звонить продавцам, чтобы выслушать их мнение об акции. Поймите меня правильно: есть великолепные аналитики, которые работают в брокерских фирмах. Но у меня твердый принцип: настоящую ценность имеет только собственное исследование, проделав которое, ты принимаешь решение, покупать или продавать.

Если я куплю компанию по рекомендации аналитика, а акция вдруг упадет на 20%, все мои действия будут зависеть от информации, которую этот аналитик захочет мне дать. Я позвоню, он скажет: «Все отлично», — и я не смогу его проверить, ведь финансовый директор понятия не имеет, кто я такой и не станет со мной разговаривать. При этом с десятью другими людьми, с которыми у компании сложились отношения, директор беседовать будет. А если бы я заранее установил с компанией связи, возможно, мне он первому дал бы нужные сведения.

С другой стороны, люди, продающие собственные услуги, не могут быть беспристрастными; аналитику диктует условия инвестиционный банк. Если брокерская фирма получила несколько миллионов долларов, став андеррайтером акции, маловероятно, чтобы аналитик дал неблагоприятное заключение, даже если ему очевидно, что у компании серьезные трудности. У наших аналитиков в фонде есть друзья в брокерских фирмах — так вот их буквально принуждали давать рекомендации к покупке акций, которые они сами считали бросовыми.

Допустим, что акция торгуется при отношении цена/прибыль между 8 и 12 и основные характеристики вас устраивают. Как выбирается время для покупки? Раз вы не пользуетесь графиками, никакие методы тайминга на основе технического анализа для вас не приемлемы.

Чтобы акция выросла, нужен катализатор.

Какой, например, катализатор заставил вас купить акцию?

Самый последний пример — история с Amerigon. Две недели назад они сообщили, что подписано пятилетнее соглашение с Ford Motors о выпуске вентилируемых автомобильных сидений. В пресс-релизе не было точных сведений о размере контракта. Но мы поговорили с людьми и в самой компании, и в Ford и теперь знаем, что контракт огромный. У нас также есть информация о подготовке подобных соглашений с другими автомобильными фирмами.

Еще какой-нибудь пример катализатора.

Изменение в деятельности компании, способное привести к быстрому увеличению прибыли. Скажем, у нас открыта длинная позиция по Windmere — они выпускают продукцию для ухода за телом, в частности, фены для волос. В прошлом году они купили отделение Black-ScDecker и заметно переплатили. Их прибыли снизились из-за операционных расходов, связанных с этим новым отделом. Мы купили акцию совсем недавно, когда поступила информация о закрытии в ближайшем будущем всех не приносящих прибыли подразделений, — операция, которая позволит сократить расходы, а значит, увеличить, по сравнению с предполагаемой, реальную прибыль в грядущем квартале.

Что еще может служить катализатором?

Иногда в роли катализатора выступает новый товар. Одна из наших наибольших удач прошлого года — акции

LTXX, производителя полупроводников. Они выпустили новую продукцию, а мы из разговоров с их клиентами знали, что продажи будут отличными. На Уолл-стрит этими сведениями не располагали, поскольку продукт был только что запущен и в отчете о прибылях за прошлые месяцы не упоминался. Когда прибыли стали расти по сравнению с прогнозами, акция резко взлетела.

Если вы покупаете акцию и она идет вверх, насколько быстро позиция закрывается?

Быстрее, чем следовало бы (*смеется*). У нас в портфеле идет непрерывная ротация акций. Если акция была куплена по цене, в десять раз превышающей прибыль, то к тому моменту, как цена превысит прибыль в двадцать раз, позиция, как правило, будет закрыта. Деньги будут переведены в другую акцию с аналогичными характеристиками — таким образом, соотношение риск/прибыль сохраняется на минимальном уровне. Возьмем ту же LTXX. Мы купили акцию где-то по \$5 и закрылись, когда она поднялась до \$15, хотя по нашим прогнозам прибыль компании должна была еще возрасти. Сегодня она торгуется по \$45. Для нас это очень типично. Мы всегда закрываемся раньше, чем нужно, правда, это же свойство оказывается полезным во времена падения рынка, поскольку у нас не бывает длинных позиций по акциям с высоким соотношением цена/прибыль, которым, как известно, в период коррекции приходится хуже всего.

Если вы купили акцию, а она не движется ни вверх, ни вниз, в какой момент вы решаете продать?

Если вложенные деньги не приносят прибыли и события, которых я ожидал, не происходят, самое разумное — закрыть позицию.

Иными словами, вы закрываетесь, как только становится ясно, что факторы, которыми вы руководствовались при покупке, оказались недействительными?

Или как только мне в голову приходит новая идея. У нас ограниченное количество денег. Так что приходится выбирать и, естественно, стараешься инвестировать в лучшее.

Сколько у вас обычно открыто позиций?

Больше ста. Мы стараемся, чтобы каждая из позиций по объему была небольшой. Самая крупная составляет примерно 3% активов, но это редкость. Короткие позиции по величине раза в два меньше.

Каково соотношение длинных и коротких позиций?

Чистая длинная позиция составляет в среднем 20-50% от общего капитала, находящегося в управлении. Если я считаю, что рынок будет заметно падать, она сокращается. Сейчас длинная позиция равна 80%, короткая — 40%: ситуация очень типичная. Наши короткие позиции до сих пор были достаточно велики, в будущем, я думаю, традиция продолжится. Частично такая стратегия связана с моими личными качествами — я по натуре медведь.

Прирожденный медведь на величайшем в истории бычьем рынке — боюсь, вам пришлось нелегко. Откуда в вас эти медвежьи наклонности?

Как видите, несмотря ни на что, мы неплохо работаем. Я тоже думал, что медведям на нашем рынке не место, но сейчас (март, 2000) похоже, что в некоторых секторах вроде интернет-компаний или технологического сектора, люди просто посходили с ума. Цены зашкаливают. Массовое помешательство, оно уже было на рынке: вспомните Россию пару лет назад, вспомните Японию в 1980-х годах, рынок недвижимости в 1970-х, голландскую «тюльпанную лихорадку» в XVII веке. Сейчас каждый встречный делает деньги на этих акциях, настроение большинства, безусловно, тянет за собой участников рынка. Пока цены растут, за этот мощный локомотив очень приятно це-

пляться, но весь вопрос в том, что делать, когда локомотив остановится и развернется, как это обычно бывает на рынке.

Добрались мы до наивысшей точки или доберемся через три года? Я не знаю ответа на этот вопрос. Мое дело — управлять ситуацией на тех участках, где она мне подвластна. Я знаю, скольким финансовым директорам и клиентам я могу позвонить за день, но куда пойдет рынок — не мне решать.

Как строится разговор с финансовыми директорами компаний, по которым открыта короткая позиция? Едва ли они с удовольствием беседуют с менеджерами, занятыми продажей их акций.

Сказать по правде, мы уже не разговариваем с финансовыми директорами фирм, на чьи акции открываем короткие позиции.

Трудно найти контакт?

Нет, просто несколько лучших коротких позиций после таких разговоров сорвалось. Были случаи, когда, переговорив с финансовым директором и поверив тому, что «все отлично», я решал не продавать, а потом кусал локти, потому что акции буквально обваливались. Теперь, если решено открывать короткую позицию, мы подробно беседуем с клиентами, поставщиками и конкурентами.

На какие акции открываются короткие позиции?

Разумеется, на дорогие — акции компаний, чья цена в 30—40 раз превышает прибыль, или те, у которых вообще нет прибыли. Внутри этой группы мы стараемся выделить компании с порочным бизнес-планом.

Какой-нибудь пример порочного бизнес-плана.

Мои любимцы для коротких позиций — компании, которые выпускают один вид товара: товар не идет, и компании не на что опереться. Еще одно преимуще-

ство работы с такой компанией: легко проверить размеры продаж. Прекрасный пример — Milestone Scientific. Фирма предлагала стоматологам безболезненный эквивалент уколов новокаина. Идея сама по себе была отличной, и мы рассматривали возможность купить акции. Наш сотрудник пошел на презентацию и набрал кучу визиток — там собрался весь цвет медицины. Один из лучших аналитиков Уолл-стрит, исследовавший эти акции, заявил, что каждый стоматолог купит по пять таких наборов, прибыли предполагались колоссальные.

Я съездил в офис компании в Нью-Джерси. Оказалось, что весь их штат — три человека, которые просто пользовались услугами сторонних производителей. Мы стали звонить дантистам: выяснилось, что средство далеко не так удобно, как было заявлено в рекламе: во-первых, болевые ощущения остаются, во-вторых, действует медленнее, чем новокаин. К тому же оказалось, что компания продает лекарство с гарантией возврата денег. Все продажи записывались в выручку без учета возможных возвратов товара с требованием вернуть деньги.

Мы поговорили с производителем, у которого компания размещала заказы. Оказалось, что заметное количество товара было возвращено покупателями на склад; часть сделанных заказов была отменена. Стало очевидно, что спрос со стороны покупателей резко упал. Я никогда не видел, чтобы реальность и прогнозы Уолл-стрит так расходились.

Что произошло с акцией?

Упала ниже \$1.

Как вам удается «разговорить» производителей и выудить из них всю эту ценную информацию?

Главное — начать разговор, тогда у вас есть шанс хоть что-нибудь узнать. Я всегда повторяю аналитикам: «Звоните. Возможно, вы не услышите ничего ценного, но гарантирую: если вы не позвоните, то наверняка не

услышите ничего ценного». В истории, которую я вам рассказал, производители сначала с удовольствием помогли, но потом поняли, ради чего мы стараемся, и перестали отвечать на звонки. Правда, к тому времени мы уже располагали всей нужной информацией.

Что вы говорите производителю, если приходится ему звонить?

Правду. Говорю, что я фондовый менеджер и что исследую деятельность компании и отрасли. Бывает, что мы звоним в компанию и просим назвать имена их основных клиентов, которые могли бы помочь оценить качество товара.

Разве компании выгодно давать такого рода сведения? Едва ли можно быть уверенным в любви и преданности клиента.

Когда я только начал обзванивать клиентов, я считал, что говорить с ними — все равно, что читать рекомендации, приложенные к резюме: все будут хвалить компанию, разве что на разные лады. Поразительно, как я ошибался. Я часто думаю, имеют ли компании хотя бы отдаленное представление о том, какое мнение сложилось о них у клиентов. Мы много раз именно через клиентов получали самую ценную информацию.

Расскажите о выборе акций для какой-нибудь другой короткой позиции.

Неплохой пример — Balance Bars. Зайдите в любой супермаркет: полки ломятся от продукции конкурентов; товар Balance Bars идет со скидкой. При этом акции продолжали торговаться в соотношении цена/прибыль равном 35; они в лучшем случае должны были рассчитывать на цену в десять раз больше прибыли.

Я вспоминаю, как Питер Линч, чтобы выбрать сделку, шел с женой за покупками.

Я думаю, что обязан Питеру Линчу больше, чем любым другим учителям. Его книгу «Один на Уолл-стрит» я перечитывал раз десять. Один из первых вопросов, которые я задаю на собеседовании, читал ли человек Линча. Если нет, я сразу чувствую, что кандидат не так серьезно относится к фондовому рынку, как хочет показать.

Что именно вас так привлекает в книге?

Идея о том, что никакое исследование, предложенное аналитиками с Уолл-стрит, не может сравниться с анализом, проведенным самостоятельно.

Как проводить такой анализ?

Разговаривать с представителями компаний и с клиентами.

Но обычный инвестор не имеет возможности звонить в компанию.

Обычный инвестор не сможет побеседовать с финансовым директором, но, как советует Линч, он должен позвонить в отдел работы с инвесторами: если человек умеет задавать нужные вопросы, он там получит массу полезной информации. Непрофессионалам Линч предлагает простой путь: вкладывайте в то, что знаете — в компанию, где служите (конечно, если она на высоте), в компании своей отрасли, в компании, чей товар можно подержать в руках. Он утверждает, что человек получит больше прибыли от инвестиций в знакомую и понятную область, чем от капитала, отданного неизвестно куда по совету брокера с Уолл-стрит. Одно из правил Линча гласит: если ты не можешь в четырех предложениях объяснить, почему держишь акцию, лучше продай ее.

Вы встречались с Линчем?

Никогда, хотя я пару раз ходил на собеседование в его Fidelity. У меня была идея-фикс туда попасть, поскольку

я решил, что стану вторым Питером Линчем и дойду до должности управляющего фонда Magellan. В последний раз, когда я устраивался в Fidelity — незадолго до того, как стал работать во Friess Associates, — меня принял сам Джефф Виник (сменивший Линча на посту управляющего фондом Magellan). Он задал всего два вопроса, но я запомнил их на всю жизнь. Первый: «Что такое ставки по облигациям?». А я всегда работал на рынке акций и облигациях даже не думал. Потом мне рассказали, что Виник очень интересовался процентными ставками, поскольку много торговал облигациями. Так вот, вторым вопросом было: «Вам двадцать девять лет, так чем же вы все это время занимались?». Собеседование заняло меньше пяти минут.

Вы, как и Линч, черпаете вдохновение для сделок в торговых центрах?

Постоянно. Я обожаю бродить по торговым центрам. Успешно инвестировать не так сложно, как принято считать. Иногда достаточно обыкновенного здравого смысла. Пройдитесь по магазинам, и вы увидите, что в Bombay — пусто, а в Gap — толпа народа. Если та же история повторится в четырех, в пяти торговых центрах, значит, тому есть объективная причина. Bombay из года в год выпускает одно и то же, тогда как Gap полон новых идей и постоянно меняет ассортимент, приспособливая его к запросам покупателей.

Значит, фонд купил Gap и открыл короткую позицию на Bombay?

Мы не торгуем Gap, поскольку работаем только с акциями компаний малой капитализации. На Bombay короткие позиции время от времени открываются.

Приведите пример сделок, заключенных после посещения торгового центра.

Перед прошлым Рождеством я пошел в Men's Warehouse за костюмом. Все, что там висело, выглядело от-

вратительно, кстати, я был единственным покупателем. Мы провели дополнительное исследование и в конце концов открыли короткую позицию.

А длинные позиции?

Одна из купленных нами акций — акция Claire. Я обратил внимание на количество подростков, которые всегда толпятся в их магазинах. Нам понравились финансовые отчеты, а стиль руководства, по-моему, очень перспективный.

Мы говорили о компаниях с порочным бизнес-планом. Приведите еще несколько примеров.

Еnamalon. Единственный их товар — зубная паста, которая, по идее, должна была отбеливать зубы лучше других. Не зная, они мощную маркетинговую и рекламную кампанию, они и шагу не сделали бы на рынке зубных паст, где конкуренция высочайшая. С другой стороны, средства, достаточные для того, чтобы добиться популярности у клиента, — это почти весь их капитал. Ситуация с самого начала была тупиковой. Мало того: паста стоила намного больше обычной, а отбеливала точно так же. У нас ее перепробовали все сотрудники, а понравилось — одному.

Вы сказали, что компания называется Еnamalon? Никогда не слышал о такой марке.

Вот именно.

Что произошло с акцией?

По нашим последним данным, торгуется по \$1.

Похоже, что на ваше решение открыть короткую позицию повлияли результаты «проверки» товара сотрудниками офиса. Были и другие случаи «опросов общественного мнения»?

(Он задумывается, потом смеется.) Как-то мы открыли короткую позицию по Ultrafem. Они тоже про-

изводят один вид товара, капитализация — около \$100 млн. Их продукция — заменитель женских прокладок, они называли это «мягкими тампонами». Были выпущены пресс-релизы, товар расхваливался на все лады: считалось, что он ни в какое сравнение не идет с традиционным. Я позвонил на фабрику, уговорил прислать мне пять упаковок бесплатно и раздал пяти знакомым женщинам. Каждая провела пробу. В результате все пять заявили: «Тебя надули!» Я открыл короткую позицию. Когда проводилось «исследование», акция торговалась почти по \$20, сейчас она стоит 3 цента, рыночная капитализация — \$260 тыс.

По какой цене была закрыта позиция?

Мы закрыли позицию совсем недавно.

Вы продержались в течение всего пути вниз?

Это, пожалуй, лучшая из моих коротких позиций; к сожалению, к моменту закрытия объем ее был очень небольшим — многие акции мы откупили раньше.

«Откупили», то есть исполнили требование вернуть взятое в долг? (Для того, чтобы открыть короткую позицию, продавец должен взять в долг акции, которые собирается продать. Если кредитор требует возврата акций, трейдер, открывший короткую позицию, должен либо занять акции у другого кредитора, что не всегда возможно, либо купить акции на рынке.)

Совершенно верно. Причем одолжить было абсолютно не у кого. В тот раз я понял, насколько игра на коротких позициях зависит от связей. Понятно, кому отдаст предпочтение брокерская фирма, если акций немного и надо выбирать между мной и крупным фондовым менеджером, с которым фирма сотрудничает. Дело было в 1997 году, мы тогда были намного меньше, чем сейчас.

Почему отданные акции могут потребовать обратно?

Потому что инвестор хочет перевести акции на свой личный счет. (В случае, если инвестор не выдвигает специальных требований, акция находится в номинальном держании у брокерской фирмы, говорят, что она записана «на имя Уолл-стрит» и может быть получена взаимы.)

Зачем инвестору спешно записывать акции на личный счет?

Цены на акции компаний, чьи фундаментальные экономические показатели невысоки, весьма неустойчивы; на такие бумаги, как правило, открывается много коротких позиций. Иногда эти компании призывают своих инвесторов записывать акции на личные счета, их цель — заставить трейдеров закрывать короткие позиции, чтобы вернуть акции кредиторам. Иногда несколько фирм скупают львиную долю акций, по которым открыты большие короткие позиции, а затем отзывают акции, заставляя трейдеров закрывать позицию по более высокой цене. Затем акция продается для получения быстрой прибыли.

Вы хотите сказать, что крупные фондовые менеджеры могут объединяться и искусственно вызывать паническое закрытие коротких позиций?

Управляющим портфелями формально запрещено договариваться между собой, чтобы толкнуть цены вверх или вниз, — такие действия называют манипуляцией рынком. Так что это незаконно. Часто ли такое происходит? Постоянно. За последние пять месяцев по каждой из акций, на которые были открыты заметные короткие позиции, наблюдалось паническое закрытие коротких позиций.

Если короткие позиции на акцию панически закрываются, она все равно может упасть?

Я глубоко убежден: если на акцию открыты заметные короткие позиции, для того есть фундаментальные основания. Рано или поздно эти акции падают ниже, чем во времена паники. И все же искусственно вызванное закрытие коротких позиций при дефиците акций способно заставить подскочить даже самую бросовую бумагу.

Как определяется момент для открытия коротких позиций? Известно, что многие переоцененные акции со временем становятся еще более переоцененными.

Тайминг — серьезная штука. Если бы мы точно знали, когда продавать или покупать, фонду не приходилось бы распределять короткие позиции между таким большим числом наименований и использовать столь жесткий контроль риска. Обычно я не волнуюсь, если длинная позиция падает на 40%, главное, чтобы фундаментальные факторы оставались на должном уровне. Когда короткая позиция переоценивается в минус 20-30%, мы закрываемся, даже если прогнозы деятельности компании остаются прежними. Честно говоря, я закрылся бы, даже не сомневаясь в том, что компания обанкротится. У меня перед глазами слишком много примеров того, как акция, готовая упасть до нуля через год, взлетает после какого-нибудь пресс-релиза, и среди коротких продавцов начинается паника. Если эта акция составляет 1% портфеля, мне не хочется, чтобы из-за нее было получено убытков на 5%. Многие акции, по которым мы закрывали короткие позиции, начинавшие приносить убыток, упали потом до нуля. Нам важнее избежать больших потерь, чем упустить возможность прибыли.

Разговор о том, насколько опасно иметь открытую короткую позицию в период, когда на рынке начинается паническое закрытие коротких позиций, перешел на беседу о риске вообще. На память Уотсону пришел эпизод со змеями, который мы приводили в начале главы.

Когда змея оказалась у вас в руках, вы испугались?

Нет, это был скорее восторг. Я был невероятно возбужденным ребенком.

Чего вы боитесь?

Я собираюсь через неделю прыгать с парашютом и очень боюсь.

Почему?

Я пытался осмыслить это чувство. Скорее всего, меня пугают события, которые я не могу контролировать. Когда я держал этих змей, ситуация мне подчинялась. В этом году я собираюсь поехать в Италию и поучиться езде на гоночной машине — это тоже не страшно, потому что машиной управляю я сам. А прыжок в данном случае зависит не от меня. Остается надеяться, что инструктор, который готовит парашют, не встанет утром с левой ноги.

Если вам неприятно чувствовать свою зависимость, то зачем прыгать?

Я в прошлую субботу отмечал день рождения, так вот это — один из подарков. Выбирать не приходится. Разве что автор подарка забудет, но надежды мало (*смеется*).

Каковы ваши требования к аналитикам при приеме на работу?

Есть целый ряд соображений, которыми я руководствуюсь, требуя, чтобы аналитик был не старше 30 лет. Во-первых, ему физически не тяжело будет работать от 80 до 100 часов в неделю. Во-вторых, в этом возрасте человек еще не имеет достаточно денег, чтобы позволить себе расслабляться. В-третьих, для него не составит проблемы набрать номер любого финансового директора, дистрибьютора или клиента. Кроме того, люди, которых я беру на работу, должны отличаться бойцовским характером.

Подбор акций — не только наука, но и своего рода искусство. У аналитика должен быть талант, иначе, сколько он ни работай, сколько ни собирай материалов, сколько ни обзванивай компании, угадать, что может и что не может работать на данном рынке, не удастся.

Вам случалось ошибаться, принимая людей на работу?

Первый же аналитик, которого я взял в штат, оказался совершенно неподходящей кандидатурой. Умнее него я людей не встречал. Но в то же время человек был начисто лишен интуиции. Допустим, он мог сказать: «Надо открыть короткую позицию на Yahoo! по 10, потому что она стоит ноль». Он абсолютно не ощущал происходящих на рынке процессов.

Ваш метод основан прежде всего на выстраивании отношений с компаниями. Предположим, из фондового менеджера, у которого в управлении активы размером в сотни миллионов, вы превратились бы в рядового инвестора. Как изменились бы ваши принципы?

В любом случае, у меня остался бы телефон. Наверное, с финансовым директором я не смог бы связаться, но позвонить другим представителям компании, равно как потребителям или дистрибьюторам товара, в состоянии любой инвестор. В наше время огромное количество информации предоставляет интернет — для того, чтобы собрать сведения, не обязательно даже беседовать с людьми. В моем распоряжении всегда будут Ю-Qs и 10-Ks компании (квартальные и годовые отчеты, составляемые компанией по требованию Комиссии по ценным бумагам и биржам), пресс-релизы, статистика инсайдерского трейдинга и масса других полезных данных. Я смогу сходить в торговый центр и посмотреть, насколько востребована продукция компании — в фонде мы много этим занимаемся.

Можете назвать акции, принесшие вам наибольшую прибыль?

(Довольно долго размышляет.) Я не слишком хорошо запоминаю старые победы; гораздо интереснее обдумывать пути, по которым пойдешь в будущем.

К каким выводам привел вас личный опыт инвестирования?

Самостоятельно проводи исследование и доверяй его результатам. Избегай влияния чужих мнений.

А еще?

Будь хладнокровен. Если торговое решение будет принято под действием эмоций, оно, скорее всего, окажется неверным.

Нельзя бояться убытков. Люди, многократно увеличившие свой капитал на акциях, всегда были готовы терять.

Одно из наиболее опасных заблуждений, о котором говорят люди, чьи мнения собраны в книгах «Маги рынка», — мысль о возможности принятия торговых решений под влиянием чужих советов. Нескольким моим собеседникам — Уолтону и Минервини, например — эта ошибка стоила большей части капитала. Стиву Уотсону повезло: умение полагаться исключительно на собственные выводы он приобрел ценой «двойки» за курсовую работу — в его случае полезный урок был преподан рынком бесплатно.

Процесс инвестиционной селекции Уотсон начинает с подбора акций, чья цена относительно невысока (низкое отношение цена/прибыль), снижая таким образом риск. Низкая цена — условие обязательное, но не достаточное. Многие дешевые акции дешевы благодаря целому ряду объективных причин и не поднимутся выше. Основной элемент стратегии Уотсона — распознавание ценных бумаг, готовых в ближайшем будущем занять более почетное место в табели о рангах, выстраиваемой инвесторами. Пытаясь выявить факторы, способные

привести к изменению в настроении участников рынка, Уотсон проводит широкомасштабное исследование, основанное на информации, собранной в ходе общения с представителями компаний, их конкурентами, потребителями и дистрибьюторами. Он с удовольствием проводит своеобразный «опрос общественного мнения», предлагая своим сотрудникам лично испробовать товар или, в случае розничных продаж, посещая магазины и изучая спрос на продукцию. Наконец, не последнее место в методе Уотсона занимает сбор данных об инсайдерских покупках — информация, подтверждающая правильность сделанного фондом выбора.

Открытие коротких позиций принято считать рыночной деятельностью, обладающей высокой степенью риска, и рядовые инвесторы, как правило, стараются ее избегать. Пример Уотсона — доказательство тому, что короткие позиции, открытые при условии соответствующего риск-контроля, позволяют снизить общий уровень риска для инвестированного в акции капитала, поскольку находятся в обратной корреляции с остальной частью портфеля. Для своих коротких позиций Уотсон подбирает дорогостоящие акции компаний с порочным бизнес-планом — часто компаний, выпускающих один вид продукции и находящихся на грани кризиса либо потому, что реальное качество товара не соответствует характеристикам, заявленным в рекламе, либо потому, что рынок в данной области отличается слишком высокой конкуренцией.

Риск-контроль осуществляется Уотсоном путем сочетания таких элементов стратегии, как диверсификация, особые принципы выбора акций и правила ограничения убытков. Диверсификация его портфеля достаточно высока: наибольшая длинная позиция представляет всего 2-3% вложенного в акции капитала. Ни одна из коротких позиций не может превышать 1,5% портфеля. Риск на длинных позициях ограничен выбором акций исключительно внутри группы дешевых ценных бумаг. Риск коротких позиций снижается за счет существования правила, предписываю-

щего сокращение или ликвидацию позиций, приносящих убыток. Принцип действует даже в случаях уверенности в общем неблагоприятном состоянии компании.

В своем фонде Уотсон придерживается политики «свинья у корыта», воспринятой им во время работы в Friess Associates. Он постоянно меняет состав портфеля: акции, чей коэффициент прибыль/риск представляется наилучшим, входят в портфель за счет закрытия прежних позиций. Как правило, любая удачная длинная позиция, даже если она по прогнозам должна еще вырасти, закрывается, если, проведя тщательное исследование, Уотсон обнаруживает другую акцию с такой же или большей потенциальной прибылью при меньшем риске. Он никогда не задает себе вопроса, стоит ли владеть данной акцией; главное, что интересует Уотсона, — имеет ли эта акция преимущества перед теми, что не вошли в его портфель.

и» НОВОЕ О СТИВЕ УОТСОНЕ «.

Вскоре после нашего разговора Уотсон передал повседневное руководство делами фонда двум портфельным менеджерам и отправился на Западное побережье. Суть своей новой деятельности он не захотел обсуждать с читателями. Уотсон остается инвестором фонда и принимает участие в принятии торговых решений, ведя частые телефонные переговоры со своими сотрудниками. Памятуя о том, что Уотсон оставил торговлю на пике бычьего рынка, за которым последовал спад, невольно задаешься вопросом, не было ли это неожиданное решение, пусть и неосознанно, вызвано интуитивным предчувствием грядущих перемен...

Почему вы отказались от активного участия в управлении фондом?

Я пригласил на работу двух молодых людей, которым по-настоящему доверяю, и надеюсь, что они справятся. Старик передает факел молодежи.

Но вы-то не старик — вы намного моложе меня!
Захотелось сменить сферу деятельности.

Каковы ваши долгосрочные прогнозы развития рынка?

Я никогда не видел, чтобы акции компаний малой капитализации стоили так дешево, и в то же время мне не приходилось встречать такое мизерное число компаний, обладающих катализатором, способным заставить их подняться. Так что элементы роста присутствуют, но начнется подъем не сейчас. Я только вчера просмотрел 200 компаний малой капитализации: поразительно, как много из них торгуются по балансовой стоимости или ниже ее. Нельзя сказать, чтобы эти компании процветали, но они сокращают расходы. При подобном уменьшении расходов в случае улучшения общих экономических условий и, пусть небольшого, прироста выручки, они, скорее всего, дадут отличную прибыль. Хотя рынок, возможно, еще ослабеет. *(Интервью было взято в августе 2002 года.)* В целом же я оцениваю перспективы оптимистично: акции пойдут вверх где-то в 2003 году.

ДАНА ТАЛАНТЕ

ПРОТИВ ТЕЧЕНИЯ

Вообразите двух пловцов, стоящих в миле друг от друга: один выше, а другой ниже по реке. Задача каждого — доплыть до места старта соперника. Спортсмен, плывущий по течению — а оно достаточно быстро, — выигрывает. Кто из двоих лучший пловец? Очевидно, вопрос лишен смысла. В такой ситуации новичок мог бы победить Олимпийского чемпиона.

Теперь представим себе двух фондовых менеджеров: один только *покупает* акции и получает среднегодовую прибыль в 25%, а другой только *продает* и за тот же период имеет прирост 10% среднегодовых. Кто работает лучше? Вопрос столь же неуместный. Результат слишком зависит от направления и силы рыночного течения — тренда. Если за исследуемый период фондовый рынок поднялся в среднем на 30% годовых, менеджер, получивший 25%, отстал от рынка при наличии благоприятных условий, в то время как его соперник в крайне невыгодном окружении получил результат, описываемый двузначным числом.

В 1994—1999 гг. среднегодовой прирост капитала с учетом реинвестиций торговых прибылей Даны Таланте составил 15%. Цифра не слишком впечатляющая, если не знать, что Таланте играет только на коротких позициях. В отличие от обычного менеджера, Таланте *получа-*

ет прибыль, когда акция в *ее* портфеле идет *вниз*, и проигрывает, если бумага растет. Результат, равный 15%, Таланте получила в течение года, когда соответствующий индекс (Nasdaq, на который приходится 80% ее сделок) поднялся на 32%. Достижения Таланте — это успех управляющего взаимным фондом, сумевшего получить 15% прибыли в год, когда фондовый рынок обрушился на 32%. Умение преодолеть столь мощное течение рынка должно быть основано на потрясающей способности выбирать для сделок верные акции.

Хорошо, скажет читатель, пусть 15% прибыли от коротких позиций на рынке с сильным бычьим трендом — потрясающий результат, но какой смысл работать таким образом? Прибыли, которые показали трейдеры в 1990-х годах, превышают все достигнутые ранее, однако рынок с самого своего возникновения неуклонно движется вверх. Для чего сражаться с трендом, чья жизнь будет измеряться десятилетиями, если не веками? Напомню: открытие коротких позиций, как правило, не самостоятельная инвестиционная стратегия. В большинстве случаев короткие позиции соотнесены с длинными (по принципу обратной корреляции): таким образом, отношение прибыль/риск для портфеля в целом растет. Основная часть инвесторов Таланте с помощью ее фонда балансирует собственные инвестиции в длинные позиции. Похоже, что сегодня очень многие участники рынка сумели по достоинству оценить *относительные* результаты Даны Таланте, во всяком случае, ее фонд Miramar Asset Management закрыт для новых инвестиций.

Не все инвесторы осознают, что стратегия открытия коротких позиций, приносящих больше, чем расходы на заем акций, удачно сочетается с пассивным инвестированием, например, в индексный фонд или в длинные позиции на индексные фьючерсы. Метод позволяет организовать инвестиции в акции таким образом, что прибыль от них при заметном снижении риска превысит прибыль от вложений в индекс. Тактика оправдывает

себя, даже если прибыли от коротких позиций существенно ниже прибылей от индекса, взятого в отдельности. Так инвестор, уравнивший вложения в Nasdaq такой же суммой, отданной в фонд Таланте (заняв недостающие деньги для осуществления двойной инвестиции), получит результат, превышающий среднерыночный (после вычета расходов на кредит), и в то же время заметно сократит риск. В таком комбинированном портфеле за период с 1994 по 1999 год два наиболее болезненных падения капитала составят всего 10% и 5%, тогда как для индекса они будут равны 20% и 13%.

Профессиональная деятельность Таланте началась с работы в бэк-офисе фирмы, занятой управлением капиталом институциональных инвесторов. Через некоторое время ее повысили до участия в трейдинге (исполнение заявок клиентов). Как ни странно, Таланте удалось вступить на должность фондового менеджера, не имея никакого предварительного опыта выбора акций. К счастью, в открытии торговых позиций она оказалась куда удачливее, чем в выборе боссов. Вплоть до 1997 года, когда был открыт ее собственный фонд, Таланте четырнадцать лет проработала под началом людей, мало ей симпатичных.

Таланте увлекает работа на рынке: ей нравится зарабатывать, идя против большинства членов финансового сообщества, открывающего длинные позиции на акции, которые она продает на коротких позициях. Впрочем, фондовый рынок — это приятное проведение времени, а не всепоглощающая страсть. Уходя из офиса, она не только физически, но и внутренне переносится в другое пространство — пространство семьи. Таланте не засиживается на работе и каждый вечер забирает из школы детей (удовольствие, которое она может позволить себе, торгуя в западной временной зоне). Ее правило — никогда не заниматься анализом акций дома.

Таланте приняла меня в конференц-зале, из окон которого открывалась панорама Сан-Франциско. День был ясный, внизу отчетливо вырисовывались Трансамерика

Билдинг, Телеграф Хилл, залив Сан-Франциско и Алькатраз. Царственный вид привел на память блестящие домашние интерьеры, служившие фоном моих бесед, помещенных в первых двух выпусках «Магов». «Надо было пригласить вас к себе, — сказала Таланте, — тогда вы могли бы изобразить у меня за спиной качели и шведскую стенку».

Когда вы узнали о существовании фондового рынка?

Отец работал маркет-мейкером на внебиржевом рынке. В старших классах я помогала ему летом и на каникулах.

В чем состояли ваши обязанности?

В те времена, хотя терминалы уже появились, компьютеров не было. Все делалось вручную. Отец совершал сделки, а я вывешивала информацию о них.

Вы пытались предугадать направление движения рынка?

Я не очень хорошо помню те годы, но, по-моему, рынок занимал в моей жизни куда меньше места, чем в жизни тех людей, о которых написано в ваших книгах. Я люблю рынок, увлекаюсь им, хочу победить, но если я дома, рынка для меня не существует.

Кем вы работали после колледжа?

Я попала в Kingston Capital — крупную фирму, занятую управлением деньгами институциональных клиентов. Меня приняли на административную работу в бэк-офис. Потом повысили до трейдера, и я стала вести все торговые операции в офисе, управлявшем миллиардом долларов.

Примечание, по понятным причинам все компании и персонажи, упоминаемые в интервью, выступают под псевдонимами.

Насколько я понимаю, в вашем случае трейдер — это сотрудник, ответственный за исполнение ордеров, сами вы никакой ответственности за принятие решений не несли?

Совершенно верно. Просто размещала их ордера.

Следующий шаг в вашей карьере?

В 1985 году Kingston попала под слияние. Фирма, которая нас перекупила, всех сотрудников поменяла местами. Мне не разрешили торговать, сказали, что такого рода операции будут производиться в Нью-Йорке. Они хотели, чтобы я исполняла административные обязанности, но это был бы шаг назад.

Похожая история произошла с Генри Скиффом — он был менеджером в отделении Kingston: его перевели на организационную работу, которую он терпеть не мог. Он и еще один человек после слияния уволились и открыли собственную фирму по управлению капиталом институциональных инвесторов. Генри предложил пойти к ним трейдером и аналитиком. Было известно, что с Генри трудно работать, но его товарищ был мне симпатичен, к тому же административная должность меня не устраивала.

Я пришла к Генри и помогла наладить работу офиса. Два года занималась анализом и трейдингом. В общем, опыт был очень полезным, хотя скоро выяснилось, что сработаться нам не удастся: Генри был не склонен делиться обязанностями по управлению портфелем. К тому времени, когда я решила уходить, мужу предложили хорошую должность в другом городе, так что надо было переезжать. Меня взяли в Atacama Investment. Я стала портфельным менеджером, соуправляющим фондом малой капитализации (фонд, инвестирующий в компании малой капитализации). Активы, которыми мы управляли, достигали \$2 млрд.

У вас был опыт работы?

Тогда почему вас сделали управляющей портфелем?

Я хотела устроиться на должность трейдера. Так получилось, что женщина, которая до того управляла портфелем, Джейн, собралась в декрет. Опыт работы у нее тоже был смехотворный — полгода; в общем, им понадобился кто-нибудь на замену. Марк Ханниган, директор Atacama, считал, что никаких особых талантов не надо. Он нас звал «обезьянами». «Любая обезьяна, сидя на этом кресле, выполнит вашу работу», — это были его любимые слова. К тому же он без конца повторял, что мне надо поменьше думать. Страшно вспомнить!

У Марка была такая стратегия: если цена на графике идет вверх, прибыль компании выросла на 25% и более, брокеры рекомендуют покупать — значит, надо купить. Фундаментальный анализ сводился к минимуму; качество прибылей и менеджмента компании в расчет не принималось. Наверное, мое пристрастие к коротким позициям — нечто вроде знака протеста его методам.

В компании выбрали именно вас потому, что хотели, чтобы женщину заменяла женщина?

Едва ли. Скорее потому, что мне можно было платить меньше, чем другим кандидатам.

Сколько именно?

Начальная зарплата равнялась \$25 тыс. в год.

Что стало с Джейн?

Через два месяца она вышла на работу, и мы принялись работать вдвоем. У нее был типично бычий характер: одна акция лучше другой, покупай любую! Если мы тратили хоть какое-то время на выбор или пытались продать до того, как бумага обвалится, это случалось исключительно благодаря мне.

Вы с Джейн работали на равных или она, как более опытный сотрудник, вами руководила?

Мы были равноправными менеджерами. К тому времени у меня было больше реального опыта, зато она пришла в компанию на полгода раньше. Мы играли сообща. Любая из нас имела право включить акцию в портфель.

Трудно управлять деньгами сообща?

Нет, не очень — мы были в равной степени неопытны. Чаще всего я находила акцию и говорила: «Взгляни-ка», а Джейн отвечала: «Ага, отлично, давай купим 100 тыс.». Трудности были с трейдерами. Мы отдавали торговый приказ, и ситуация становилась неконтролируемой. Сделку могли исполнить на несколько пунктов выше или на несколько дней позже — от нас ничего не зависело.

Что значит «на несколько дней»? Разве возможны такие долгие задержки?

Трейдер, который работал на компанию, ставил опережающие приказы (помещал собственные торговые приказы перед более крупными приказами клиента или фирмы, получая персональную выгоду на реакции рынка, следующей после исполнения крупного приказа). Бывало, что дневной оборот по акции, которую мы хотели купить, достигал 100 тыс., но нам не доставалось ни одной. Трейдер говорил: «Я старался, но не вышло». Я сама была трейдером и могла проверить данные по сделкам (электронную таблицу с записями всех сделок и точного времени их исполнения). Но если мы хотели добиться правды, он прилюдно нас оскорблял. (Все сотрудники работали в одной большой комнате.)

Как оскорблял?

Вопил: «Ты ничего не понимаешь в торговле! Проваливай на свое место!»

Вы уже знали, что он действует незаконно, или это выяснилось позднее?

Он был самым высокооплачиваемым сотрудником. Зарплата равнялась, наверное, нескольким сотням тысяч в год. Но даже таких денег на жизнь, которую он вел, явно не хватало. У него был замок, а не дом, и он повсюду раскатывал на лимузине. Очевидно, что человек наживался на каких-то махинациях. Мы были правы; через несколько лет прошло расследование Комиссии по ценным бумагам и биржам, и его выгнали с рынка.

Удивительно, что трейдер, отвечавший всего лишь за исполнение приказов, получал в десять раз больше, чем портфельный менеджер. По-моему, это не очень обычная ситуация.

Конечно. Рядовые трейдеры получают намного меньше.

Когда вас заинтересовала игра на коротких позициях?

За соседним столом работал Джим Левитт, управляющий хедж-фондом Atacama, Я старалась вникнуть во все его операции, так как он чрезвычайно успешно работал.

Джим обучил вас науке коротких позиций?

Да. У него был дар видеть правду сквозь рекламный мусор, который в изобилии доставляет Уолл-стрит. Я в шутку всегда говорю, что он сделал меня шортисткой. Если дела идут плохо, я звоню ему и ругаю: жила бы себе припеваючи, если бы не он!

Почему короткие позиции импонировали вам больше, чем длинные?

Мне казалось, что работа становится более увлекательной. Надо действовать наверняка. Представляете: одиночка, идущая против толпы аналитиков, которые советуют покупать, и против всех менеджеров, которые открывают длинные позиции. Когда сделка удавалась, я была настоящей победительницей. Знала, что зара-

ботала деньги, а не просто купила потому, что акция шла вверх. Похоже на детектива, отыскивающего улику, мимо которой все проходили.

Когда вы начали открывать короткие позиции?

В 1990 году, после того как из Atacama ушел Джим Левитт: он организовал свой фонд, чтобы больше не зависеть от правил, навязываемых фирмой управляющему хедж-фондом.

Какого рода правил?

Из-за них работать с хедж-фондом было достаточно трудно. Скажем, одно из правил запрещало открывать короткую позицию по акции, которой владеет компания. А поскольку в собственности компании неизменно находилось не менее тысячи акций, выбор уменьшался до предела. К тому же руководство в принципе было против коротких позиций.

Когда Джим Левитт уволился, я была в отпуске, на озере Тахо. Марк позвонил и сказал, что раз Джим ушел, мне придется взять на себя управление хедж-фондом. Если верить Марку, открывать короткие позиции — дело немудреное. Сам он просматривал на компьютере рейтинги акций по относительной силе (изменение цены на акцию по сравнению с изменением индекса рынка) и росту прибылей. По его мнению, покупать надо было те бумаги, которые стояли вначале, продавать — те, что стояли в конце. Марк совершенно не учитывал того, что ко времени, когда акция попадала в конец списка, она становилась сильно недооцененной. При такой стратегии длинные позиции открывались на растущие акции, а короткие — на недооцененные: подход, который редко оправдывает себя. В общем, сам Марк никогда не стоял во главе хедж-фонда, но был уверен, что работа строится именно так.

Вы следовали его принципам?

Ни в коем случае.

Каков был ваш собственный метод?

Я искала компании, которые, по моему мнению, должны были в будущем получить меньшую прибыль — стратегия более разумная, чем открытие коротких позиций по акциям, прибыль которых уже снизилась.

Как узнать, в какой момент прибыль компании готова уменьшиться?

Иногда это не слишком сложно. Скажем, в тот год, когда я приняла управление хедж-фондом, из-за войны в Персидском заливе взлетели цены на нефть. Совершенно очевидно, что экономика в целом и акции циклических компаний должны были ослабеть.

Почему вы уволились из Atacama?

В 1993 году из фирмы, занятой управлением деньгами институциональных клиентов, Atacama превратилась во взаимный фонд. К тому же мы с мужем мечтали вернуться в Сан-Франциско. Я переговорила с руководителями нескольких местных хедж-фондов, но никто не собирался делиться со мной управлением портфелем, а возвращаться к работе аналитика после того, как я побывала в роли менеджера, не хотелось.

Не могу сказать, чтобы я с нетерпением ждала встречи с Генри Скиффом, но делать было нечего. Мы встретились в первый раз за пять лет. Все, что он говорил теперь, звучало очень заманчиво. Он уверял, что стал другим человеком, соглашался, не успевала я и рта раскрыть. У него было маленькое товарищество с активами примерно в миллион долларов. Он сказал, что я могу преобразовать его в хедж-фонд, управлять капиталом по своему усмотрению и получать процент от прибыли.

Что конкретно отталкивало вас в характере Генри тогда, когда вы работали с ним раньше?

Я не считала его образцовым управляющим портфелем. Расскажу вам одну историю, это очень характерный

пример. Когда мы работали с ним, очень популярными сделались бросовые облигации. У Генри был друг в брокерской фирме, который предложил дать в управление большой счет при условии, что портфель будет состоять из таких высокодоходных облигаций. Мы понятия не имели, как с ними работать. Генри выдал нам книгу об облигациях и велел за выходные прочесть. В понедельник мы начали торговать: Генри выступал в роли менеджера, я — трейдера. В книге было сказано, что дефолты по корпоративным облигациям имеют место всего в 1 % случаев. Оказалось, что это полная чушь. В общем, дело с треском провалилось. К тому же — правда, я узнала об этом только через много лет — в рекламных проспектах нашего фонда Генри указал неправильные сведения о своем образовании: приписал себе обучение и диссертации в престижных университетах.

В общем, он убедил меня в том, что сотрудничать с ним — большая честь. Предложил намного больше денег, чем я когда-либо получала. Даже собирался заплатить за переезд. Я решила, что, согласившись, сумею снова обосноваться в Сан-Франциско, а если работа не понравится, всегда смогу уйти. У Генри был отличный специалист по продажам: нам удалось увеличить фонд до \$90 млн. Только сам Генри не изменился: по-прежнему все мои решения пересматривал по-своему.

Ему попадалась на глаза акция, выросшая на \$5, он приходил в восторг и заявлял: «Слушай, Дана, а почему мы не купили XYZ?». Чем занималась компания, его не волновало. Я покупала, чтобы не спорить с ним. На следующий день приходил отчет о сделках, и Генри вопрошал: «Слушай, Дана, а с какой стати ты купила XYZ?» Подобного рода опыт — еще одна причина моего недоверия к длинным позициям.

В компании была большая текучесть кадров, поскольку Генри со всеми обращался так же плохо. Каждое утро проводилось совещание, на котором менеджеры отчитывались об акциях, входящих в состав их портфелей.

Генри мог оскорбить любого. Один из сотрудников — ему было под пятьдесят — совершил самоубийство. В присутствии Генри человек чувствовал собственную неполноценность, а у того сотрудника самоуважения и так не хватало. Я некоторое время работала с ним, он был буквально сломлен. Конечно, убил он себя не только из-за работы, но, весьма вероятно, атмосфера в офисе стала одним из факторов.

Вас Генри тоже критиковал?

Генри постоянно отменял принятые мной решения и затевал ссору каждый раз, когда сделка совершалась без его дозволения.

В чем тогда заключалась ваша свобода?

Свобода была до тех пор, пока я выигрывала, но стоило рынку немного подрасти, Генри сразу требовал, чтобы все короткие позиции закрывались. Мы много спорили, потому что я не хотела сдаваться. Я придумала такой метод: если Генри настаивал на покупке акции, я покупала, но немедленно открывала для компенсации короткую позицию на другую акцию. При таком образе действий он не мог чрезмерно влиять на портфель. Тактика себя оправдывала, но через пару лет изворачиваться надоело, и я уволилась.

Вторично расставшись с Генри, вы открыли собственную компанию?

Нет. Когда я уволилась, меня пригласил Питер Бойд. У него был хедж-фонд, объем которого в лучшие времена составлял \$200 млн. Он сказал, что слышал обо мне и готов отдать в управление часть фонда. Обещал, что мои решения не будут никем оспариваться. Я сказала, что принесу больше пользы, если буду торговать исключительно на коротких позициях, — этой сферой деятельности до меня в фонде не занимались. Он выделил \$10 млн. и дал мне полную свободу действий. Про-

сто великолепно: собственный фонд, при этом без всяких административных хлопот.

Первые два года дела шли отлично, а на третий из-за слабой прибыли инвесторы стали изымать крупные суммы денег. Бойду пришлось забрать у меня портфель: его собственный был не слишком ликвидным. Он много потерял, купив огромное количество пут-опционов на ОЕХ, которые всего через несколько дней истекли с нулевой стоимостью. (То есть купил опцион, который в случае резкого падения рынка принес бы заметную прибыль. Однако рынок на момент истечения опциона не упал, и опцион обесценился.)

Можно подумать, что он вел неоправданно рискованные операции.

Так и было. Анализируя ситуацию задним числом, я сказала бы, что Бойд пытался скрыть эти потери, завышая цены на акции частных компаний в портфеле. Он имел право оценивать эти позиции по своему усмотрению.

Как случилось, что он мог приписывать этим позициям любую стоимость?

Компании находились в частном владении; акции не торговались на открытом рынке.

Подобная свобода оценки акций, находящихся в частном владении, законна?

Да. Генеральному партнеру фонда дается полная свобода оценки вложений в частные компании при составлении отчетов, служащих раскрытию информации. Аудиторы тоже каждый год «покупались» на эти цифры. Он объявлял им свои оценки стоимости компаний, приводил доводы, и те соглашались. Аудиторам было по 22 года, ребята только что окончили колледж, он же — маститый менеджер хедж-фонда, получающий \$20 млн. прибыли в год; ясное дело, они не докучали ему вопросами.

Один из менеджеров хедж-фонда, у которого я брал интервью — он тоже много занимается короткими позициями, — сказал, что на шкале от 0 до 100 оценка аудита — 0. Вы согласны с его утверждением?

Абсолютно.

Даже если речь идет о лучшей аудиторской фирме?

Конечно.

Как инвестор может узнать, насколько честен менеджер в оценке акций, входящих в портфель?

Для того, чтобы узнать, какой процент портфеля составляют сделки с акциями частных компаний, существуют ежеквартальные отчеты о результатах работы. В истории, которую я рассказала, результаты так долго были отличными, что инвесторы не обращали внимания на цифры.

Какой процент его портфеля составляли сделки с акциями частных компаний?

Вначале — около 10%, но по мере того, как убытки становились крупнее, доля портфеля, выделенная под акции частных компаний, росла. В конце концов акции частных компаний составляли чуть ли не весь портфель, в реальности же у Бойда на руках была кипа бумаг, стоимость которых приближалась к нулю.

Похоже, он вел рискованную игру на рынке опционов, а чтобы скрыть убытки, завышал цены на акции частных компаний. Почему правда не всплыла, когда инвесторы стали изымать капитал и получать суммы заметно меньше тех, что были указаны в отчетах о стоимости чистых активов?

Точно не помню, но, по-моему, инвесторы, первыми потребовавшие назад деньги, получили сумму целиком, но чем больше становилось число желающих изъять капитал, тем очевиднее делалась величина убытков.

Вы знали, как он ведет дела?

Я знала о потерях на рынке опционов, а о частных компаниях не знал никто. Они не входили в балансовые отчеты.

С кем только вам не доводилось работать! Боюсь, Дана Таланте не слишком удачлива в выборе шефов.

Да, верно. Вы сочтете, что это дурной знак, тем не менее...

Когда вы открыли собственный фонд?

Работая на Питера, я познакомилась с одним человеком. Он хотел, чтобы на его счету открывались только короткие позиции. С этого счета началась моя фирма.

В каком году?

В 1997.

В отчете о прибылях вы указываете результаты, начиная с 1994 года.

Для того, чтобы были ясны результаты в более ранние годы, когда я торговала в обоих направлениях, из общего числа сделок были выделены короткие позиции.

Вы пользуетесь графиками?

Да, когда провожу тайминг рынка. Наверное, именно они спасали меня все эти годы. Если акция, по которой у меня открыта короткая позиция, падает на поддержку, я, скорее всего, закроюсь.

Как вы определяете «поддержку»?

Ценовая область, где в прошлом было совершено большое число покупок, — точки, в которых цены консолидировались прежде, чем двинуться дальше вверх. Часть убежденных шортистов в такой ситуации продолжает упорствовать, но я чаще всего закрываюсь. Рассуждаю эле-

дующим образом: рынок уже опустился на 50%; возможно, он пойдет вниз еще на 10 или 20%, меня это не касается. Я ищу акции, чья цена выше их реальной стоимости.

Вы привели пример того, как используете графики для получения прибыли. Бывает ли, что они помогают ограничить убыток?

Если график достигает нового максимума, то я не закрываю позицию только в тех случаях, когда располагаю какой-либо очень серьезной информацией.

Какой период времени вы учитываете для определения новых максимумов? Если акция пробила годичный максимум, но не дошла до наивысшего максимума, отмеченного в течение последних двух лет, позиция закрывается?

Нет. Меня интересуют только абсолютные максимумы акции.

Вы никогда не открывали позиции по акциям, достигшим новых максимумов, или такие оплошности случались?

Несколько раз случались.

Можете привести пример?

Одна из акций, по которой у меня была открыта короткая позиция в этом году — Sanchez Computer Associates, — за один день подскочила с \$32 до \$80.

За один день?

Это компания, занятая разработкой компьютерных программ для бэк-офисов и проведения банковских транзакций. Большинство их клиентов — из слабо-развитых стран, где нет собственных систем такого рода. Деловая активность фирмы замедлилась, и аналитики с Уолл-стрит сократили оценки годовой прибыли с 75 центов на акцию до 50 центов. Акция в то

время все еще торговалась по \$25, и в свете последних новостей, с моей точки зрения, она была великолепным кандидатом на короткую позицию. Я рассчитывала, что цена упадет намного ниже. Вскоре руководство компании объявило, что они начинают работать в сфере банковских интернет-систем. В то время все акции, связанные с интернет-банкингом, взлетали со скоростью света.

Каков был предшествующий максимум акции?

Где-то около \$30. Цена проскочила его, не заметив.

В то время как акция шла к \$80, вы по-прежнему не сомневались в глобальной медвежьей тенденции?

Конечно. Ничего не изменилось.

Как в такой ситуации можно было осуществить управление риском?

Мне не приходилось попадать в подобные обстоятельства, прежде ничего похожего не случалось. Наш портфель неплохо диверсифицирован. Наибольшие мои потери на одном виде акций за день составляли всегда 0,5%. В тот день на акции я потеряла 1%.

Какая доля портфеля приходилась на акцию?

До того, как акция стала расти, — 2,5%. Для меня это довольно большая позиция, но я почти не сомневалась в успешности сделки.

Вы пытались закрыть часть позиции, когда увидели, что акция стремится вверх?

Уже при открытии цена возросла почти на \$10. Я стала собирать информацию, пытаюсь сообразить, что происходит. За это время акция выросла на \$20. Потом на \$30. Я пыталась закрыть часть короткой позиции, но только испортила себе нервы, купив примерно 1 000 акций из необходимых 40 тысяч.

К концу дня у вас все еще была открыта короткая позиция на 39 из 40 тысяч акций, взлетевших с \$30 до \$80, причем уверенность в общей медвежьей тенденции по данной акции сохранялась. Что вы предпринимаете в таких ситуациях? Продолжаете держать позицию, поскольку цена завышена искусственно, или, жестко следуя правилам ограничения риска, закрываетесь?

Ситуация была уникальной. Ни до, ни после мои акции себя так не вели. К тому же я никогда не открывала коротких позиций на акции интернет-компаний. Я люблю действовать в согласии с фактами, поэтому первым моим движением было изучить все компании, предоставляющие услуги интернет-банкинга, чтобы узнать, какого рода программы они покупают. Название Sanchez не фигурировало нигде.

На следующий день акция опустилась на \$15. Я полагала, что она снова пойдет вверх — как правило, такие взрывы обычно длятся больше одного дня. К тому времени я закрылась настолько, что позиция снова составляла 2,5% портфеля. В момент повышения цены ее доля составила 7% портфеля — недопустимая для меня величина. Потом акция еще немного упала. Когда ее цена опустилась до \$50, моя короткая позиция сократилась всего до 5 000 акций.

Как вы чувствовали себя в этих обстоятельствах?

Была на грани нервного срыва из-за ощущения полнейшей беспомощности. Раньше ничего подобного не случалось. Большинство людей боятся открывать короткие позиции, поскольку считают, что при такой торговле риск нельзя свести к минимуму. Меня это не смущало. Я считаю себя человеком дисциплинированным. Я всегда думала, что держу риск под контролем и что в любой ситуации успею закрыться, прежде чем короткая позиция нанесет портфелю заметный ущерб. Но в тот раз акция почти в три раза увеличила свою цену за день, и я оказалась в ловушке. Не могла пальцем пошевелить.

В голову пришла жуткая мысль: разве такое не может случиться с любой акцией в портфеле? Я стала перебирать в уме все компании — какая следующей объявит, что готова осуществлять интернет-банкинг? Буквально прочесывала портфель в поисках новой Sanchez.

А что стало с акцией?

Еще выросла. В конце концов появились признаки того, что цена готова развернуться, и я снова открыла короткую позицию. Как ни странно, на последовавшем падении я заработала больше, чем проиграла несколько месяцев назад во время безумного роста.

У вас большой штат?

Два человека. Я и Зак — без него трудно представить себе Miramar. Инвесторов, заинтересованных во вложениях в фонд, очень много: мне звонят каждый день. Я отвечаю, что новые вложения не принимаются.

Почему? Ваш метод не позволяет работать с более крупными суммами денег?

Я не хочу расширяться. Не хочу управлять людьми; моя работа — управление портфелем.

Может быть, вместо того, чтобы открывать новые короткие позиции, стоило бы увеличить размер имеющихся и таким образом расширить фонд?

Я привыкла открывать короткие позиции на бычьем рынке. Это постоянное сражение. Приходится изыскивать способы победить с наименьшим риском. Я должна быть уверена: в случае необходимости короткая позиция будет закрыта. Чем больше размер позиции, тем труднее это осуществить. Я знаю, что бывает с теми, кто расширился слишком быстро, поэтому, возможно, впадаю в противоположную крайность. Я люблю чувствовать себя на рынке уверенно. Не хочу ломать голову над новыми короткими позициями, которые придется от-

крыть, если появятся новые деньги. У меня есть семья, я не собираюсь дома заниматься работой. Я не из тех, кто по воскресеньям читает Warren's.

Думаю, ваши взгляды в некоторой степени отражают разницу между мужским и женским подходом к рынку. Большинство мужчин мечтают основать свою империю, женщинам это не важно.

Возможно, вы правы.

Каким образом подбираются акции для открытия коротких позиций?

Я ищу растущие компании, цена на которые завышена, акции с высоким коэффициентом цена/прибыль, но это не единственный критерий. Должен появиться катализатор.

Что является таким катализатором?

Скажем, ожидающееся уменьшение прибыли компании.

На чем основываются ваши прогнозы уменьшения прибылей?

Одна из моих задач — найти компании, чья выручка снижается, а прибыли по-прежнему выглядят солидными благодаря усилиям по уменьшению расходов. Как правило, проходит совсем немного времени, и рост прибыли замедляется. Еще один тип компаний — компании, функционирующие очень успешно, однако имеющие конкурента, незаметно набирающего силу на рынке. Моя основная цель — отыскать неучтенные в рыночных прогнозах причины, влияющие на размер будущих прибылей.

Иными словами, вы ищете акции с высоким коэффициентом цена/прибыль и катализатором, чье влияние должно привести к падению прибыли.

Совершенно верно, хотя есть еще одно обязательное условие: я не открываю коротких позиций по акциям, неизменно идущим вверх. Акция должна демонстрировать период слабости или, по крайней мере, стагнации.

Расскажите о какой-нибудь типичной для вас короткой позиции.

В последние два года я очень много работала с Network Associates. Компания маскировала растущие операционные расходы затратами на исследования и развитие, связанными с поглощениями других компаний. Часть других постоянных расходов также представлялась в виде одноразовых. В конце концов SEC заставила их пересмотреть бухгалтерские процедуры и записать эти расходы в категорию постоянных. После вмешательства SEC глава фирмы заявил что-то вроде: «Это простые формальности. Бухгалтерия — не самое главное в нашей работе». Кроме того, он позволил себе оскорбительные высказывания в адрес тех, кто открыл короткие позиции по их акциям.

Могу точно сказать: если директор начинает винить в падении цен на акции трейдеров, открывающих короткие позиции, дела фирмы плохи. Любому участнику рынка очевидно: единственный доступный компании способ борьбы с короткими продажами — улучшение результатов работы. Серьезные руководители не будут тратить время на бесплодные обвинения шортистов. «Наши акции упали из-за коротких продаж». Знаем мы эти сказки. Трейдеры на коротких позициях оперируют от силы миллиардом долларов против девяти триллионов, вложенных в длинные позиции.

Какой вид товаров или услуг предлагала Network Associates?

Их основная продукция — антивирусные компьютерные программы, малоприбыльный товар, цены на который опускаются ниже и ниже. Они перекупили еще

несколько фирм, занятых аналогичной деятельностью, в большинстве случаев приобретения стоили неоправданно больших денег. По акциям купленных компаний у меня было несколько коротких позиций. Я расстроилась, потому что отныне работать с этими акциями будет нельзя. Создавалось ощущение, что свои антивирусные штучки они раздают даром. Достаточно было взглянуть на рекламу. После вычета всех затрат выходило, что одна программа стоит \$5. Спрос падал, это было очевидно.

Если компании пришлось до такой степени снизить цены, значит, уровень продаж продемонстрировал резкое падение?

Нет, потому что они умели на время избавиться от товара.

Что значит «на время»?

Несмотря на отсутствие спроса, весь товарный запас рассылался дистрибьюторам.

Зачем? Разве компания не знала, что товар будет отправлен обратно?

Чтобы создать видимость выручки. Отослав продукцию дистрибьютору, они могли зафиксировать ее как продажу.

Боюсь, на этом долго не продержишься.

Они продержались. Разумеется, пришло время, пока все обнаружилось; в конце концов акции упали до нуля.

Вы сказали, что если руководство винит в падении акций шортистов, дела компании плохи. Какие еще признаки указывают на нестабильность положения компании?

Когда фирма прекращает свою традиционную деятельность и обращается к бизнесу, признанному выгодным на текущий момент. Скажем, во времена ажиотажа

вокруг акций игорных домов некоторые пиццерии их владельцы переоборудовали в казино. Сегодня похожая ситуация с интернетом. Одна из компаний, по акциям которой мы открыли короткую позицию, отказалась от производства плоских дисплеев и стала оказывать услуги по передаче факсов через интернет — весь бизнес-план в результате развалился.

Другие признаки?

Смена управляющих, особенная текучесть кадров среди финансового руководства. Важным сигналом может оказаться смена аудиторской фирмы.

Будьте добры, приведите пример.

У меня была короткая позиция по Pegasystems, это компания — производитель компьютерных программ, я обратила на нее внимание из-за большой дебиторской задолженности (большое количество неоплаченных счетов за товары и услуги). Компания давала пользователю возможность ежемесячно выплачивать часть стоимости купленной программы — как правило, контракт заключался на пять лет — и сразу учитывала дисконтированную выручку за все будущие годы.

Такая бухгалтерская процедура считается законной?

Во всяком случае, она очевидно противоречила принятой практике. По-видимому, бухгалтеры плохо ладили с руководством: компания их уволила и заключила договор с новой фирмой. Было заявлено, что прежние бухгалтеры плохо разбирались в деятельности компьютерных компаний и работали недостаточно агрессивно. Удивительно, что люди не восприняли это событие как предупреждение.

Вы хотите сказать, что акции продолжали идти вверх даже после того, как были уволены аудиторы?

Да.

Когда вы открыли короткую позицию?

После смены аудиторов.

Вам знакомы другие примеры сомнительной бухгалтерии?

Были случаи, когда компании, по которым я открывала короткие позиции, оказывались замешанными в мошенничестве. Скажем, одна компания устроила летнюю школу, которая теоретически должна была заниматься обучением навыкам работы с компьютером. Их финансировало правительство, но качество преподавания было весьма низким. Эту акцию я тоже выбрала из-за большой дебиторской задолженности.

Что является дебиторской задолженностью в случае фирмы, занятой образованием?

Оплата обучения. Студенты не хотели платить таким преподавателям. Это был первый сигнал, заставивший меня обратить внимание на компанию. Затем я узнала, что Департамент образования ведет разбирательство, вызванное жалобами учащихся на то, что в школе используют устаревшие программы, а преподаватели плохо подготовлены. Я открыла короткую позицию, когда акция стоила в районе 40 и закрыла, когда она продавалась по 10. В конце концов акция упала до одного.

По-видимому, высокая дебиторская задолженность — один из основных ваших индикаторов.

Совершенно верно, эти данные являются важным критерием отбора.

Какие еще данные вам важны?

Мы изучаем данные об уменьшении выручки, уменьшении прибыли, высоких коэффициентах цена/прибыль, больших товарно-материальных запасах. Учитываются также некоторые технические индикаторы:

скажем, не пробила ли акция сверху вниз свое пятидесятидневное скользящее среднее.

Вы интересуетесь каждым фактором в отдельности или ищите совокупность характеристик?

Чаще выбираются акции, отвечающие многим критериям, хотя задать поиск по всем параметрам сразу невозможно: ни одна акция не удовлетворит всем требованиям одновременно.

Вы прекрасно работаете, торгуя только на коротких позициях, и все же: вам не приходило в голову сменить специализацию на нашем неизменно растущем бычьем рынке?

Нет, по-моему, работая на коротких позициях, трейдер может получить больше, при этом больше себя уважая. У нас бывают очень крупные выигрыши, но и усилий приходится прикладывать очень много. Сидеть на кресле и скучать день за днем акции интернет-компаний — странное занятие. Я не доверяю прибыли, ради которой не приходится трудиться. Честно говоря, я не знаю, что буду делать, если рынок когда-нибудь станет медвежьим: я успела привыкнуть к бычьему рынку, где люди не обращают внимания на дурные новости, из которых я извлекаю пользу.

Думаю, на медвежьем рынке вам работалось бы намного легче.

В августе 1998 года, когда рынок быстро и резко пошел вниз, я волновалась больше, чем обычно.

Однако в тот период у вас были отличные показатели.

Дела шли великолепно, просто мне казалось, что прибыль дается слишком легко. Работа перестала быть битвой. Создавалось впечатление, что все делается помимо меня. На какую акцию ни открой короткую позицию — она упадет. Такой рынок развращает. Я поняла,

как живут те, кто работает на длинных позициях: покупают неизвестно что, и это идет вверх.

Это не ваш стиль?

Ни в коей мере; мне было чрезвычайно неудобно. Может быть, у меня неправильный характер.

В ситуации, когда цены резко меняются, как это случилось тогда, вы сокращаете количество коротких позиций?

В тот раз сократила: рынок менялся поистине стремительно. За месяц я получила 30% — первый случай в моей практике. Я вывела из рынка почти 40% портфеля.

Какими стратегиями риск-контроля вы пользуетесь?

Если на одной акции я теряю 20%, закрывается треть позиции. На единичную акцию может приходиться не более 3% портфеля. Если из-за роста цены это соотношение увеличивается, позиция сокращается. Риск также контролируется через диверсификацию: как правило, в портфеле бывает от 50 до 60 видов акций, относящихся к разным секторам экономики.

Вы знакомы с другими трейдерами, занятыми исключительно в области коротких позиций?

Да. За исключением нескольких человек, с которыми я подружилась, эти трейдеры, как правило, очень пессимистично смотрят на жизнь. Это люди, которые во всем склонны видеть плохое.

А вы?

По-моему, нет. Мне кажется, я реалистка. Кроме того, в отличие от прочих шортистов, я имею опыт работы на длинных позициях.

Это важно?

Да, потому что дает представление о том, зачем люди покупают и продают. Я работала с менеджерами, настро-

енными на сиюминутную игру, и хорошо представляю себе ход их мысли, а значит, могу вовремя уйти с дороги и вовремя сделать ставку. У меня есть друзья, которые всю жизнь проработали только на коротких позициях. Они звонят и спрашивают: «Дана, почему они покупают эту акцию? У нее отрицательный денежный поток, высокая дебиторская задолженность и еще куча недостатков?» Мои друзья непредвзято оценивают цифры, они реалисты. Они не представляют, что люди могут покупать акцию, потому что она в данный момент растет или потому что у нее привлекательные графики. Сейчас мания достигла своего апогея. «Медведи» только разводят руками. Они даже перестали звонить.

Ваш совет рядовому инвестору, который работает только на длинных позициях?

Хорошая компания может быть плохой акцией и наоборот. Скажем, Disney — это хорошая компания, во всяком случае, мои дети ее обожают. При этом в последние годы мы несколько раз хорошо зарабатывали на коротких позициях, поскольку компания оказалась сильно переоцененной из-за не совсем обоснованной уверенности в том, что она навсегда останется первой.

Таланте — стопроцентный «короткий» продавец, однако ее принципы актуальны и для инвесторов, работающих только на длинных позициях. Метод Таланте позволяет выявить акции, которые не стоит покупать или необходимо продать. Факторы, на которые в первую очередь обращает внимание Таланте, это:

- очень высокое отношение цена/прибыль;
- существование катализатора, под действием которого акция в ближайшее время может упасть;
- растущий тренд цены, находящийся в состоянии стагнации, или разворота.

Каждую акцию следует оценивать в соответствии со всеми тремя параметрами. Можно посоветовать инвестору периодически просматривать свой портфель и, обнаружив акции, чьи характеристики отвечают трем предложенным критериям, заменять их. Таким образом, риск для портфеля удастся значительно сократить.

Кроме того, Таланте приводит ряд «предупредительных сигналов», заставляющих ее выбрать акцию в качестве потенциального кандидата на короткую позицию. Соответственно, каждый из этих сигналов должен заставить владельца акции серьезно задуматься о закрытии своей длинной позиции. Об опасности сигнализируют:

- высокая дебиторская задолженность;
- смена аудиторов;
- частые перестановки среди финансового руководства;
- заявления компании, обвиняющие в падении акции трейдеров, открывших короткие позиции;
- переход от традиционной для компании деятельности к модному и выгодному на данный момент направлению.

- НОВОЕ О ДАНЕ ТАЛАНТЕ -

Выстроив карьеру на умении противодействовать долгосрочному растущему тренду, Таланте наконец начала торговать в направлении рынка. Очевидно, что ее доходы на медвежьем рынке не должны были упасть. За два с половиной года, прошедших, с первого месяца медвежьего тренда (апрель 2000), фонд Таланте вырос на 89% (119% без учета комиссионного вознаграждения).

Вы попали в необычную ситуацию: открываете короткие позиции на медвежьем рынке. Как чувствует себя человек, которому много лет надо было работать в направлении, противоположном основному тренду, а теперь вдруг приходится торговать в направлении рынка?

Первый год падения (2000) работалось прекрасно: было множество переоцененных акций, на которые легко открывать короткие позиции. Зато второй и третий годы оказались не легче годов бычьего рынка: начали наблюдаться спорадические резкие скачки вверх. К тому же из-за низких цен, особенно сейчас, трудно найти выгодные короткие позиции.

Каковы сходства и различия в работе короткого продавца на медвежьем и бычьем рынках?

Раньше множество акций было переоценено. Сейчас цена многих компаний максимально приближена к реальной стоимости. Соответственно, доля капитала фонда, вложенная в акции, сегодня существенно ниже, чем в предыдущие годы. В 1999—2000 годах мы были инвестированы на 100%. В этом году (2002) наивысший уровень вложений в фондовый рынок — 70%; на данный момент в акции инвестировано всего 20% капитала.

Вас не беспокоит увеличение числа трейдеров, работающих на коротких позициях, в частности, конкуренция со стороны хедж-фондов (не обязательно специализирующихся в области коротких продаж)?

Я торгую на рынке двадцать лет, и моя работа постоянно претерпевает изменения. Я предпочитаю не думать о том, какой вред принесут мне сложившиеся обстоятельства, а пытаться с выгодой использовать их. Если говорить о сегодняшней ситуации, я считаю, что увеличение числа трейдеров на коротких позициях — это достоинство, а не недостаток рынка: скажем, массовое покрытие позиций людьми, не слишком искушенными в нашем деле, обеспечивает кратковременный взлет некоторых акций. Появилось множество хедж-фондов, чьи руководители — бывшие менеджеры, проработавшие всю жизнь на длинных позициях и не имеющие никакого опыта в области коротких продаж.

Вы не думаете, что за падение рынка в ответе трейдеры, открывающие короткие позиции? Что вы скажете в ответ на подобного рода обвинения?

Люди, которые так заявляют, должны быть счастливы, что на рынке есть мы — единственные, кто сегодня покупает. Трейдеры, открывшие короткие позиции, имеют мотивацию и необходимые средства к покупке; взлеты, которые мы наблюдали на нынешнем медвежьем рынке, как правило, — результат покрытия коротких позиций. Единственный раз, когда мне неприятно было открывать позицию, — 11 сентября, так что в эти дни мы почти не работали.

Ключевой элемент вашей стратегии — поиск компаний, использующих слишком агрессивный бухгалтерский учет. Ваши методы изменились после недавних громких скандалов, связанных с мошенническим ведением бухгалтерии?

Еще недавно компании достаточно было заявить в отчетах солидную прибыль, даже если она превышала прогнозы не более чем на пенни. Никто не задумывался, откуда руководство взяло эти цифры. Рынок, как правило, не обращал внимания на тревожные сигналы, которые для нас так важны: отрицательный денежный поток, чрезмерная дебиторская задолженность, излишний товарно-материальный запас, агрессивный учет выручки. Нам приятно, что теперь, стоит людям заметить один из этих факторов, компания становится центром пристального внимания общества.

Какие еще недостатки могут быть искоренены в результате начала компании против злоупотреблений в бухгалтерии.

Я надеюсь, что следующий на очереди — до сих пор широко распространенный обычай использовать вместо GAAP-бухгалтерии неформальную бухгалтерию.

Объясните, пожалуйста, что такое неформальная бухгалтерия.

Неформальная, «оценочная» бухгалтерия — детище 1990-х годов, она позволяет не учитывать разного рода расходы, которые компания объявляет неоперационными, нередко безо всяких к тому оснований. Есть компании, которые не учитывают расходы, фиксируемые ежеквартально, то есть по определению принадлежащие к операционным. Комиссия по ценным бумагам и биржам признает только отчеты по стандартам СААР, но цифры, которые компания предоставляет аналитикам брокерских фирм, могут быть любыми. Возьмем, к примеру, First Call: в качестве предполагаемой прибыли они принимают прибыль, подсчитанную ориентировочно, — именно эти данные повторяются потом в большинстве аналитических обзоров. Некоторые брокерские фирмы — пионером в этой области была Merrill Lynch — начали приводить два типа данных о прибыли. Для большинства компаний расхождение между неформальными цифрами и данными в системе СААР весьма существенно. Даже для индекса S&P в целом «ориентировочная» прибыль на 20-30% выше, чем прибыль, подсчитанная в соответствии с СААР, — огромная разница! Один из наших стратегических методов выявления кандидата на короткую позицию — поиск компаний с большим «зазором» между неформальными прибылями и прибылями в соответствии с СААР.

Помогут ли нынешние (завершившиеся и текущие) судебные разбирательства сократить число финансовых махинаций?

Жадность, к сожалению, — неискоренимое свойство человеческой природы. Возможно, мошенники откажутся от старых методов, но так или иначе они найдут способ обмануть инвестора.

МАРК Д. КУК

ПОЖИНАЯ ПЛОДЫ S&P-

Пикап сворачивает с дороги, мы поднимаемся на вершину холма, у подножия которого раскинулись земли, принадлежащие отцу Марка Кука, фермеру из Восточной Спарты, Огайо. Погода не зимнему теплая: кажется, что неожиданно наступила весна. Повсюду — впереди, по сторонам — расстилаются поля, отливая всеми оттенками коричневого. «Я хотел показать их вам, — говорит Марк. — Когда весной здесь пробивается зелень — это самое чудесное место на свете».

Я мысленно рисую приход весны и соглашаюсь: да, пейзаж действительно прелестный. Впрочем, голос Кука звучит не только восхищенно, но и торжественно: он смотрит на поле глазами человека, работающего на земле, знающего, что земля дает средства к существованию, связывает старых и молодых.

«Когда дедушка шестьдесят лет назад купил эту ферму, — говорит Кук, — земля была истощена до предела: кустик высотой в фут казался неслыханной редкостью. Когда торговля не идет и на душе смутно, я всегда еду сюда. Поглядишь, на что способен человек, если он тру-

В этой главе упоминаются опционы. Читателям, не знакомым с опционами, может быть полезно (хотя и не обязательно) прочитать описание опционов, приведенное на четырех страницах в конце книги.

дится не жалея себя, несмотря ни на какие преграды, — и становится легче».

Впервые я увидел Марка Кука на финансовой конференции: его появление на сцене вызвало настоящую сенсацию. Костюмом для выступления Марку служил комбинезон. Одежда была выбрана не случайно: оратор хотел подчеркнуть свою принадлежность к старинному клану фермеров. Сделано это было не только для эпатажа почтенных участников собрания: Марк имеет полное право заявлять о своей связи с землей: зарабатывая миллионы на рынке, в свободное время он продолжает работать на полях. С экономической точки зрения этот труд почти бесполезен. В свое оправдание Кук заявляет, что он трудоголик: вот почему, отсидев 50-60 часов в неделю в кабинете, он переодевается в комбинезон и берет в руки грабли. Отчасти это заявление верно, впрочем, я думаю, что расстаться с крестьянским трудом Куку не позволяет совесть: Марку было бы стыдно работать «всего лишь» трейдером в то время как его восьмидесятилетний отец с утра до вечера занят на ферме.

Кук предложил показать мне места своего детства, и отцовская ферма должна была стать конечным пунктом маршрута. Мы проезжали поля, каждое из которых Марк называл по году покупки: «Это 1997-й», — говорил он, указывая на участок, купленный на прибыль, полученную от торговли в 1997 году. «А вон 1995-й», — звучало через минуту. Похоже, у него было много прибыльных лет. Кук считает, что обязан превращать торговые прибыли в недвижимость. А что может быть лучшей недвижимостью, чем вспаханная земля?

Главная местная достопримечательность также связана с успешной торговлей: немалую часть своих прибылей Марк вложил в музей редких тракторов. Страсть к коллекционированию старинных машин он унаследовал от отца; в конце концов общими усилиями семьи был создан Музей тракторов Кука. Музея нет ни в одном путеводителе: выставка вплотную примыкает к рабоче-

му кабинету Кука-трейдера: в 1996 году для своей разросшейся коллекции Марк построил большой металлический ангар.

По дороге в музей мы заехали за отцом Марка, Марвином. Стоило нам распахнуть дверь в ангар, Марвин Кук, типичный крестьянин, немногословный и сдержанный, мгновенно преобразился: перед нами стоял мистер Экскурсовод, готовый часами увлеченно рассказывать о своем детище. От Марвина я узнал о достоинствах каждой модели, обо всех фабрикантах-производителях, чьи компании в наши дни прочно забыты. В музее хранится несколько по-настоящему уникальных экспонатов: скажем, два из пяти тракторов, выпущенных в Огайо (еще один находится у других коллекционеров, остальные пропали); компания, выпустившая машины, прекратила свое существование, не успев наладить серийный выпуск.

Наконец мы доехали до земель, приобретенных в 1994 году. Не так давно участок был отдан в аренду угледобывающему предприятию, с высокого откоса мы заглянули в открытую шахту. Этот надел Марк купил с особым удовольствием: именно здесь первоначально собирался поселиться прадедушка Кук. Впрочем, настоящим родовым гнездом стала теперешняя «ферма Кука», выстроенная в 1890 году.

Наше интервью началось вечером раньше в ресторане «У Тоцци» — лучшем в Магнолии, штат Огайо, семейном заведении, принимающем посетителей вот уже восемьдесят пятый год. Это единственный ресторан в городке (население — 1000 человек). Впрочем, отсутствие конкурентов не сказалось на качестве: блюда здесь превосходны, официанты — внимательны и предупредительны. Мы просидели за столиком два часа, этого времени едва хватило на то, чтобы начать рассказ о карьере трейдера Кука. Беседа продолжилась в рабочем кабинете Марка: отделанной орехом, лишенной всяких украшений (за исключением пейзажа с изображением коров,

чей автор — жена Кука, Терри) комнате на его ферме, возведенной здесь 125 лет назад. Разговор затянулся до часу ночи. Я знал, что на следующий день Марку рано вставать, поэтому предложил отложить остальные вопросы до утра. Мы говорили за завтраком, говорили в дороге, последний вопрос я задал, сидя в пикапе, припаркованном у въезда в аэропорт.

Начало торговой карьеры Кука — это цепь злоключений, подробности которых читатель узнает из интервью. Впрочем, этот человек не привык сдаваться. Падение для него — повод, поднявшись, работать с большим усердием. Наконец, проведя долгие годы в тщательном изучении рынка, заполнении сводок и дневников, записи и анализе совершенных сделок, Марк сумел научиться получать от торговли прибыль.

Выработав собственный стиль и почувствовав уверенность в своих силах, Марк стал принимать участие в рыночных соревнованиях: в четырехмесячном конкурсе 1989 года его прибыль составила 89%; в ежегодных соревнованиях, проводимых с 1992 года, его результаты — 563 и 322%. В последние четыре года его ежегодная прибыль составляла от 30% до заоблачных 1 422%. Приведенные цифры представляют собой отношение годовой прибыли в долларах к размеру капитала, зафиксированного на начало года, — консервативный способ подсчитывать результаты работы, не дающий полного представления об истинной эффективности деятельности Кука, поскольку он нередко снимает прибыль со счета, но никогда не вносит новые деньги на счет. Так, в год, когда его прибыль была наименьшей (с точки зрения данного метода), суммы, снятые со счета в течение года, превысили начальный капитал. Кук предоставил мне информацию о своем счете за последние четыре года. В течение этого периода 87% торговых дней он завершал, будучи в выигрыше; треть от общего числа месяцев состояла только из прибыльных дней.

Как мальчик с фермы попал на фондовый рынок?

Я начал торговать благодаря корове.

Боюсь, я не совсем понял.

В 1975 году я учился в университете Огайо на сельскохозяйственном отделении и попал в жюри национального конкурса телок в Огайо. После этого летом меня взяли одним из двух «пастухов» Нашей Коровы Элси — мы возили ее по стране в качестве рекламы Borden.

История с Лесси повторилась? Когда Элси умерла, на ее место пришла новая Элси?

Элси заменили после путешествия — оно длилось около тринадцати недель.

Где вы побывали?

Везде. Даже получили ключи от Чикаго из рук мэра Дэли: оказалось, что корова — символ города. Давали интервью нескольким теле- и радиопрограммам.

Вас спрашивали о корове? Что именно?

Ну, например, сколько она дает молока? Какой у нее характер? А сколько от нее в день навоза? Сколько ей лет? Что ест? Бодается? Почему на ней нет мух? Каждый раз, когда мне задавали этот вопрос, я отвечал: «Мыкупаем ее каждый день; она чище, чем ты».

Как-то вечером нас позвали на радиопередачу в Чикаго. Ведущим был Эдди Шварц. В 70-х, еще до того, как ток-шоу стало обычным делом, он выступал в прямом эфире всю ночь. Мы несколько часов не закрывали рта. В конце концов, где-то около трех, Эдди спросил: «Ну, ребята, чем хотите заняться?»

Я ответил: «Мы все ездим и ездим, так давно не ходили на свидание».

«Заказ принят, — сказал он, — каких девушек выбираете?»

Я всегда любил пустить пыль в глаза; в общем, я сказал: «Первую пару из тех, что придут сюда в бикини. Пойдем вместе гулять по ночному городу».

«Эй, девушки, — сказал Эдди, — слышите?»

Я сразу выпалил: «Я пошутил».

Он отвечает: «Что сказано, то сказано!» А потом, обращаясь к слушательницам: «Так вы его слышали, девушки?» Меньше чем через пятнадцать минут в студии появились две девушки в бикини.

Когда мы уходили, Эдди сказал: «Многим не нравится эта передача. Неплохо бы получить пленку с мычанием вашей коровы — я смогу включать запись каждый раз, когда позвонит очередной недоброжелатель». Во время поездки Элси всегда ночевала на какой-нибудь местной ферме. Мы с Эдди договорились встретиться утром у стойла.

Погодите, погодите, сначала о девушках в бикини. Вы отправились в город, что дальше?

Ничего, потому что книгу прочтет моя жена (*смеется*).

Утром, когда мы были на ферме, Шварц спросил:

—Ты уверен, что она замычит, Марк?

—Конечно. Элси сделает все, чего я захочу. — Я привязал ее к фургону, а магнитофон поставил внутрь.

—Она не мычит, — сказал Эдди.

—Погоди, — ответил я. — Пусть все отойдут. Я постою с ней немного и тоже уйду. Вот увидишь: она заре

вет. Элси звезда, а знаменитости нужно внимание.

—Ну и фантазер же ты, — сказал Эдди.

—Я абсолютно серьезен, смотри! — Я повернулся к Элси спиной, и она заревела как бешеная. Эта запись по

том много лет звучала на чикагском радио.

Благодаря Элси нам удалось проникнуть даже в Плейбой Клуб. Как-то вечером— мы все еще были в Чикаго — приехал наш шеф. Я предложил:

—Давайте зайдём в Плейбой Клуб.

—Ты что, Марк, — сказал он. — Кто нас туда пустит?

В Плейбой Клуб нельзя попасть без приглашения.

—Спокойствие, — обнадежил я, — я все устрою.
—Что ты болтаешь?
—Поехали. Сам увидишь.
Короче говоря, я подошел к охраннику и заявил:
—Это клуб звезд, я не ошибся?
—Точно, — прорычал парень. — Знаменитостям у нас рады. А вы кто такие?
—Неважно, кто мы, — сказал я, — главное — кого мы представляем, — и сунул ему под нос фотокарточку Элси. Ее сняли сразу после той церемонии с мэром Дэли.
—Ладно, пошутили и хватит, — не поверил охранник. Он думал, наверное, что это очередная байка, которую ему рассказывают желающие пролезть внутрь.
Правда, вид у него был удивленный: скорее всего, до знакомством с коровами здесь не хвастались.
—А вот здесь мы с подружкой в обнимку, — на другой фотографии рядом с Элси был я.
—Я сейчас, — сказал он и пошел на крыльцо. Вынес «звездный ключ» и впустил нас.

Весьма любопытная история, но какое отношение она имеет к фондовому рынку?

После колледжа я решил устроиться брокером. Безнадежное дело. Им было наплевать на мои оценки, на то, как отлично я играл в баскетбол. В конце концов я решил изменить резюме и, к счастью, вставил запись о том, что работал «пастухом» Нашей Элси. Очень скоро мне позвонили из местной брокерской фирмы в Кантоне, позвали на собеседование и предложили работу. Женщина, которая отбирала резюме, объяснила мне потом: «У нас сотни кандидатов. Но я увидела твое резюме и подумала: «Надо же, это тот парень, который ухаживал за Великой Коровай!» — и поставила тебя первым». Во время поездки мы были в Кантоне, и она увидела фотографию в местной газете. Так что корова провела меня на фондовый рынок.

Почему вы хотели устроиться брокером? Приходилось торговать акциями?

Я начал торговать акциями сразу после колледжа. На покупке и продаже коров удалось скопить капитал в \$20 тыс.

Вы провели анализ бумаг? Выработали стратегию?

Нет. Просто с разбега врезался в рынок. До сих пор помню две первые сделки: открыл длинные позиции по Columbia и Sambo. Columbia была поглощена, Sambo обанкротилась, так что я сразу узнал и лучшую, и худшую стороны нашего дела.

Вы помните, почему выбрали именно эти компании?

Да, основания были самые веские. Увидел документальные кадры со съемочной площадки «Ближних встреч третьего рода» — Columbia их в то время готовила — и решил, что фильм станет хитом. Сделка оказалась хорошей, правда, мой расчет тут был ни при чем: Columbia подверглась поглощению еще до окончания съемок.

А Sambo?

Сводные братья водили меня ужинать в Sambo. Вообще-то я не слышал о таких ресторанах, но там было мило, так что я купил. Вот вам и весь анализ. Никакими другими сведениями о компаниях я не располагал. Через некоторое время брокер, с которым я работал, сказал: «Марк, ты человек деятельный. Не хочешь заняться опционами?»

Я ответил: «Понятия не имею, что такое опционы». Тогда он дал мне рекламный буклет. Я изучил его от корки до корки, позвонил брокеру и сказал: «По-моему, рискованная штука».

«Да что ты! То же самое, что торговать акциями», — заявил он.

В апреле 1978 года я первый раз заключил сделку по опционам: купил два лота колл-опционов на Teledyne по \$9. Общая премия составила \$1 800. Опционы были проданы через два дня по \$ 13, так что прибыль на инвестированный капитал в \$1 800 составила \$800. Я подумал: «Роскошно! Это тебе не лопатой ворочать или чуть свет бежать к коровам». В следующий раз я опять купил коллы на Teledyne и опять заработал. В самое ближайшее время Марку Куку предстояло сделаться миллионером. Дела шли так хорошо, что я решил: «Зачем торговать малой частью капитала; вложу-ка я все, что имею». Я все время работал с опционами на Teledyne. В конце концов позиция пошла вниз. Я решил, что дождусь, пока цены вернутся обратно. К сроку истечения опционы упали до нуля. Пропали все деньги.

Все \$20 000?

Все, плюс примерно \$3 тыс., которые были заработаны раньше. Я помню, как заполнял налоговую декларацию за тот год. Доход составил \$13 тыс., а потери на торговле опционами — \$20 тыс. Самое неприятное, что уменьшить налогооблагаемую базу я мог только на \$3 тыс. Так что, несмотря на отрицательный доход, приходилось платить налог.

Случившееся послужило уроком?

Да. Уроком упрямства. Я знал, что хочу получить свои деньги обратно. Я не отступаю никогда и ни в чем. План был такой: в подробностях изучить все, что касается опционов и акций. Тогда я и начал устраиваться брокером. Брокером я сделался единственно для того, чтобы вернуть назад деньги.

Родители знали, о том, что капитала больше нет?

Нет, конечно. Считалось, что деньги где-то лежат.

Они и лежали.

В каком смысле?

В финансовой дыре.

Точно. Я собирался зарабатывать \$100 тыс. в год. К тому времени, как в 1979 году меня взяли брокером, я неплохо разобрался в опционах. Я снова начал торговать, но по-прежнему торговал в убыток. Проанализировав сделки, я понял: деньги пропадают, когда я держу опцион неделями и месяцами — за это время он падает до нуля. Я понял, что потерянная мной сумма перешла в карман трейдеров, продавших опционы, которые я купил. Это значит, что выгоднее быть продавцом. Был выработан метод одновременной продажи коллов и путов на высоковолатильные акции.

Маржинальное требование по короткой опционной позиции в те времена было меньше, чем премия, которую я получал от продажи. В 1979 году, когда подскочили цены на золото, я продал опционы на акции золотодобывающих компаний. Я думал, что могу продать комбинацию (*одновременная продажа колла и пута*) дороже, чем уровень маржи, необходимой для проведения сделки. В то время за этим еще не следили. Можно было открыть короткую позицию любого размера, не получив маржин-колла (требования внести дополнительное обеспечение на маржинальный счет). Расчет был отличный за исключением маленького нюанса: цены пошли не туда, куда я ожидал. Я немного выиграл на путах, которые обесценились, но проиграл на коллах—они вздорожали. Как видите, опять неудача.

Чем вы компенсировали убыток?

О, я был прекрасным брокером. Вторым в списке молодых брокеров Америки. В 1981 году я придумал систему продажи опционов, когда премии кажутся чересчур высокими; один знакомый перевел мои правила в программу. Раз в неделю компьютер выдавал список возможных сделок. Я продавал опционы, которые были сильно не при деньгах, и они всегда теряли стоимость. Каждую пятницу после закрытия торгов я запускал про-

грамму, каждый понедельник заключал сделки. В месяц прибыль составляла несколько тысяч долларов.

К маю 1982 года мой счет вырос до \$115 тыс. Я был очень доволен собой. Решил, что нашел панацею от всех бед. Увеличил объем торговли на своем счету и на счету родных. В том месяце моя стратегия принесла еще \$50 тыс.

В июне 1982 года я решил увеличить размах торговли. Программа выдала список сделок, в который входила Cities Service. Акция торговалась по \$27, колл-опционы с ценами страйк 35, 40 и 45 за неделю до погашения продавались с премиями, существенно превышающими обычные. (Опционы с этими ценами страйк на момент погашения должны были обесцениться, если цена за оставшуюся неделю не успеет подняться выше соответствующих уровней.) Я не верил своему счастью: можно было подумать, что рынок дарит мне деньги. Я продал несколько сот опционов. До сих пор помню, как 16 июня 1982 года — накануне дня моего позора — прямо перед закрытием пытался продать еще сотню опционов, но торговый приказ не был исполнен.

А на завтра было объявлено, что Cities Service перекупают на \$20 дороже, чем наибольшая цена страйк моих опционов. До конца недели торговля акциями компании и опционами прекращалась; возобновление торгов ожидалось не раньше даты истечения срока действия опционов. Разумеется, все мои опционы были исполнены (*Куку требовалось иметь по сто акций на каждый проданный опцион*), и к тому времени, как акция снова начала продаваться, мой убыток достиг \$500 тыс.

На вашем счету и счету родных?

Нет, только на моем собственном. С плюс \$165 тыс. в начале июня я дошел до минус \$350 тыс. На счетах отца, матери и тетки в общей сложности было потеряно еще \$100 тыс. Я до сих пор храню в ящике стола отчеты о той сделке. Год назад — через семнадцать лет после того

дня — я впервые понял, что в силах их просмотреть. На счет пришел маржин-колл на сумму более миллиона долларов — мне пришлось бы их заплатить, вздумай я не покупать акции, а удерживать по ним короткую позицию. Формально на исполнение маржинальных обязательств полагается пять дней, но фирма требовала, чтобы я закрывался немедленно.

Вечером я позвонил матери — ни до, ни после этого не брался за трубку с таким отвращением. Чувствовал себя ужасно. Думал, что подобных мне надо держать в кандалах. Я сказал: «Мам, надо поговорить кое о чем».

Она спросила: «Что с тобой приключилось?»

«Может быть, зайдешь ко мне утром?»

«Если только до колледжа, но, боюсь, это рано». *(Марта Кук в то время заведовала кафедрой педагогики в Мейлон-коллеѢже в Кантоне, Огайо; в настоящее время она преподает там английскую грамматику.)*

«Отлично, мам, чем раньше, тем лучше». Утром, около половины седьмого, я выглянул из окна и увидел, как матушка черепашьям шагом бредет по тротуару, хотя вообще-то она ходит очень быстро.

Она прямо с порога спросила: «Марк, в чем дело?»

Я мрачно ответил: «Сначала присядь».

Она села и снова сказала: «Стряслось что-то страшное, да?»

«Да, к сожалению. Мам, я угробил ваши \$100 тыс.».

Она даже глазом не моргнула. Задумчиво посмотрела на меня и спросила:

—А ты сколько потерял, Марк?

—Полмиллиона долларов, мама.

—Разве у тебя было полмиллиона долларов?

—Не было, мама.

—Ну, так что же с тобой приключилось?

—Как это — что приключилось?

—Кроме денег, какие еще неприятности?

—Мам, разве этого мало?

—Только-то! Я думала, у тебя рак.

Она заставила меня посмотреть на происшедшее иными глазами. А потом матушка сказала совсем невероятную вещь: «Скоро ты вернешь деньги?»

Заговори она о чем угодно другом, я бы сдался. Но она сумела найти нужные слова в подходящий момент. Я слегка распрямил плечи и сказал «Через пять лет», — просто так, наобум, потому что понятия не имел, как раздобуду такую сумму.

«Можешь отдать через десять лет, — сказала она. — Давай, берись за дело».

С тех пор я не продал ни одного непокрытого опциона (опционную позицию, которая в случае резкого роста или падения рынка грозит убытком, чей размер заранее определен быть не может).

Что случилось с Cities Service после того, как брокерская контора ликвидировала ваш счет?

Самое смешное, что сделка могла пройти. Окажись я в состоянии исполнить маржин-колл, через месяц деньги вернулись бы, а возможно, вернулись бы с прибылью. Заявление о поглощении поступило непосредственно перед исполнением опционов, затем было сразу отозвано. Кажется, по этому поводу собирались провести расследование, но так и не провели. Правда, в любом событии есть хорошие стороны: если бы исполнили приказ на продажу последней сотни опционов, который я выставил накануне, я бы остался банкротом.

Как вы покрыли образовавшийся на счету дефицит в \$350 тыс.?

\$200 тыс. дали родители, остальные \$150 тыс. я занял под залог фермы. Самое гадкое — занимать деньги, чтобы вывести брокерский счет в ноль. Мне было двадцать восемь лет, и я был намерен пробить себе дорогу. Работал по четырнадцать часов в сутки. Обычно день строился так: подъем в 5.30, до 9.00 — дойка, уборка на

ферме, потом до 17.30 работа в офисе брокером. Потом домой, переодеться — и снова в коровник, доить. В 21.00 ужин и сон. Собственно говоря, я в двух местах работал по полному дню. Так продолжалось пять лет.

Такой жесткий график был нужен, чтобы как можно скорее получить назад деньги?

Ферму нельзя было бросить, поскольку под нее были заняты деньги. К тому же шел 1982 год—самый пик цикла роста процентных ставок. Только выплаты по процентным ставкам в год равнялись \$8 800. Чистая стоимость моего капитала составляла примерно минус \$200 тыс. Многие советовали объявить банкротство, но я не хотел. Сейчас, когда вспоминаю то время, кажется, что банкротство было бы неплохим деловым решением. Правда, настоящим трейдером я бы не стал: банкротство — знак поражения.

Вам не казалось, что это добровольное подвижничество — род наложенного на себя наказания?

Да, скорее всего.

Как отнеслась к происшедшему ваша жена?

Очень сочувственно. Когда я начал выкарабкиваться, она сказала: «Стоит зажать тебя в угол, и ты с жуткой скоростью принимаешься зарабатывать деньги». Это правда. Даже сейчас, если месяц был неудачным, я, как тигр, набрасываюсь на рынок, чтобы отработать убыток. Жена знает: если сижу по четырнадцать часов в офисе — значит, работа не идет. И наоборот: стоит прийти домой рано, она говорит: «Вижу, торговля движется».

Большинство трейдеров, с которыми я беседовал, говорят, что в периоды неудач работают меньше или берут отпуск.

Я наоборот. Чем больше убыток, тем чаще сделки.

Вы не боитесь таким образом ухудшить положение?

Растет торговая активность, а не количество вложенных денег. Собственно говоря, при убытке я первым делом «унимаю кровотечение». Отсюда и значок на компьютере. (Марк указывает на надпись: «Сокращайся».) Неприятную позицию я не закрываю целиком; сокращается ее объем. А любая следующая сделка заключается в расчете на обязательный выигрыш. Неважно, какой. Главное — восстановить уверенность в своих силах. Пусть прибыль равняется паре сотен долларов — важно, что я по-прежнему в состоянии зарабатывать. После первой же удачной сделки все возвращается к прежнему ритму.

Ваш совет трейдерам, переживающим полосу неудач?

Выбросить из лексикона словечко «надеюсь». Самое мерзкое слово. Чем говорить: «Надеюсь, все еще образуется», лучше сократите размер позиции.

А если дела идут отлично? Как вести себя, когда удача улыбается?

Ни за что не увеличивать размер позиции только из-за того, что сделка прошла хорошо. Иначе самой крупной окажется позиция, которую вы проиграете.

Сколько времени прошло со дня катастрофы с Cities Services до возобновления торговли на фондовом рынке?

Почти два года. Первую сделку я заключил в апреле 1984 года — тогда родилась моя старшая дочь.

Дебют был успешным?

В 1984 и 1985 годах я, в целом, не выигрывал и не проигрывал. Первым успешным годом был 1986-й.

Что-нибудь изменилось?

Да. Я придумал кумулятивный индикатор тиков. В 1986 году я завел ежедневный торговый дневник. Каждый день в него заносились повторяющиеся фигуры,

отмеченные мной на рынке. Одним из действенных индикаторов был так называемый «тик», то есть число зарегистрированных на Нью-Йоркской фондовой бирже акций, показавших на последней сделке тик цены вверх, минус число акций, показавших тик вниз. При росте рынка тик будет положительным, при падении — отрицательным. Я заметил, что при крайне отрицательных значениях тика рынок имеет тенденцию к росту. И наоборот: сильные положительные значения тика указывают на падения.

Я спросил знакомого брокера — он работал на рынке лет тридцать, — как интерпретировать крайние положительные или отрицательные значения тика. Он сказал: «Тик отрицательный — значит, рынок падает; положительный — значит, растет».

Я сказал: «Да, знаю. Но если они сильно положительные или сильно отрицательные?»

«Если сильно положительные — покупай, если сильно отрицательные — продавай», — ответил он. Я задавал этот вопрос разным брокерам, но ответ неизменно повторялся.

Совет брокеров противоречил данным, полученным мной опытным путем, поэтому я решил поступать строго наоборот: когда тик поднимался выше +400 — продавал, когда он падал ниже —400 — покупал. Результаты заносились в торговый дневник; через некоторое время стало ясно: выбранная стратегия удачна. Я заметил, что чем больше накоплено крайне отрицательных значений, тем сильнее отскочит вверх рынок; чем больше крайне положительных тиков, тем заметнее будет падение рынка. Наконец мне пришла в голову идея изучать накопительные значения тиков — так родился мой кумулятивный индикатор тиков. Индикатор ни разу не давал ложный сигнал, но пользоваться им сможет только человек с железными нервами: значения достигают крайних точек исключительно в моменты паники (как правило, ее причиной становится поступившая на рынок извне неожиданная информация).

Я знаю, что кумулятивный индикатор тиков — авторский аналитический инструмент, чей принцип действия остается тайной для широкой публики, и все же — несколько слов о его устройстве.

При подсчетах игнорируется период, в течение которого линия демонстрирует нейтральные значения, то есть значения между -400 и +400. Как только тики пересекают эти пороги, значения начинают фиксироваться через определенные промежутки времени, прибавляясь к кумулятивной сумме. Если на шкале от 0% до 100% эта сумма падает ниже 5%, подается сигнал о наличии ситуации перепроданности (сигнал к покупке), если она поднимается выше 95%, генерируется сигнал о наличии перекупленности (сигнал к продаже).

Сколько времени понадобилось вам, чтобы покрыть дефицит в \$350 тыс., образовавшийся на счету после сделки с Cities Service?

Пять лет, если вести отсчет со времени сделки с Cities Service, которую я совершил через три года после начала работы на фондовом рынке. Лучшим годом был 1987-й. Когда я об этом рассказываю, люди сразу решают, что во время октябрьского краха я открывал короткие позиции — на самом деле, большая часть денег была получена на бычьем рынке несколькими месяцами раньше.

В те времена я еще не занимался внутридневной торговлей. В мае 1987 года сложилась феноменальная, с моей точки зрения, ситуация, крайне выгодная для покупки колл-опционов на индекс акций. Совпали сразу два обстоятельства: во-первых, крайне бычьи значения давал кумулятивный индикатор тиков, во-вторых, премии на опционы заметно подешевели из-за падения волатильности. Мой дед любил говорить: «Покупайте, когда вещь никому не нужна; продавайте, когда она нужна всем». Я вложил \$55 тыс. в долгосрочные колл-опционы

на индекс акций, бывших не при деньгах, — они торговались по $V_2 - \frac{5}{100}$. (Этот тип позиций по опционам позволяет трейдеру во много раз увеличить инвестированный капитал, если рост цены окажется существенным; при любом другом развитии событий вложенные деньги будут потеряны.) Было куплено более тысячи опционов. В течение ближайших месяцев цены резко подскочили, волатильность сильно возросла — факторы, благодаря которым стоимость моих опционов повысилась в несколько раз.

Начиная со дня катастрофы с Cities Service в 1982 году, у меня была одна мечта: доказать родным, что я умею работать. 7 августа 1987 года я приехал в гости к родителям. Мы разговаривали, и я сказал:

— Я опять торгую опционами.

— Я так и знал! — закричал отец. — Какие на этот раз несчастья?

— Сейчас узнаешь, папа.

— Зачем ты ввязался в эту историю? Мало было прошлого раза? У тебя опять проблемы, Марк?

— Да, у меня проблема с подоходным налогом, — сказал я. — Я купил колл-опционы, которые сейчас сто

ят \$750 тыс.

— Сколько ты инвестировал? — спросил отец.

— \$55 тысяч.

— Боже мой, немедленно закрывай позицию!

— Нет, завтра они еще подрастут.

На следующий день я продал всю позицию; прибыль составила \$1,4 млн.

Кумулятивный индикатор тиков — один из аналитических инструментов, позволяющих вам принимать верные торговые решения. Каковы остальные?

Кумулятивный индикатор тиков срабатывает всего два-четыре раза в год, в остальное время его значения нейтральны. В промежутках я реализую целый набор разных моделей сделок.

Приведите пример нескольких таких моделей.

Одна из сделок получила у меня название «сочетательной»: для того, чтобы был подан сигнал к покупке, необходимо сочетание двух факторов. Значения тика должны упасть ниже -400, а значения индикатора тиков на основе тридцати акций Доу Джонса—опуститься ниже 22. На эту сделку я отвожу двадцать одну минуту, не больше. (*Марк заводит стоящий на столе таймер для варки яиц, который во время его рассказа продолжает громко щелкать.*) Воображаю, что таймер — это бомба с часовым механизмом, позицию надо закрыть прежде, чем все разлетится на куски. Позиция ликвидируется, если выполняется любое из трех следующих условий: я получаю желаемую прибыль в 3 пункта, срабатывает стоп-сигнал на 6 пунктах убытка или истекает двадцать одна минута.

Почему именно двадцать одна?

Вычисления основаны на данных торгового дневника, который я вел. У меня собран огромный материал о сделках этого типа. Лучшими оказались позиции, закрытые достаточно быстро. Я обнаружил, что 3 пункта надо заработать за десять минут. Если позиция остается открытой больше десяти минут, шансы на успех есть, но они существенно ниже. Через пятнадцать минут шансы настолько низки, что единственное разумное решение — закрыться. Чем дальше, тем меньше вероятность того, что поставленная цель будет достигнута.

Допустимый риск в пунктах у вас в два раза превышает поставленную цель — весьма оригинальная стратегия.

Все дело в вероятности. Я люблю сделки с высоким шансом на успех. Сделка этого типа, как и многие другие мои модели, в среднем приносит прибыль в семи случаях из восьми. Если семь раз выигрываешь по 3 пункта и один раз теряешь 6, в целом восемь сделок остаются в плюсе на 15 пунктов.

Другая моя модель предполагает изучение отношения S&P к Nasdaq. Полученная информация позволяет решить, на каком рынке торговать, если будет подан сигнал. Когда один из прочих индикаторов подаст сигнал к покупке, я куплю более сильный на текущий момент индекс. Если я получу сигнал к продаже, продан будет более слабый индекс.

Какие индикаторы могут подать эти сигналы?

У меня есть модель под названием «покупка по тик»: если значение тика достигает -1000, я куплю, поскольку после этой точки рынок будет стремиться отскочить вверх.

Иными словами, если тик подаст вам сигнал к покупке, что подразумевает резкое падение рынка, вы выберете для покупки тот из двух индексов — S&P или Nasdaq, — который в этот день окажется менее слабым.

Точно.

Не могли бы вы описать еще несколько моделей?

Одну из сделок я зову «катапультой»: представляешь себе катапульту, которая отклоняется назад, пока не выстрелит и ядро не улетит далеко вперед. Скажем, S&P колеблется в интервале от 1350 до 1353, причем каждый раз его снижение оказывается немного меньше предыдущего. В этом случае я считаю, что рынок в конце концов катапультирует за пределы интервала на величину, равную размеру интервала, то есть сравняется с 1356. Сделка работает, поскольку стоп-ордера располагаются непосредственно над верхней точкой интервала.

Другая модель строится на отношениях облигаций и S&P. Облигации и S&P напоминают супружескую пару. Рынок облигаций первым начинает движение, значит он женщина, потому что мужчина всегда идет за женщиной. Когда парочка начинает встречаться, молодые люди не

очень хорошо знают друг друга, и их отношения слегка дисгармоничны. В такие дни, если рынок облигаций идет вверх, S&P тоже может подняться, однако он не будет точно следовать партнеру. Потом они становятся женой и мужем — отношения делаются более близкими. Наконец — свадьба и медовый месяц. Во время медового месяца все их движения синхронны. В «медовые» дни, если рынок облигаций поднимется на несколько тиков, S&P сразу пойдет вверх на столько же, так что я покупаю S&P и быстро получаю прибыль. После медового месяца, когда начнется семейная жизнь, облигации станут по-прежнему тащить за собой S&P, но супруги будут не так согласны, как прежде. Затем начнутся разногласия: стоит облигациям подняться, S&P, скорее всего, упадет. И наконец — развод. Во время «развода» облигации и S&P станут двигаться в прямо противоположных направлениях. Каждый день я решаю, в каких отношениях находятся облигации и S&P. Сегодня, скажем, облигации росли, а S&P шел вниз. На Уолл-стрит это называют «бегством к качеству», я же определяю ситуацию как «развод».

Вы управляете чужими деньгами или работаете исключительно на собственном счету?

В 1989 году я решил сделаться управляющим фонда. Стал расспрашивать знакомых, как, не имея связей, привлечь инвесторов. Один человек посоветовал принять участие в Инвестиционном Чемпионате США (соревнования по торгам с реальными деньгами, в настоящее время уже не проводятся), он считал, что это хороший способ привлечь к себе внимание публики. До того я даже не слышал о подобного рода состязаниях. В 1989 году соревнования длились по четыре месяца. Я записался в категорию торговли опционами и пришел вторым, получив за четыре месяца 89%. Главное — у меня появилась уверенность в своих силах. Я решил развязаться с брокерской деятельностью и сосредоточиться на проведении собственных сделок.

Почему вы не могли продолжать работать в обоих направлениях?

У меня создавалось ощущение, будто всякий раз, как сделка требовала полного внимания и быстрой реакции, звонил клиент и заводил разговор о компании коммунального обслуживания или о чем-нибудь столь же срочном.

Я открыл персональный счет в одной клиринговой фирме в Нью-Йорке, они имели дело со многими портфельными управляющими. Счет функционировал три или четыре месяца, когда мне позвонили из отдела внутреннего контроля (отделение компании, следящее за тем, чтобы торговля на всех счетах велась в соответствии с нормами, предписанными правительством). Я, конечно, перепугался: кто знает, что я еще натворил!

—Я наблюдал за вашим счетом, — сказал сотрудник отдела, — и пришел к выводу, что вы торгуете только опционами.

—Все правы.

—Мне показалось, что вы только покупаете опционы.

—Правильно, — сказал я, — не понимаю, зачем их продавать.

—Почему вам не нравятся сделки по продаже опционов? — спросил он.

—Риск слишком велик, — ответил я.

—Я просмотрел все сделки, совершенные вами с момента открытия счета в нашей компании, — сказал он.

—И в чем я провинился?

—Ни в чем. Просто я впервые встречаюсь с человеком, выбравшим такой стиль торговли.

—А если точнее?

—Во-первых, кроме вас, никто так быстро не закрывает позиций. Похоже, через три дня любая позиция

ликвидируется. Почему?

—Потому что я много лет анализировал свои сделки и понял, что позиция, открытая дольше трех дней, дает

меньше прибыли. Когда покупаешь опцион, премия с

каждым днем уменьшается. Представьте, что держите в

руке сосульку: она тает, тает, пока совсем не исчезнет. Но послушайте, вы же из отдела внутреннего контроля, что вам от меня надо?

—Мы давно ищем человека вашего склада. Хотим предложить вас в качестве управляющего своим клиентом там; ждем, чтобы счет проработал подольше, — тогда вы сможете предъявить отчет о результатах работы за год. Возможно, мне не следовало сейчас звонить вам — те перь, когда выяснилось, что за счетом следят, вам будет труднее показывать прежние результаты. —С какой стати? — возразил я. — Это ничего не меняет. —Посмотрим, — сказал он.

Он обратил внимание на ваш счет, поскольку искал подходящую кандидатуру на должность управляющего деньгами клиентов компании?

Вовсе нет. Он думал, что я действую в обход законов. Трейдер, который торгует только опционами и к тому же очень быстро закрывает позиции, должен выглядеть подозрительно.

Он по-прежнему контролировал счет, а по истечении года позвонил снова:

—Вы знали, что за вами следят, и умудрились работать лучше, чем прежде.

—Еще бы — вы меня подзадорили!

—И все же результаты не подходят.

—Почему?

—Они слишком блестящи. Этим цифрам никто не поверит. Но не волнуйтесь, я соберу для вас деньги.

По

казывать отчет об успехах не придется. Люди доверят

вам капиталы по моей рекомендации.

Несколько небольших счетов он соединил в один счет на \$1 млн., и в начале 1991 года я стал торговать на этом счету. Если вы помните, тогда США собирались атаковать Ирак, на фондовом рынке шли массовые продажи. Кумулятивный индикатор тиков показывал, что рынок

сильно перепродан. 4 января я стал покупать коллы на индекс S&P (позиция, дающая прибыль в случае роста рынка). В течение ближайших дней я увеличил размер позиции.

Погодите. Разве вы держите позицию открытой больше трех дней?

Как правило, нет. Существует одно исключение: ситуация, когда кумулятивный индикатор тиков, который срабатывает всего несколько раз в год, по-прежнему велит покупать — в этом случае я удерживаю позицию дольше. Если индикатор тиков подает сигнал — значит, поведение рынка может измениться в ближайшее время, однако, возможно, что процесс будет разворачиваться долго (однажды пришлось ждать семь недель). Пока индикатор подает сигнал, я продолжаю действовать в выбранном направлении. Если рынок перепродан, я буду покупать только коллы, если перекуплен — только путы. (Пут-опционы дают их покупателю право *продать* акцию или индекс по цене страйк и, таким образом, являются выгодными на падающем рынке). Я по-прежнему открывал и закрывал разного рода позиции, но основная часть портфеля была инвестирована в длинную позицию по колл-опционам. Позиция упала на 25%. Поскольку для этого счета существовал план минимизации риска, ограничивавший общий размер инвестиций одной третьей частью капитала, в отношении к капиталу в целом падение составило 8%.

7 января мне впервые позвонил президент компании. К тому времени я работал на счету всего неделю. «Как вы оцениваете перспективы движения рынка?» — спросил он.

Я догадался, в чем дело. Ему звонили обеспокоенные инвесторы: мне самому не приходилось с ними общаться. «Видите ли, — сказал я, — кумулятивный индикатор тиков указывает на крайнюю перепроданность». Я объяснил ему: когда мой индекс демонстрирует крайнюю перепроданность, очень выгодно покупать.

—Когда рынок пойдет вверх? — спросил он.

—Это может произойти в любое время. Нужен катализатор. Но точную дату я назвать не могу.

—Ваш индикатор — абсолютно бессмысленная штука, — заявил он. — Рынок движется вниз.

—Что ж, отдавайте приказ, — сказал я. — Только имейте в виду: инвесторам обязательно станет известно,

что позиция была закрыта вами, а не мной.

В офисе работала секретарша, она слышала наш разговор. Когда я бросил трубку, она закричала: «Боже мой, зачем вы ему нагрубили!»

Я сказал: «Не волнуйтесь, он не закроет счет: побоится принять ответственность на себя. Он хочет, чтобы я сам разбирался с этим».

Ночью 10 января США начали воздушный налет на Ирак, и на следующий день цены полетели вверх. Рынок невероятно вырос, мало того: резкий рост волатильности привел к существенному увеличению премий на опционы. 12 января президент компании позвонил снова.

Как обстояли дела на счету?

Позиция по опционам, которую удерживал я, возросла почти в четыре раза. *(Поскольку Кук инвестировал треть всего капитала, то его прибыль составила около 100%.)* К тому времени я уже начал переводить позицию в наличные. Он, конечно, об этом знал.

—Что вы намерены делать? — спросил он.

—Собираюсь постепенно закрывать позицию, — ответил я.

—Но она идет вверх! По вашему мнению, рост продолжится?

—Да, скорее всего: кумулятивный индикатор тиков все еще показывает крайнюю перепроданность.

—Так почему не удерживать позицию дольше?

—Вы не поняли, — сказал я. — Премии на опционы взлетели, в частности, из-за быстрого роста волатильности.

(Цены на опционы зависят как от рыночной цены на

соответствующую акцию, *так* и от волатильности.) Как только волатильность упадет, цены на опционы останутся несмотря на то, что сам рынок будет расти. К тому же, когда вы позвонили на прошлой неделе, я понял: инвесторы беспокоятся; возможно, им будет приятнее, если деньги окажутся у них в карманах. Я прав?

—Верно, — ответил он.

—Вот видите. Итак, продолжим ликвидацию позиции.

— Марк, — заявил он, — вы неповторимый трейдер. Именно так и сказал.

—Очень признателен за высокую оценку моих профессиональных качеств, — я произнес это ради секретарши: она очень внимательно слушала. — Индикатор работает, теперь вы в него верите?

— Да, разумеется. Ваш индикатор работает.

Я повесил трубку, и секретарша сказала: «Как мило с его стороны позвонить и поблагодарить вас».

—Вот увидите, — сказал я, — он отберет деньги при первой возможности.

—Зачем? — удивилась она.

—Потому что он не выносит волатильности и не справляется с клиентами. К тому же он не понимает

смысла моих действий — так что посредник из него ни

кудышный. Его вмешательство приведет только к тому,

что скептиков и недовольных станет больше. Если бы с

клиентами позволили беседовать мне, они слышали бы

уверенность в моем голосе, я бы их убедил.

Самое смешное, что раньше я очень хотел работать в такого рода структуре: думал, что от инвесторов надо держаться подальше, тогда их эмоциональный настрой не сможет влиять на принятие торговых решений. Оказалось, что между мной и клиентами встал посторонний человек, чье посредничество только ухудшило ситуацию.

— Он найдет предлог, чтобы закрыть счет, — сказал я секретарше.

—Какой предлог? — удивилась она. — Вы почти удвоили деньги!

—Не знаю, какой. Что-нибудь выдумает.

К тому моменту премии на опционы поднялись так высоко, что покупатель опционов, вроде меня, практически не имел возможности получить прибыль. Покупать опционы в те дни было все равно, что приобретать «Юго» по цене «Роллс-ройса».

Вы перестали торговать?

Да, я приостановил торговлю. Я заключаю сделку, только если верю в 75-процентную вероятность успеха. В течение ближайших месяцев я потихоньку торговал малыми лотами, счет слегка колебался в одну и в другую сторону.

В конце апреля опять позвонил президент компании.

—Почему вы больше не работаете? Вы что, трусливы ли? — закричал он.

—Конечно, я боюсь. Но только не клиентов, а рынка. Не представляю, чтобы какая-нибудь сделка обещала

75% успеха, а действовать наобум я не привык.

—Инвесторы ждут результатов. Почему вы не можете работать так же, как в январе?

— Потому что рынок изменился. Мы можем не сколько месяцев сидеть сложа руки, и все равно годовой результат будет отличным.

—Да, — согласился он. — Пока у вас +85%.

—Разве инвесторам этого мало?

—Они видели, как в январе вы удвоили деньги, им хочется, чтобы вы и дальше трудились в поте лица.

По

жалуй, вам стоит поторговать, Марк.

Я повесил трубку, и секретарша спросила: «Чего он хочет теперь?»

«Собирается заставить меня торговать. Смешно: в январе он хотел закрыть позицию; сейчас, когда я не намерен заключать сделки, он хочет, чтобы их было больше».

Как вы поступили?

Я решил, чтобы он успокоился, открыть одну позицию. Тогда, если дела пойдут плохо, он сам согласится, что зря настаивал. Но как только я заключил сделку, до меня дошло, какая это глупость — терять деньги, чтобы доказать свою правоту. Разумеется, я потерял не много, около 5% капитала. Позиция была закрыта. Я перестал торговать.

Как вознаграждался ваш труд?

Предполагалось, что я получу процент от прибыли.

Стандартные 20% от прибыли?

Вы не представляете, до чего я тогда был наивным. Они мне сказали: «Не волнуйся, мы тебя не обидим». Никаких письменных договоров. Я согласился, потому что был больше заинтересован в хорошем годовом отчете, чем в деньгах от торговли на этом счете. Мне так хотелось сделать карьеру, что я соглашался на любые условия.

В конце мая президент позвонил еще раз. Он сказал, что два инвестора забирают свои деньги со счета.

—Наверное, у них какие-нибудь неотложные гра ты, — сказал я.

—Не буду скрывать от вас, Марк, — сказал он, — деньги готовы забрать еще несколько человек.

—Но почему?

—В последнее время счет бездействовал.

—Вспомните, на сколько счет вырос! Скажи вы в начале года, что на свой капитал инвесторы получают при

быль в 80%, разве клиенты не пришли бы в восторг?

—Да, но за первый месяц результаты были лучше. А последние четыре месяца вы бездельничали.

—Слушайте, — сказал я, — на что, собственно, эти клиенты рассчитывали?

—Я показал им ваш отчет за прошлый год.

—С какой стати? — возмутился я. — Отчет показывает, как я работал на собственном счете, где инвестиро-

валось до 100% капитала. На моем счету, благодаря плечу, прибыль могла быть в три раза больше, чем здесь, но и падения капитала могли быть в три раза крупнее. Едва ли ваши клиенты готовы к 40-процентным падениям капитала!

Через десять минут он перезвонил и сообщил: «Мы закрываем счет».

Я был вне себя, кровь буквально кипела. Не знаю, что он наговорил инвесторам: они одновременно забрали деньги. Чужим капиталом я управлял тогда в первый и последний раз.

Вам заплатили за полученную прибыль?

Ни цента.

Как сказал Самюэль Голдвин: «Договор, не оформленный юридически, не стоит бумаги, на которой записан». Как развивались события после того, как счет был закрыт?

До конца года я практически не торговал, поскольку рынок не благоприятствовал покупке опционов. В ноябре 1991 года я записался на Торговый Чемпионат США 1992 года, в то время он длился уже не четыре месяца, а год. Готовясь к нему, я просмотрел все свои сделки, начиная с 1970-х годов: надо было выяснить, почему я зарабатывал и почему терял. Оказалось, что самым удачным днем был для меня вторник, а самым плохим — пятница.

Почему?

Потому что я включаюсь в работу не сразу. Понедельник уходит на то, чтобы «разогреться», а во вторник я уже в форме. К пятнице силы иссякают, и, даже если неделя прошла хорошо, становлюсь вялым и безразличным. Так что на 1992-й год я избрал вот какую стратегию: по пятницам не заключать сделки вовсе, зато по вторникам торговать более агрессивно.

Сделанные тогда выводы до сих пор определяют ваш подход к торговле?

Да-да! Метод, который я в то время придумал, дает отличные результаты. Без него я не стал бы успешным трейдером.

Что вы посоветуете людям, пошедшим по вашим стопам и решившим заработать торговлей на жизнь?

Если вы хотите сделать торговлю профессией, к ней надо отнестись как к любому другому бизнесу, то есть в первую очередь — составить план. Представьте, что некий человек решил открыть свое дело. Как вы думаете, что будет, если он зайдет в банк, мило улыбнется и скажет: «Одолжите-ка мне \$200 тыс.»? По-вашему, они ответят: «Что за очаровательная улыбка! Вот деньги». Конечно, нет. У трейдера должен быть солидный проект. К сожалению, большинство людей начинают торговлю на фондовом рынке, не имея четкого бизнес-плана.

Как строится бизнес-план трейдера?

Он должен содержать исчерпывающие ответы на следующие вопросы:

- На каких рынках вы будете торговать? Выбор рынка зависит от характера трейдера, поскольку свойства рынка — отражение личных качеств работающих на нем людей. Человек, который торгует акциями интернет-компаний, мало похож на того, кто имеет дело с компаниями коммунального обслуживания.
- Какова ваша торговая капитализация? С одной стороны, надо, чтобы человек мог сказать: «Пусть деньги пропадут; на мой образ жизни это не повлияет». С другой стороны, счет должен быть достаточно большим, поскольку ваша цель — получать не меньше, чем зарплата на нынешнем рабочем месте. В противном случае, вы скоро почувствуете, что прогадали. Имейте в виду, что торговля,

скорее всего, отнимет больше энергии, чем ваша теперешняя работа.

- Как будут отдаваться торговые приказы? Позиции будут открываться постепенно, частями или сразу? Как будут закрываться позиции, принесшие прибыль? Как будут закрываться убыточные позиции?
- Какое падение капитала заставит вас остановить торговлю и пересмотреть свои методы? При каком падении капитала с торговлей будет покончено навсегда?
- Какую прибыль вы рассчитываете получить за кратчайший отрезок времени, необходимый для воплощения в жизнь придуманной вами стратегии?
- Какие методы будут использованы для анализа сделок?
- Как вы поступите, если проблемы личного характера помешают вам концентрироваться на работе?
- Как следует организовать рабочее помещение, чтобы оно помогало успешно трудиться и увеличивать шансы на успех?
- Как будете вознаграждать себя за успешные сделки? Поедете отдыхать, купите новую машину?
- Что нужно предпринять, чтобы усовершенствовать свои навыки трейдера? Какие книги стоит прочесть? Какие исследования провести?

Еще несколько советов людям, избравшим для себя профессию трейдера.

Считайте, что торговля — ваше призвание, а не хобби. Время от времени я устраиваю семинары для трейдеров. Однажды на мой четырехдневный семинар пришел тренер по теннису. На третий день я задал студентам вопрос: чему вы научились и как собираетесь использо-

вать полученные знания? Когда пришла его очередь, он сказал: «Теннис я не брошу. Ученики приходят по вторникам и четвергам, так что по понедельникам, средам и пятницам можно будет торговать».

«В таком случае, — отметил я, — вторники и четверги станут днями, когда рынок будет вам мстить. Вы заработаете сотню долларов на уроке и потеряете тысячу на акциях».

«Ничего подобного не случится, — возразил он, — потому что позицию я буду закрывать каждый день». Через полгода он ушел с рынка. Он совершил две ошибки: во-первых, не понял, что главное в жизни для него — теннис; во-вторых, не осознал, что торговля в его случае — хобби, а за развлечения надо платить.

Почему многим не удается стать хорошими трейдерами?

Люди недооценивают временные затраты, необходимые для того, чтобы научиться торговать. Они думают, что могут недельку посидеть рядом со мной и сделаться профессионалами. Разве студентам колледжа придет в голову сказать: «Я знаю, что курс рассчитан на семестр, но мне хватит и семи дней»? Трейдер — такая же специальность, как и все остальные, овладение ею требует времени.

Много лет назад один из студентов моего семинара спросил: «Сколько времени мне потребуется, чтобы стать профессиональным трейдером, бросить работу и содержать семью?» Я ответил: «От трех до пяти лет». «Что? Да я научусь за полгода!» — заявил он. «Возможно, вы куда умнее меня. Я в первые пять лет не сумел заработать».

С тех пор прошло семь лет, а он до сих пор не состоялся как трейдер. Вам не придет в голову за пару дней стать доктором или адвокатом, а торговать на фондовом рынке не менее сложно. Это — призвание, требующее времени, усилий и опыта. Мудрость дается опытом

и знаниями. Имея больше знаний, можно быть менее опытным, и наоборот. Но только обладая запасом того и другого, трейдер достигнет отличных результатов.

Какие еще ошибки совершают новички?

Другая распространенная ошибка— недостаточная капитализация. Иногда ко мне на семинар приходят люди, решившие начать торговать, имея \$10 тыс. В таких случаях я говорю, что всю сумму можно обратить в сто-долларовые купюры и одну за другой спускать в унитаз: торговля с начальным капиталом в \$10 тыс. — процедура столь же результативная, разве что более болезненная. Этой суммы недостаточно, чтобы начать работать на фондовом рынке.

Перечисленные вами причины неудач связаны с самим подходом к торговле: люди не обладают должным запасом знаний или должным капиталом. Какие еще недостатки могут помешать человеку добиться успеха?

Неудачник может быть очень умным и прекрасно знать рынок. Я видел, как деньги теряют люди, имеющие достаточный опыт работы, в то время как новички обогащаются. Важно, чтобы трейдер хорошо представлял собственные недостатки и умел с ними справляться. Тот, кто не учится на своих ошибках, не может работать на рынке.

Несколько лет назад ко мне на прием записался человек, торговавший опционами. Он спросил, не хочу ли я перед встречей просмотреть его сделки за прошлый год. Я согласился: я люблю учить и всегда искренне хочу помочь человеку.

—В прошлом году у меня было 84% прибыльных сделок, — сказал он.

—Отлично. Много вы заработали?

—Нет. По результатам за год я остался в убытке.

—Значит, надо сосредоточить внимание на оставшихся 16%, — решил я.

— Да, поэтому я и хотел, чтобы вы просмотрели отчеты о сделках.

Он послал мне все данные: выяснилось, что всего за год он совершил больше ста сделок, причем основные убытки принесли пять из них. Сначала я не мог понять, что объединяет эти неудачные позиции. Наконец мне пришлось в голову свериться с календарем. Оказалось, что четыре из пяти сделок были совершены в пятницы исполнения опционов. Я позвонил ему и сказал:

—Я понял, в чем ваша ошибка.

—Неужели? — спросил он. — Что же вы обнаружили?

—Четыре из пяти сделок, нанесших капиталу заметный ущерб, приходится на пятницы исполнения опционов.

—Да, я знаю.

—Значит, проблему легко решить.

—Отлично. Я был уверен, что вы мне поможете.

—Не торгуйте по пятницам исполнения опционов.

—О чем вы, Марк? Эти торговые дни — самые увлекательные.

—Решите, что вам дороже: увлечение или деньги.

Перестаньте торговать по пятницам исполнения опционов.

Не ходите в офис, поезжайте на отдых.

—Нет, не получится. Только не в этот день. Попробую выкрутиться по-другому.

—Либо вы исключите торговлю по пятницам, либо рынок исключит вас, — сказал я ему.

Через полгода этот трейдер был банкротом. Он изучил индикаторы вдоль и поперек. Он был настоящим трудоголиком и очень умным человеком. Большую часть времени он разумно строил управление риском. Единственное, чему он не научился, — отходить в сторону, когда вокруг закипают страсти. Он обнаружил ошибку, но не исправил ее.

Были другие трейдеры, которым вы хотели, но не сумели помочь?

Пару лет назад мне позвонил один человек, он посещал мой семинар. Рассказал, что мечтает стать профессиональным трейдером, но не может добиться успеха. Я объяснил, как следует составить бизнес-план. Потом он позвонил снова и снова попросил совета. Мы беседовали по телефону еще несколько раз. Во время одного из звонков его голос вдруг стал хриплым и тихим.

— Плохо слышно, — сказал я ему. — Похоже, связь прерывается.

— Нет, просто я не могу говорить, жена в комнате, — зашептал он.

— Ясно. Она не знает, сколько проиграно денег?

— Не знает.

— Так расскажите ей. Раз жена не одобряет увлечения рынком, а разводиться вы, по-моему, не собираетесь, все

мои советы бесполезны. Если вы по-прежнему станете

торговать втайне от жены, пропадут либо деньги, либо

семья.

Он не послушал меня и в результате потерял и то, и другое.

Что происходило в сентябре-декабре 1997 года? Из документов, которые вы мне прислали, следует, что это единственный убыточный период, совершенно не характерный для прочих лет торговли. Насколько я помню, за четыре месяца было потеряно \$300 тыс.

К концу года показатели всегда падают. Наверное, я устаю или реакция становится хуже.

Боюсь, в данном случае объяснение не подходит. Тот период, о котором я говорю, не идет ни в какое сравнение с последними месяцами прочих лет: результаты во много, много раз хуже. Должно быть, дело в чем-то другом.

(Кук произносит еще несколько общих фраз, пытается объяснить, почему в тот период мог работать хуже. Наконец в памяти всплывает верный ответ.) Слушайте, а

ведь вы правы! Надо же, совсем забыл! В августе 1997 года я упал и сильно повредил коленный сустав. Носил скобы и жил на обезболивающем. В конце концов, в декабре пришлось лечь на операцию.

Обезболивающее замедляло реакцию?

Я стал рассеянным. Мысль плохо работала. Двигался, как в замедленной съемке. Постоянно расстраивался оттого, что больше не смогу играть с детьми в баскетбол.

Похоже, в то время настроение у вас было не из лучших.

Вот именно. Энергичный человек, привыкший к занятиям спортом и к работе на ферме, сделался чуть ли не инвалидом. Я ведь, в прямом смысле, еле ходил. За несколько месяцев поправился на 30 фунтов.

Вы сказали, что легли на операцию в декабре, значит, торговые результаты улучшились непосредственно после выздоровления.

Совершенно верно. Здоровье почти поправилось. Надо было заниматься на тренажерах, и я старался изо всех сил. Возможно, даже слегка перестарался. Я сам знаю, что иногда не умею вовремя остановиться. Через пару недель после операции врач, который занимался лечебной физкультурой, подошел ко мне в зале — я работал со штангой — и сказал: «Через нас проходят сотни больных после операций на коленных суставах. Так вот, послушайте и постарайтесь вникнуть: ни один из тех, кому хирурги исправляли поврежденное колено, не пытался поднимать такие тяжести, как вы. Вывод ясен?» Я взял штангу полегче.

(Примерно через неделю после интервью, во время телефонного разговора, Кук сказал, что попросил свою ассистентку Стаей вспомнить, каким он был в период, предшествовавший операции. «Вы передвигались с трудом, — вспоминала она, — даже сидеть не могли от боли.

На лице было написано, что у человека несчастье. Вас было не узнать; стиль торговли тоже изменился. После операции вы вернулись другим человеком».)

Бывали другие периоды, когда обстоятельства личной жизни мешали успешному ведению торговли?

В сентябре 1995 года у отца был инфаркт. Восемь дней он провел в реанимации. По-моему, в тот период я совершил все описанные в литературе трейдерские ошибки. Думаю, я подсознательно себя наказывал.

Почему вы посчитали себя виновным в инфаркте?

Он слишком много работал. В тот день, когда случился приступ, на улице было 90° по Фаренгейту. Мама рассказывала, что ему перед обедом стало плохо, он отдохнул в доме и снова пошел на поле. В день, когда у него был инфаркт, отец сгреб четыреста стогов сена. Я рассуждал примерно так: «Он работает на жаре, чтобы получить \$700-800, а я за свои \$7—8 тыс. сижу в комнате с кондиционером». Мне казалось, что это нечестно, отсюда и чувство вины. Когда просматриваю сделки, которые я тогда совершил, создается ощущение, что у меня было временное помешательство.

Вы не работали со своими моделями?

Конечно, нет. Делал, что Бог на душу положит.

Вы понимали, что поступаете неразумно?

Я об этом не думал. Был в крайне подавленном настроении. Скорее всего, я даже хотел проиграть.

Ваш метод предполагает внимательное и неотрывное наблюдение за рынком в течение дня. Бывали случаи, когда вы отвлекались и затем терпели убыток?

Самый памятный случай произошел в январе 1987 года. Был день рождения моей секретарши. Когда у меня открыта позиция, я обычно не ухожу из офиса в течение

дня. Но в тот день я решил быть пай-мальчиком и повел ее в ресторан. Когда мы выходили, моя позиция по опционам была в плюсе на \$30 тыс. Вернувшись после обеда, я обнаружил, что нахожусь в минусе на \$40 тыс. Я глазам своим не верил. Навсегда запомнил тот день. Теперь на день рождения я дарю секретарше открытку (смеется).

Да уж, обед обошелся недешево. А вы уверены, что, оставшись в офисе, сумели бы закрыться?

Конечно. Это одно из моих главных правил. Прибыль нельзя превращать в убыток.

Спасибо, вопросов больше нет. Что вы скажете читателю на прощание?

Я обычный парень из деревни, со Среднего Запада. Сажу в старом кресле на прадедушкиной ферме, смотрю на экран компьютера и неплохо содержу семью. По-моему, то же самое может делать каждый. Надо только работать не покладая рук и не жалеть денег на учебу (я имею в виду деньги, которые пропадают во время первых, неумелых опытов торговли). Меня без конца спрашивают: «Как вы думаете, я скоро начну зарабатывать?» Обычно я говорю: «Лет через пять, при условии, что будете трудиться по двенадцать часов в день и не побоитесь расстаться с кругленькой суммой». Такой ответ мало кому по душе.

Пока ты борешься, не все потеряно. Марк Д. Кук не просто потерял деньги, начав торговать: он разорился несколько раз, начальный капитал исчезал без следа, счет равнялся нулю, а однажды пропало больше, чем имел сам Кук и его семья. И все же, несмотря на трагическое начало и многочисленные провалы, повторявшиеся в течение целого десятилетия, Марк не отчаивался и в конечном счете преуспел, разработав собственную методологию, составив бизнес-план и усвоив правила дис-

циплины, позволившие ему более чем утроить прибыль по сравнению со среднерыночной.

В то время как большинство традиционных стратегий предполагает наличие потенциальной прибыли, во много раз превышающий риск, задача Кука — получить один доллар, рискуя двумя. Его метод интересен следующими особенностями (напомним, однако, что мы отнюдь не призываем всех и каждого увеличивать риск в надежде получить большую прибыль).

Марк полагает, во-первых, что изучение вероятности выигрыша важно не менее, чем анализ отношения прибыль/риск. Как показывает опыт Кука, на неудачных сделках убыток может быть большим, чем прибыль на выигрышных сделках, и, тем не менее, стратегия в целом в состоянии показать отличный результат. При условии, однако, что вероятность хорошей сделки достаточно высока. И наоборот: прибыльные сделки могут давать суммы, значительно превышающие убытки от неудачных позиций, а трейдера ожидает финансовый крах, поскольку вероятность успешных сделок невелика. Представьте, что, играя в рулетку, вы постоянно ставите на число «семь»: при выигрыше начальный капитал увеличивается в 36 раз, но при достаточно долгой игре разорение вам обеспечено, потому что шанс выиграть равен 1 из 38.

Во-вторых, на примере Кука мы видим, насколько важно выбрать стиль торговли, соответствующий личным качествам трейдера. Кук приходит в восторг, получая самую незначительную прибыль, и неизменно расстраивается от любых убытков. Очевидно, что выбранный метод — допустимость низкого отношения прибыль/риск в каждой сделке при высокой вероятности выигрыша — отлично согласуется с подобным характером. Тот же подход, однако, окажется затруднительным, а значит — и невыгодным для человека с другой индивидуальностью. Торговый стиль — не резиновый костюм, одинаково хорошо сидящий на всех; трейдеру

неизбежно приходится подгонять методы под собственные мерки.

Проблемы личной жизни могут губительно сказаться на результатах работы на фондовом рынке. Вспомните хотя бы нехарактерные для Кука существенные убытки, понесенные в месяцы, когда он повредил колено или когда его отец лежал в больнице с инфарктом. Вывод один: будучи в подавленном настроении из-за физического нездоровья или неблагоприятного стечения обстоятельств, либо вовсе оставьте торговлю, либо сократите объем позиций настолько, чтобы убыток не смог заметно сказаться на состоянии счета. Главная ошибка, совершенная Куком за последнее десятилетие работы, — пренебрежительное отношение к этому простому правилу, которое в дальнейшем он намерен неукоснительно соблюдать.

Большинство будущих трейдеров недооценивают количество времени, сил и денег, которые предстоит потратить тому, кто решил всерьез посвятить себя этой профессии. По мнению Кука, торговля требует полного рабочего дня. Сделки на фондовом рынке не могут совершаться во время, свободное от основных занятий. К приходу на фондовый рынок следует отнестись как к любому другому деловому начинанию, то есть: составить солидный бизнес-план, выделить достаточное количество средств и быть готовым подолгу трудиться без отдыха. Люди, для которых торговля — хобби, едва ли встретят радушный прием на семинаре Кука. Впрочем, даже при условии соблюдения всех необходимых требований, начинающий трейдер должен быть внутренне готов к тому, что в первые годы работы он потеряет немалую сумму — затраты, которые, по мнению Кука, следует рассматривать как плату за обучение в школе торговли. Существует множество нелюбимых истин, которые новички предпочитают пропускать мимо ушей, между тем, законы рынка действуют вне зависимости от того, согласны ли мы с ними считаться.

****• НОВОЕ О МАРКЕ КУКЕ **•**

Торговые результаты Кука не претерпели существенных изменений. Суть его метода такова, что смена бычьего тренда на медвежий не оказала на стратегию никакого влияния. Приведем несколько цифр: в период с апреля 2000 по сентябрь 2002 года, когда S&P 500 упал на 45%, а Nasdaq на 75%, торговый счет Кука продемонстрировал 114% среднегодового прироста капитала с учетом реинвестиций торговых прибылей (84%, если рассматривать отношение суммарной накопленной долларовой прибыли к среднему размеру капитала).

Во время первого интервью мы говорили о том, что проблемы личного характера приводят к настоящим катастрофам в вашей торговле. Мне известно, что в течение прошлых двух лет вы пережили тяжелую болезнь одного из членов семьи, но, по-видимому, уроки прошлого не прошли даром. Как удалось справиться с неблагоприятными обстоятельствами?

Первым делом я сократил объем инвестиций. Я знал по прошлому опыту, что неприятности в семье выбивают меня из колеи. Я понял, почему всегда терпел убытки в такие периоды: стоило одной из сделок пройти хуже, чем было намечено, я терял контроль над собой, переставал рассуждать здраво и, в конечном счете, терял деньги. Я решил, что не буду полностью выходить из рынка, однако сокращу объем позиций и постараюсь действовать осмотрительно.

Когда в семье все в порядке и я спокоен — я всегда хорошо представляю, каким именно должен быть размер позиции с учетом текущей рыночной волатильности. Если же я эмоционально неуравновешен, на меня давят внешние обстоятельства, торговать в таком объеме вредно для капитала. Прежде я не делал скидку на состояние собственной психики, но в последние два года решил учитывать этот фактор.

Я сократил не только размер позиций, но и время, отводимое на торговлю. Перед тем, как вы позвонили, я просматривал месячные отчеты. Оказалось, что несколько месяцев подряд я торговал 11-12 дней, не больше, при том, что в нормальное время я работаю от 18 до 20 дней. Уменьшив количество торговых операций, я добился того, что осуществлялись только сделки, чья вероятность успеха была наибольшей. Если в данный день не подавался точный сигнал к покупке или продаже, я не торговал вовсе.

Ваши торговые методы изменились за прошедшие два года?

Да, изменились. Раньше я слишком долго не фиксировал убытки и получал в результате мощные падения капитала. Теперь каждая сделка, совершаемая в течение дня, контролируется стоп-сигналом, который я называю «страховкой». Дело обстоит так же, как со страхованием собственности от пожара: вы надеетесь, что страховка не понадобится, но на всякий случай заключаете договор. Страхочный сигнал подается безо всякой связи с данными, полученными в ходе технического или любого другого анализа; его цель проста: ограничить максимальный дневной убыток некоторой долларовой суммой.

Когда в начале года я составлял бизнес-план, для первой сделки в течение дня я предусмотрел максимальный убыток в \$25 тыс. — это сумма, которую легко будет отработать потом. Страхочные сигналы срабатывают в ситуации, когда рынок совершает действия, непонятные для меня, а это значит, что лучше в это время с ним не связываться. Скажем, две недели назад S&P 500 упал ниже уровня 900, и сработал мой страхочный сигнал. Сначала я переживал из-за того, что закрылся в убыток, но когда рынок упал еще на 30-40 пунктов, понял, что дела обстоят не так уж плохо.

Сколько вы могли потерять на сделке, если бы не установили страхочный сигнал?

Скорее всего, она стоила бы мне порядка \$100 тыс.

Страховочный сигнал действителен только для первой сделки, совершаемой в течение дня?

Да.

Разве последующие сделки не могут принести серьезный убыток?

Нет, потому что другие сделки я закрываю гораздо быстрее. Страховочный стоп гораздо шире. Мне незачем использовать его в течение дня, поскольку все последующие сделки выбираются куда более тщательно. После первой сделки я открываю только те позиции, вероятность успеха которых очень высока; я не позволяю таким позициям уходить далеко в убыточную область.

В этом отношении — мое отличие от большинства. Я заметил, что многие из тех, кого я обучаю, склонны допускать большой риск, рискуя нереализованной прибылью. Они называют эту прибыль «деньгами рынка». Я действую строго наоборот: получив прибыль, я начинаю считать, что эти деньги — мои, а потому не собираюсь отдавать их обратно рынку. Так что, чем ближе к закрытию торгов, тем меньше я склонен рисковать.

Одно из дополнительных преимуществ страховочного стопа — это возможность получать более высокие прибыли: я чувствую уверенность, поскольку знаю, что в случае неблагоприятного исхода дела я всегда выйду из рынка. Представьте себе акробата, работающего на трапеции: зная, что внизу натянута сетка, он может попробовать вместо двойного сальто сделать тройное.

Скорее всего, большинство слушателей ваших семинаров по натуре «быки» — черта характера, не слишком выгодная в сложившейся за последние два года на рынке ситуации. Я прав? Если да, то какой совет вы дадите вашим ученикам?

Вы совершенно правы. Сильнейший бычий тренд на фондовом рынке 1990-х годов воспитал целую плеяду трейдеров, чье основное занятие — игра на длинных позициях. В те годы чуть ли не каждая позиция, начавшая падать, рано или поздно вырастала. Я учу людей не верить никаким заранее известным «истинам» о направлении движения рынка: необходимо следовать за рынком, а не предугадывать его направление.

Управляющий одного из хедж-фондов, с которым я работал, прежде чем открыть длинную позицию, ждал движения цены вверх. Если цена не двигалась, сделка не совершалась. Таким образом, они были либо в длинной позиции, либо не в рынке. В конце концов я объяснил им, что в ситуации, когда условия неблагоприятны для длинной позиции, вместо того, чтобы оставаться нейтральными, лучше открыть короткую позицию. Стратегия работала, они получили кучу денег, но, представьте себе, не выдержали. Им казалось, что если рынок идет вниз, следует покупать. И знаете, что они сделали? Перешли в длинную позицию, а рынок продолжал падать. У таких людей предвзятость отражается даже в языке: падение они называют «коррекцией», а не «падающим трендом». Им и в голову не приходит, что рынок может быть медвежьим.

Изменение рынка на медвежий отразилось на вашей торговле?

Ни в коей мере: пока существует волатильность, у меня все в порядке. Настоящий трейдер, при условии, что он реагирует на движение рынка, а не прогнозирует, найдет способ заработать в любых рыночных условиях. Вместо того, чтобы бороться с рынком, надо чувствовать его течение. Лучше ошибаться, чем совсем не двигаться.

АЛЬФОНС «БАДДИ» ФЛЕТЧЕР МЛАДШИЙ

ИНВЕСТИРОВАТЬ БЕЗ ПОТЕРЬ

Любой специалист в области инвестиций знает: высокую прибыль, скажем 40-50% годовых, невозможно получить, не подвергая капитал существенному риску. Похоже, Альфонсу Флетчеру младшему не объяснили в свое время этой прописной истины, иначе он едва ли стал бы демонстрировать неизменно высокую прибыль при полном отсутствии заметных убытков. А ведь именно так он поступает в течение последних тринадцати лет.

Флетчер начал финансовую карьеру в Bear Stearns: в основанных фирмой фондах он исполнял роль аналитика и трейдера. После двух лет чрезвычайно успешной работы его переманивают в Kidder Peabody на аналогичную должность*.

Несмотря на то, что работа в Bear Stearns полностью устраивала Флетчера и он не собирался увольняться, предложение новых работодателей было настолько заманчивым, что отвергнуть великолепные перспективы оказалось невозможно. В дополнение к зарплате в Kidder молодому человеку пообещали от 20 до 25% торговой прибыли.

* Факты, касающиеся работы Флетчера в Kidder Peabody, были взяты из судебных материалов и из статей, опубликованных в Business Week (24 октября 1994), New Yorker (29 апреля и 6 мая 1996) и Fortune (5 июля 1999).

За первый год Флетчер заработал для Kidder более \$25 млн. Однако вместо того, чтобы выдать трейдеру обещанную 5-миллионную премию, руководство заплатило ему \$1,7 млн. с обещанием выплатить остальное через несколько лет. На свое заявление о нарушении компанией условий договора Флетчер получил ответ, гласивший, что ему грех злиться, поскольку он и так «один из самых высокооплачиваемых черных» в стране. Сотрудники слышали, как один из членов руководства говорил, что обещанный Флетчеру бонус — «слишком много для молодого черного». Фразы, которые я здесь привожу, были взяты из стенограмм, составленных в зале суда во время процесса, возбужденного Флетчером против бывших работодателей, а также из относящихся к делу статей: сам Флетчер с большой неохотой вспоминает эпизоды того периода. В конце концов, в исполнение вынесенного судом решения трейдер получил еще \$1,26 млн. Расставшись с Kidder, Флетчер основал собственный фонд — Fletcher Asset Management.

На интервью с Флетчером я отправился в один из тех удушливо-жарких вечеров, которые так характерны для летнего Нью-Йорка. В городе я редко беру такси или езжу общественным транспортом: куда приятнее пройтись пару кварталов пешком. Впрочем, в тот день я слегка задержался и, чтобы не опоздать, поймал машину. Не успев сдвинуться с места, мы немедленно попали в пробку. За пять минут такси миновало два не слишком длинных дома (обычно я хожу раза в три быстрее). Наконец терпение мое иссякло и, вручив водителю бумажку в \$5, я выскочил на тротуар. До места встречи оставалось добрых полторы мили.

На подходе к Fletcher Asset Management я больше всего напоминал человека, недавно принявшего душ.

Фонд располагается в отдельном здании. Это каменный дом, вот уже 120 лет стоящий в верхней части Ист-Сайда. Я распахнул массивную дубовую дверь, и на смену городскому шуму и толчее пришла тишина и

прохлада. Интерьер полукруглой приемной отличался изысканной элегантностью, уходящая под купол витая лестница, отделанная резьбой, приглашала подняться в офисы, разместившиеся на четырех верхних этажах. Вся обстановка — окрашенные в сочные теплые тона стены, деревянные потолки, богатая лепнина, антикварная мебель — создавала ощущение иной атмосферы, иной эпохи, далекой от привычных нью-йоркских будней 1999-го. Снимай я картину о швейцарском банкире старого толка, ворочающем полученными от клиентов сотнями и тысячами миллионов, лучшего антуража было бы не найти.

Меня провели в библиотеку — она же здесь служит комнатой для посетителей — и предложили бокал ледяной воды, который я выпил залпом, стоило служителю скрыться из виду. Минут через десять меня пригласили наверх, в кабинет Флетчера.

Очевидно, что интерьер офиса, разительно отличающийся от внутреннего устройства большинства манхэттенских контор, выбран Флетчером не случайно. Суматохе большого города здесь противопоставляют ясную безмятежность святилища; инвестор, попавший сюда, невольно проникается уверенностью в том, что его деньги в безопасности, в надежных руках.

Разумеется, удачная дизайнерская идея — не самый существенный фактор, обеспечивающий приток клиентов в фонд. Торговые результаты, достигнутые Флетчером, вызывают удивление и восхищение. Его фонд не занимает первых мест по прибыли, в этом отношении он далеко не ведущий. Впрочем, только очень наивный инвестор будет оценивать деятельность подобного рода компании, исходя исключительно из показателей прибыли. Важна не прибыль сама по себе, но прибыль в соотношении с риском, а в этой области Флетчеру нет равных. Среднегодовой прирост капитала с учетом реинвестиций торговых прибылей Fletcher Fond — первого и наиболее крупного из фондов Флетчера, осно-

ванного в сентябре 1995 года, — составил 47%. Цифра сама по себе неплохая, однако если учесть, что за время работы у фонда насчитывается всего четыре убыточных месяца (наихудший результат — крохотные 1,5% падения капитала), показатели выглядят поистине блестящими.

Отчет о результатах работы Флетчера за период, предшествующий основанию фонда, поражает еще больше. В течение первых четырех лет своего существования компания Флетчера, организованная в 1991 году, торговала в основном за счет собственных средств. Счет, торговля на котором велась с кредитным плечом, заметно превышающим леверидж, используемый при торговле для его фонда, продемонстрировал среднегодовой прирост капитала с учетом реинвестиций торговых прибылей, равный почти невероятным 380%. (Приводимые цифры, описывающие деятельность Флетчера в предшествующий период, не публиковались среди других официальных данных, поскольку имеют отношение к личному счету владельца. Заметим, однако, что результаты прошли тщательную проверку аудиторов.)

Впервые увидев отчет о деятельности Флетчера, я пришел в полное замешательство: каким образом, практически исключив риск, трейдеру удастся получать столь значительную прибыль? Во время интервью Флетчер подробно ответил на этот вопрос. Да-да, дорогие читатели, вы тоже скоро узнаете эту тайну. Почему мой герой так легко расстается со своими секретами? Об этом он тоже сказал в интервью. И все же не обольщайтесь. Путь Флетчера неповторим, рядовому инвестору едва ли удастся пройти его.

В каком возрасте вы стали интересоваться рынком?

Скорее всего, в старших классах, когда мы с отцом придумали программу для определения победителей на собачьих бегах. *(Смеется, вспоминая.)*

Псов-победителей действительно удавалось определить?

О да! Программа сразу отбрасывала забеги, исход которых определить не могла. Для оставшихся выстраивалась таблица с рекомендациями, на кого лучше ставить, вероятность составляла 80%.

Звучит впечатляюще. И сколько вы выиграли?

Вероятность — интересная штука: можно выигрывать в 80% случаев и остаться ни с чем. Я сейчас не помню точных цифр, но каждый проигрыш стоил около 40% капитала.

Невероятно! Оказывается, игровые автоматы — далеко не лучшее средство для желающих разориться!

Так что, хотя мы и выигрывали 80 раз из 100, заработать не удалось.

Какого рода информацию вы использовали для составления прогнозов?

Все сведения, которые имеют отношения к бегам: финишное время для собаки в разных забегах, места, полученные в разных забегах, погоду и прочее.

На чем строилась программа? На множественной регрессии?

Нет, конечно: я был школьником.

Когда началось знакомство с акциями?

В колледже. Летом я работал на Pfizer: у них была особая программа для служащих: разрешалось покупать акции на 25% дешевле. Мне показалось, что это отличная сделка. Смешно: сегодня в фонде основные принципы нашей работы — это как раз компьютерный анализ вероятностей и покупка акций с дисконтом. Разумеется, мои слова не стоит понимать буквально: мы не покупаем ценные бумаги со скидкой и не составляем рейтинги

победителей. Для нас важны сами идеи, вокруг них выстраивается конкретная стратегия.

Давайте снова вернемся в прошлое. Как вы попали на фондовый рынок?

Я закончил Гарвард с дипломом математика. В то время все шли либо на МВА, либо на Уолл-стрит.

Вы учились на факультете математики в Гарварде! Похоже, в школе у вас был феноменальный аттестат.

Скажем, неплохой. Самое смешное, что я не ходил ни на какие подготовительные курсы. Не люблю заучивать готовое; интереснее догадываться самому. В этом я не изменился. До сих пор играю в математические игры, в игры с буквами.

Например?

Мое последнее увлечение (*указывает насчеты*). Нехочу читать инструкцию, учиться с ними обходиться. Стараюсь сам сообразить, как они устроены. Ищу алгоритм, чтобы складывать, вычитать, умножать и делить на счетах.

После колледжа вы рассчитывали попасть на Уолл-стрит?

Нет, я думал, что пойду в военно-воздушные силы.

Почему именно туда?

В колледже мы проходили военную подготовку в авиации; я полагал, что неплохо будет сделаться офицером и отвечать за все это новейшее оборудование.

Вы вступили в армию?

Нет. В конце 1980-х годов военный бюджет сильно сократили. Уменьшалось количество военнослужащих, так что нам предложили пойти в запас. Один друг посоветовал поискать работу на Уолл-стрит. Меня взяли в Bear Stearns, и я сразу влюбился в компанию, в атмосферу. А они, так ска-

зять, «усыновили» меня. Не знаю, каким чудом, но Эллиот Уолк — он был членом совета директоров и начальником отдела опционов — из всех, кто там работал, выбрал меня.

Учеба в Гарварде как-нибудь помогла вам в реальной жизни?

На старшем курсе я слушал лекции по финансовой инженерии. Писал курсовую работу о рынке опционов, чрезвычайно интересная тема. Я попытался представить, что будет, если цена на опцион сильно отклонится от теоретической стоимости: скажем, кто-нибудь поместит крупный приказ на покупку или продажу, и рынок сдвинется вверх или вниз. Оценив полученные результаты, я пришел к выводу, что придумал способ получать постоянную прибыль на рынке опционов. В то же время, само предположение о том, что на рынке опционов возможно постоянно зарабатывать деньги, шло вразрез со всей теорией рынка, которую нам преподавали.

Насколько я понимаю, в те годы вы были приверженцем теории эффективного рынка в том виде, в каком ее преподносили в Гарварде.

А как же иначе! *(Громко смеется.)* Собственно говоря, я до сих пор в нее верю, правда, с некоторыми любопытными оговорками.

До сих пор верите—как прикажете вас понимать? Результаты вашей работы — сами по себе неплохое доказательство тому, что рынки не слишком эффективны!

Если IBM сегодня торгуется по \$100, скорее всего, она и стоит \$100. Быть умнее ликвидного рынка почти невозможно.

Вы имеете в виду: невозможно, если использовать методы, предполагающие прогнозирование направления движения цены?

Вот именно.

Так в чем же недостаток теории эффективного рынка, как она не стыкуется с вашей конкретной стратегией?

Мой анализ показал, что можно получать выгоду из арбитражных сделок, в которых вся позиция лишена или почти лишена риска и в то же время имеет потенциальную возможность прибыли. В реальной торговле такие случаи возможны, поскольку крупный приказ на покупку или продажу может поставить один из опционов или одну из ценных бумаг в особое относительно прочего рынка положение. Между тем, в теоретической модели, если признавать верность гипотезы эффективного рынка, постоянные безрисковые возможности заработка исключены. Как оказалось, моя модель работает. Собственно, на ее основе я с самого начала стал совершать сделки для Bear Stearns — к большому их удовольствию.

Какую возможность получать прибыль без риска постоянно предоставлял вам рынок?

Стратегия строилась на учете стоимости финансирования. Очевидно, что стоимость IBM равна цене на ее акции. А теперь давайте представим, что прибыль на мой капитал может составлять 7%, а на ваш — 9%. Имея в виду, что процентная прибыль на имеющийся капитал у нас разная, заключим договор: я покупаю IBM и продаю вам через некоторое время по установленной цене, нам обоим это удобно. Например, я могу купить IBM по \$100 и условиться с вами, что продам через год по \$108. Тем самым я заработаю больше, чем обычные 7% прибыли, а вы закрепите свое право владеть IBM, потратив меньше, чем обычные 9% годовых. Сделка окажется взаимовыгодной.

Разве арбитраж не уничтожает такого рода возможности?

Арбитраж уничтожит возможность прибыли только в том случае, если у нас с вами одинаковая стоимость

фондов. Если же стоимость ваших фондов существенно выше или ниже моих, возможность остается. Иными словами, рыночные цены могут быть крайне эффективными при равной для всех участников стоимости фондирования, равном размере дивидендов и одинаковых расходах на проведение транзакций. Если же инвесторы находятся и постоянно будут находиться в неравном положении, существует возможность сделок, дающих постоянную безрисковую прибыль.

Приведите, пожалуйста, пример.

Давайте вместо IBM рассмотрим итальянскую компьютерную фирму. Предположим, что из-за налогообложения американские инвесторы получают дивиденды в размере всего 70 центов на доллар, в то время как итальянские инвесторы имеют свой доллар целиком. В таком случае появляется постоянная возможность арбитражных сделок, а именно: американские инвесторы продают акции итальянским, принимают меры защиты от риска, а затем, после выплаты дивидендов, снова покупают акции по цене, устраивающей обе стороны.

Звучит так, словно вы занимаетесь не торговлей на рынке, а оказанием особого рода услуг. Если я правильно понял, ваша задача — найти покупателей и продавцов с различной стоимостью фондирования или различными прибылями от одного финансового инструмента, являющимся следствием, скажем, налоговой политики. Затем вы организуете сделку, основанную на этой разнице и приносящую выгоду обеим сторонам, а сами получаете прибыль от проведения транзакции.

Совершенно верно. «Услуга» — очень верное слово. Оно объясняет, почему показатели нашей работы так непохожи на результаты, достигнутые традиционными портфельными управляющими, привыкшими покупать и продавать в ожидании «милости от рынка».

Как подобная сделка может принести убыток?

Очень просто. Важно помнить, что речь идет о реальной сделке, в которой итальянский инвестор действительно покупает акции и является их владельцем в момент выплаты дивидендов. Очевидно, что, как всякая сделка, наша транзакция также может стать прибыльной или убыточной, поскольку условия на рынке постоянно меняются. Например, деньги пропадут, если после совершения сделки, но до принятия мер защиты от риска начнется неблагоприятное движение цены.

Между тем, модель, разработанная вами в колледже и основанная на извлечении выгоды из торговли опционами, строилась согласно другим принципам, она рассматривала только рынки США, не так ли? В чем состояла суть стратегии?

Модель использовала две разных процентных ставки. Я обнаружил, что в этом случае также существует постоянная возможность совершения выгодных сделок.

Для чего были нужны разные процентные ставки?

Свободная от риска процентная ставка (ставка по казначейским векселям) служила для определения теоретической стоимости опциона; коммерческие процентные ставки описывали покупателя опциона, у которого стоимость заимствованных средств превышает величину свободной от риска процентной ставки. В этом случае разница двух процентных ставок служит основой удачных торговых решений.

Что конкретно вы обнаружили?

Рынок оценивает опционы в соответствии с теоретической моделью, предполагающей наличие свободной от риска процентной ставки. Между тем, для большинства инвесторов настоящая процентная ставка — это стоимость заимствованных средств, более высокая по сравнению с безрисковой. Скажем, модель оценки опциона

предполагает процентную ставку в размере 7%, в то время как стоимость заемных средств конкретного инвестора равна 8%. Эта разница дает возможность совершить выгодную сделку.

Какую торговую стратегию вы построили на основе обнаруженных фактов?

Двойной опционный спред.

(An option box spread — если вы, дорогой читатель, поняли смысл термина, — искренне вами восхищен. Если же вы смутно припоминаете, что, возможно, встречали его не то в книге по вышиванию, не то в перечне сексуальных позиций — не огорчайтесь. Объяснение, которое я мог бы здесь привести, мало что прояснит, уж поверьте. Для того, чтобы дальнейшее стало понятным, достаточно знать, что «двойной опционный спред» является стратегией, включающей одновременное открытие четырех независимых позиций по опционам.)

Возможно ли применение стратегии в реальной торговле, где придется тратить немалые деньги на проведение транзакции (комиссионные плюс разница между ценами спроса и предложения)?

Вы совершенно правы. Обычно разницы в процентных ставках не настолько велики, чтобы оправдать сделку, за совершение которой тоже приходится платить деньги. Но бывают исключения из правил, именно они дают возможность получить прибыль. Например, корпорация, чей капитал претерпел большие убытки, должна платить полную налоговую ставку на процентный доход. Она, однако, будет освобождена от уплаты налогов, если эквивалентный доход был получен в сделке с опционами (поскольку прирост капитала в сделке с опционами будет компенсирован существующими убытками). Допустим, что их краткосрочная процентная ставка равна 8% и они могут применить двойной опционный спред таким образом, что прибыль составит те же 8%. Несмотря на то, что прибыль

останется прежней, сделка будет выгодна для корпорации, поскольку вместо процентного дохода будет получен прирост капитала. В этом случае полученные деньги эквивалентны процентному доходу по ставке, равной 11%.

Каким образом от сделки выигрываете вы?

Мы получали деньги либо осуществляя сделку по поручению корпорации и взимая комиссионные, либо выступая в роли контрагента. Сделка оказывалась возможной благодаря различным налоговым ситуациям разных сторон. В то же время, хотя в примерах, которые я до сих пор приводил, речь шла о налогах, большинство наших транзакций не связано с этой тематикой.

В чем состояли ваши обязанности в Bear Stearns?

Конкретных обязанностей не было. Мне просто велели подумать над тем, как улучшить работу компании. Я пришел к ним за несколько месяцев до кризиса 1987 года. Мои друзья портили себе нервы, торгуя акциями и облигациями, рынок рушился, инвесторы забирали деньги, а я сидел и раздумывал, как бы побольше заработать, причем не просто так, а «в стиле Bear Stearns».

Что это означает?

Использовать очень небольшую часть их капитала, почти не рисковать и иметь постоянную солидную прибыль. Если вы предложите сделку, где эти условия не соблюдаются, они не выделяют денег. Это действительно очень умная компания.

Итак, от вас ждали оригинальности и творчества. Скажите, у вас был начальник?

Конечно. Эллиот Уолк.

Что вам дало общение с ним?

Очень многое. От него я перенял принцип, составивший суть философии Bear Stearns: не ставь на кон

деньги, которые не можешь проиграть. Мое отвращение к риску идет от Bear Stearns. Я до сих пор глубоко благодарен компании за возможности, которые она мне предоставила, и за опыт, который я там перенял.

Почему вы ушли из Bear Stearns?

Меня переманила Kidder. Уходить страшно не хотелось, я ведь считал, что до пенсии не расстанусь с Bear Stearns.

Вам на словах были предложены очень заманчивые условия?

Да.

В Bear Stearns пытались вас отговорить?

За это время я дважды разговаривал с Эйсом Гринбергом, тогдашним президентом Bear Stearns: он не предлагал новых условий, но советовал не уходить. Говорил, что в Kidder обещают слишком много, подозрительно много. По его мнению, мне не стоило бросать Bear Stearns. Как выяснилось, он был прав. Обидно, потому что я буквально бредил работой в Kidder Peabody. У фирмы была богатая история, кроме того, существовали великолепные возможности сотрудничества с компанией General Electric, которая была крупнейшим держателем акций Kidder. К сожалению, из-за ряда размолвок с руководством и взаимонепонимания мои отношения с Kidder не сложились. Иного выхода, кроме увольнения, не было.

Я в общих чертах представляю обстоятельства, о которых вы говорите. Об этой истории много писали. Мне все же хотелось бы услышать подробности из ваших уст. Я знаю, что дело закрыто, и вы, таким образом, получаете юридическое право вести его публичное обсуждение.

Право, действительно, есть, но нет никакого желания (*смеется*). Я рад, что все это позади. Kidder была для меня

во многих отношениях великолепным местом работы и во многих — ужасным местом. Если коротко, они переманили меня, обещая отличные условия, которые по ходу дела изменили. Потом они наговорили массу грубостей и бессмыслицы. Так что я уволился и выиграл арбитраж о нарушении условий контракта. Судебное преследование по обвинению в расовой дискриминации не было начато — им повезло.

(Насколько можно судить из сообщений в печати, разбирательство по обвинению в расовой дискриминации не состоялось только потому, что Нью-Йоркский суд передал дело в арбитраж, поручив ему разобраться в законности контракта, заключенного при поступлении Флетчера на работу. Несмотря на то, что иск Флетчера был отклонен на основании буквы закона, в письменном постановлении судьи постарались недвусмысленно высказать свою позицию: «Мы хотим подчеркнуть, что все члены суда единодушно считают дискриминацию по расовому, половому и любому другому признаку уродливым и недопустимым явлением, борьба с которым должна вестись всеми возможными способами...»)

Если вопрос не покажется вам бестактным: до или после случая с Kidder вам приходилось встречаться с подобного рода предубеждением в среде коллег?

Да, несколько раз, но, как правило, эти вещи недоказуемы. Мне не хотелось бы вдаваться в подробности.

Я спрашиваю из чистого любопытства: интересно, сильны ли такие предрассудки в нашей среде?

Собственно говоря, в любой трудной ситуации легче всего найти виноватого с иным цветом кожи. Скажем, у человека успехи хуже, чем у меня, и он мне завидует. Как правило, открыто ничего не говорится. Чувствуешь какие-то подводные течения, но наверняка ничего не известно. Кто-нибудь что-нибудь делает, и ты считаешь, что у него были одни мотивы, а оказывается — причина была сов-

сем другой. За последние восемь лет ничего вопиющего не было ...а вот раньше случилась со мной пара историй (*смеется*). Мое дело — стараться для людей, которые мне доверяют: для инвесторов, наших сотрудников, компаний, в которые я инвестирую, а остальное меня не касается.

Когда я прочел эту историю в газетах, я решил, что вы по натуре боец: начать судебное разбирательство вместо того, чтобы попросту договориться. Похоже, вы решили поставить Kidder на место.

Я не собирался ссориться, но они повели себя та-а-ак... Слушайте, а вы меня поймали: не собирался рассказывать — и вот пожалуйста... (*долго и громко смеется*). Я был без ума от Kidder, без ума от GE, я мог бы оставаться у них бесконечно долго. Им достаточно было сказать: «Мы заплатим тебе половину той суммы, о которой шла речь, а остальное отдадим потом», — и я бы, скорее всего, согласился. Я бы не возражал против такого развития событий, если бы они действительно собирались взять меня в команду, чтобы мы вместе работали, вместе росли. Меня задело не столько их отношение к контракту, сколько манера держать себя со мной, а еще замечания кое-кого из руководства.

Значит, речь шла не об одном человеке.

Нет, таких людей было несколько.

Но это странно: у вас были отличные результаты.

Иногда я думаю, что все дело именно в них.

Как-то не укладывается в голове... Они же сами вас пригласили. Надо думать, нанимая вас, они видели, что их будущий сотрудник чернокожий. Хотя, конечно, искать логику в фобии бессмысленно. Как вам удалось, уйдя из Kidder, открыть собственную компанию?

Снова пошел к Эйсу Гринбергу. Bear Stearns выделили для меня офис и разрешили сотрудничать с их отлич-

ным клиринговым департаментом, который оказывает финансовые и брокерские услуги профессиональным инвесторам.

Что имела от этого Bear Stearns?

В Bear Stearns многие были моими друзьями. Отчасти они просто хотели помочь. С другой стороны, им было выгодно получить нового клиента. Они знали мои методы и, надо думать, считали, что брокеры на мне неплохо заработают.

Когда я вышел от Эйса, я зашел в магазин электроники и купил «Макинтош», поставил его у себя на обеденный стол. Потом запрограммировал электронные таблицы с расчетами сделок, возможных, как мне представлялось, в ближайшие несколько дней. Эти листы я отправил по факсу в Fortune 50 — компанию, для которой я раньше заключал подобные сделки, причем с немалым успехом. Идея понравилась, и они согласились попробовать. На следующий день я открыл счет в Bear Stearns и подготовился к сделке. На третий день транзакция была проведена, а на четвертый был открыт банковский счет на \$100 — на него я должен был получать комиссионные. Собственно говоря, Fletcher Asset Management начался с \$100.

Не могли бы вы описать стратегии, которые используете сегодня?

Общая черта всех наших стратегий — поиск участника рынка, находящегося в более выгодном или менее выгодном положении, а затем извлечение прибыли из его преимуществ или улучшение неблагоприятных для него условий. Этот метод — одна из немногих арбитражных стратегий, до сих пор позволяющих получать прибыль.

Мы активно используем разницу в налогообложении дивидендов, о которой мы уже говорили. Наша главная задача, однако, — работа с хорошими компа-

ниями, обещающими большие успехи в будущем и нуждающимися в дополнительном капитале, который они не могут получить обычным путем из-за временных трудностей. Скажем, в предыдущем квартале их прибыли пошли вниз, и никто не хочет иметь с ними дело или весь их сектор в данный момент в упадке. В любом случае, важно, что компания временно находится в неблагоприятных условиях. Для нас это отличная торговая возможность. Мы начинаем переговоры и предлагаем такой компании финансовую помощь на определенных условиях.

Например, у нас недавно была сделка с одной европейской компьютерной фирмой: мы дали им \$75 млн. в обмен на акции компании. Но вместо того, чтобы покупать акции сейчас по текущей рыночной цене, которая в то время равнялась \$9, мы могли получить их по рыночной цене в любой момент в течение трех лет, при этом цена покупки не должна была превышать \$16. Если цена упадет до \$6, мы получим на свои \$75 млн. соответствующее количество 6-долларовых акций. Если же цена вырастет до \$20, мы получим соответствующее \$75 млн. число акций, каждая из которых будет стоить \$16, поскольку именно такова условленная максимальная цена. Так что если акция падает, мы надежно защищены, а если она сильно вырастает, у нас появляется отличная торговая возможность.

Значит, вы абсолютно не рискуете?

Риск очень сильно уменьшается, но он существует. Есть риск, что компания обанкротится. Правда, он невелик, так как выбираются только те компании, которые, с нашей точки зрения, заслуживают доверия. Руководитель одной компании, в которую мы раньше инвестировали, теперь работает в фонде: он помогает оценивать финансовые перспективы всех наших инвестиционных проектов. Имея такого эксперта, мы едва ли выберем фирму, которую ожидает банкротство.

Принцип сделки мне совершенно ясен. При условии, что компания не разорвется, в любом случае — упадет ли акция, не изменится в цене или слегка вырастет — вы, по крайней мере, выходите в ноль; если она сильно вырастает, ваша прибыль может быть огромной. Звучит вполне логично, однако в большинстве случаев вы всего лишь останетесь при своем, а значительная прибыль будет возможна только время от времени, верно? Разве линия капитала не будет выглядеть горизонтальной линией с весьма редкими всплесками?

Два возражения. Во-первых, деньги, которые мы вкладываем в компании, не лежат без дела: мы имеем от них годовой доход — 8,5% в примере, который мы только что обсудили, — выплачиваемый до момента покупки акций. Во-вторых, поскольку максимальная цена покупки акций ограничена — \$16 в нашем примере, — мы имеем возможность продавать колл-опционы не при деньгах, гарантируя себе тем самым дополнительную прибыль от позиции.

(Продавая опционы, дающие их покупателю право приобрести в будущем акцию по определенной цене (превышающей текущую рыночную), Флетчер делится частью потенциальной прибыли, возможной в случае резкого роста цен на акции. В то же время, в ситуации, когда акции остаются неизменными, падают или вырастают немного, Флетчер получает дополнительную прибыль, равную размеру премии (стоимости опциона)).

Значит, в обмен на акции вы финансируете только те компании, на которые торгуются опционы?

Нет, абсолютно надежную защиту от риска создать удается не всегда. Правда, если опционы на какую-либо из компаний не торгуются на фондовом рынке, мы иногда используем частные внебиржевые опционы. Кроме того, для защиты корзины компаний, участвующих

в сделках, мы нередко применяем опционы на индекс. Если индекс сильно поднимется, акции компаний, в которые мы инвестировали, тоже, скорее всего, взлетят. Мы покупаем акции, чья цена невысока из-за давления неблагоприятных внешних обстоятельств, акции, по природе высокоспекулятивные. Именно поэтому, если рынок растет, наши акции чаще всего поднимаются выше, чем рынок.

Каждая сделка дает вам доход в виде процентной ставки, а также доход от продажи опционов: похоже, что при любой такого рода транзакции убыток возможен только в чрезвычайной ситуации, в остальных случаях умеренная прибыль гарантирована.

Даже если компания терпит крах — повторяю, это весьма маловероятно, поскольку отбор компаний проводится чрезвычайно тщательно, — мы защищены, так как имеем обыкновение покупать на свои акции пут-опционы не при деньгах, которые при ценах страйк, соответствующих сценарию банкротства компании, очень дешевы.

Сколько времени вы пользуетесь такой стратегией?

Около семи лет. В настоящее время это — основной и едва ли не единственный наш принцип работы на рынке. Стратегия родилась из метода, предполагающего использование разницы в дивидендах. (*Стратегии, уже описанной Флетчером на примере американского инвестора, являющегося владельцем акций итальянской компьютерной фирмы.*) Вариант с дивидендами мы также используем, однако в модифицированном виде: теперь мы работаем с reinvestициями дивидендов, то есть с компаниями, позволяющими держателям акций reinvestировать дивиденды в акции по дисконтным ценам. Мы очень активно скупаем акции у владельцев, не желающих возиться с reinvestированием. Таким образом, мы получаем около \$1 млн. дивидендов, который затем

реинвестируем и становимся владельцами \$1,05 млн. во вновь выпущенных акциях.

Зачем компании давать в обмен на дивиденды больше акций, чем обычно покупают за ту же сумму?

Данные компании стремятся сохранить свой капитал, поэтому владельцам акций, согласившимся реинвестировать дивиденды, они гарантируют 5-процентную скидку.

Насколько широко распространена подобная практика реинвестирования дивидендов?

Этим методом часто пользуются компании, предлагающие высокие дивиденды: не желая сокращать дивиденды, они в то же время стремятся сохранить капитал. Скажем, подобную стратегию использовали многие банки в 1990-х годах, когда их задачей было увеличение размера капитала.

Сначала компании предоставляли владельцам акций, согласным на реинвестирование, возможность приобрести с дисконтом количество акций, соответствующее размеру дивидендов. Сейчас в некоторых фирмах практика изменилась: инвестор может купить со скидкой любое количество акций.

В начале 1990-х годов среди банков такой метод пользовался огромной популярностью, и мы успешно работали в этой области. Одна из сделок в 1992 году привела нас в крупнейшую американскую электронную компанию, и с этой сделки началась наша практика финансирования частного капитала. В то время компания не могла увеличить капитал за счет выпуска новых акций, поскольку она только что опубликовала отчет о не слишком прибыльной работе в прошлом квартале, и вокруг все в один голос заявляли: «Зачем нам новые акции такой компании?» По правде сказать, новые акции лучше всего покупать именно в такой момент. А когда же? Ведь не после того, как появится отчет о рекордных прибылях (смеется)? Но почему-то люди всегда сторонятся

таких компаний, так что у нас была прекрасная возможность выступить в роли благодетелей.

Мы сказали, что купим у компании в течение некоторого периода времени акций на \$15 млн. Мы подчеркнули, что наше намерение — не нажиться на чужом несчастье, а помочь. Именно поэтому мы не хотели покупать акции со скидкой: вместо этого была предложена схема, дающая нам возможность в будущем приобрести дополнительное число акций. Очевидно, что в этом случае наши интересы полностью совпадали с интересами руководства и акционеров. Я описывал вам эту стратегию, и вы помните, что наибольшую выгоду мы получаем в ситуации, когда компания достигает больших успехов, хотя благодаря методам защиты от риска прибыль обеспечена в любом случае.

С этой компанией у нас наладились великолепные взаимоотношения. Их бывший финансовый директор теперь работает у нас: это сотрудник Fletcher Asset Management, рассказывающий о нас компаниям, в которые фонд хотел бы инвестировать, ведущий переговоры и поддерживающий связи с руководителями.

Лучший продавец — это довольный клиент. Как вы уговорили крупнейшую корпорацию вступить с вами в сделку в то время, когда на рынке о вас еще мало кто знал?

Отличный вопрос. Когда я впервые пришел к ним, мы были крохотной фирмочкой, приютившейся в офисе, снятом у Bear Stearns. И, конечно, их первой реакцией было: «Откуда вы взялись? Merrill Lynch не смог организовать нам доразмещение акций. Наш консультант — Lazard. А вы валитесь как снег на голову и заявляете, что можете осуществить сделку».

Тогда я пошел к Стиву Раттнеру — он жил в одном доме со мной и работал на хорошей должности в Lazard. Я сказал, что мы хотим провести сделку с компанией, которую консультирует его фирма. Попросил его по-

мощи. Он переговорил по телефону с парой людей — и дело было сделано: вместе с банкиром из Lazard и нашим юристом я летел в Чикаго встречаться с руководством компании. Когда сделка была заключена, Стив сказал: «Чрезвычайно интересная транзакция. Скажи, а ты не думал привлечь капитал внешних инвесторов?»

До этой сделки вам приходила в голову мысль о возможности использования внешнего капитала для финансирования таких транзакций?

Разумеется, я и раньше задумывался об этой возможности. Но каждый раз, хорошенько подумав, решал: не стоит принимать капитал у инвесторов и делиться львиной долей прибыли, если можно взять денег взаймы, провести сделку и оставить 100% прибыли себе.

Логично. Так почему вы создали фонд, открытый для внешних инвестиций?

Политика изменилась, когда мы осознали, как удобно в трудной ситуации иметь рядом таких друзей, как Стив. Намного легче работать, когда фонду помогают люди, не меньше тебя заинтересованные в успехе.

Значит, ваша цель — не столько увеличивать капитал, сколько привлечь инвесторов, которые могут стать влиятельными союзниками?

Да, это главное, к чему мы стремимся. Случай со Стивом помог мне оценить прелесть подобного метода. Кроме того, с капиталом инвесторов мы можем работать более эффективно, чем с кредитами: увеличение числа транзакций увеличивает диверсификацию и снижает риск для портфеля.

Если вернуться к истории об американской электронной компании: похоже, если бы не Стив, сделка никогда бы не удалась.

Совершенно верно. Среди наших инвесторов сегодня несколько чрезвычайно влиятельных людей, и я всегда могу попросить их совета.

Звучит так, словно вы проводите конкурс среди инвесторов.

Мы действительно их отбираем. Часть инвесторов была отсеяна, в первую очередь это касается американского фонда.

Неужели перед желающим инвестировать пару миллионов долларов в фонд, кто бы он ни был, не будут широко распахнуты двери?

Ни в коем случае. Прежде чем принимать капитал, мы придирчиво обсуждаем кандидатуру инвестора.

Значит, все инвесторы проходят проверку.

Да, их проверяем либо мы сами, либо наши представители, занятые маркетингом.

Зачем?

Если бы нашей целью было собрать больше денег, мы с распростертыми объятьями встречали бы каждого новичка. Нам нужны инвесторы-помощники. Зачем создавать себе лишние трудности, работая с большим числом людей? Возможно, в будущем, распорядившись другими деньгами, мы станем менее капризными, но сегодня наша цель — собрать круг союзников и друзей.

Итак, инвесторы, все до одного — люди с большими связями или огромным финансовым опытом?

Нет, но тогда они либо наши друзья, либо родственники. Скажем, в число инвесторов входят мама начальника трейдерского отдела (до пенсии она работала в библиотеке) и моя мама, бывшая учительница. Собственно говоря, восемь инвесторов фонда — матери, тещи и

свекрови служащих. Кстати сказать, они — самые требовательные наши клиенты.

В чем это выражается?

Они требуют самых подробных объяснений по всем возможным поводам: почему в начале года рост прибыли был таким медленным? Почему в этом месяце прибыль растет слишком быстро?

Почему конкуренты не перенимают ваш опыт и не заключают сделки, подобные тем, что вы осуществили с американской электронной компанией или европейской фирмой, производящей программное обеспечение?

Конкурентов у нас сколько угодно. Каждую из стратегий, о которых мы с вами говорили, тотчас подхватывают и используют все шире и шире. На рынке это в порядке вещей. Мы оказались в лучшем положении, потому что первыми нашли золотую жилу. Фонд отличается одна особенность: мы никогда не используем чужих методов. Еще одна черта, которая выгодно нас отличает, — стремление построить сделку так, чтобы выиграли обе стороны: и мы, и сама компания. В результате, от сотрудничества с компаниями стоимостью несколько сотен миллионов мы перешли к сделкам с компаниями, чья рыночная капитализация измеряется миллиардами.

У вас есть множество преимуществ, однако существенно, что основную прибыль дает единственная главная стратегия. Что, если на рынке появится слишком много конкурентов и эта прибыль заметно уменьшится?

Тогда фонд выберет другую стратегию, мы постоянно их разрабатываем. Логика такова: пусть конкуренты работают, мы уступим им место — перейдем в другие области.

Например?

В настоящее время мы намеренно используем стратегии, некоррелированные с деятельностью фондового рынка. Между тем, на рынке очень востребованы инвестиционные стратегии, связанные с движением цен на акции и позволяющие неизменно опережать индекс S&P 500. Я бы с удовольствием попробовал изобрести такую стратегию.

Масса людей пытаются опередить S&P. Но есть ли хоть один успешный фонд, стабильно осуществляющий подобную стратегию?

Даже лучшие из таких фондов до конца не решили поставленных задач. Некоторым удается опередить S&P 500 на один или несколько процентов, но результаты редко остаются незыблемыми.

Как строятся стратегии этого типа?

PIMCO, например, покупает фьючерсы на S&P, совершая тем самым инвестиции в рынок акций, и пытается обеспечить себе дополнительную прибыль в 100 базисных пунктов, управляя портфелем долговых инструментов.

Неплохая идея в ситуации, когда процентные ставки остаются стабильными или падают. Предположим теперь, что процентные ставки растут: разве компания не подвергает серьезному риску свой портфель облигаций?

Да, конечно, риск велик. Собственно говоря, они просто меняют акценты: риску, связанному с активным управлением портфелем, подвергается не портфель акций, а портфель долговых инструментов.

Есть ли другие способы стабильного улучшения результатов по сравнению с индексом S&P 500?

Некоторые полагают, что опередить индекс можно, выбирая по несколько лучших акций в каждом секторе.

Инвестиции сбалансированы по секторам так, чтобы соответствовать S&P, однако внутри каждого сектора одни акции весят больше других. Скажем, в портфеле может быть увеличен вес GM за счет Ford или наоборот, в зависимости от результатов анализа.

У вас есть идеи относительно возможности улучшения результатов S&P?

Да, конечно.

Тогда почему вы не испробуете свою гипотезу на практике?

Руки не доходят. Возможно, программа скоро будет запущена.

Как вам пришла в голову мысль улучшить показатели S&P?

Я долго следил за вечным рыночным спором: одни отдают предпочтение активному управлению портфелем, другие считают, что индекс опередить нельзя, то есть полагают, что пассивный менеджмент лучше. Мне все время хотелось найти способ стабильно получать результаты, опережающие показатели индекса.

Вы рассказали, как решили разработать стратегию, но меня интересовало другое: что именно натолкнуло вас на эту идею?

Боюсь, здесь мне придется промолчать: программа еще не запущена. Я подробно рассказывал о предыдущих стратегиях, поскольку конкуренты их знают и сами используют.

Итак, вы пока не используете вашу стратегию опережения индекса, и конкуренты смогут узнать ее суть не раньше, чем стратегия начнет действовать.

Вот тогда мы ее и обсудим (*смеется*).

Стратегии, о которых вы рассказали, похоже, надежно защищены, и риск очень мал. Скажите, у вас была хоть одна по-настоящему неудачная сделка? Если да, то что именно не сработало?

Ох, как не хочется вспоминать! *(Смеется.)* Самое ужасное из всего, что с нами произошло...

Ужасные истории всегда интереснее благополучных.

Да, когда я беседую с новыми инвесторами, я всегда рассказываю этот случай. Одна компания — она занималась маркетингом телефонных карточек — нуждалась в финансировании. Сделка была довольно рискованной, но мы решили попробовать. Через две недели после сделки компания заявила, что вся ее финансовая отчетность за последние два года никуда не годится и должна быть пересмотрена. За вечер акции упали на 70%. Все случилось так быстро, что мы не успели привести в действие механизм защиты от риска. Ни активы, ни сама деятельность компании, в действительности, не вызывали беспокойства. Банкротство было объявлено для того, чтобы облегчить передачу своих активов другой компании.

Что вы предприняли в этой ситуации?

К счастью, часть денег была застрахована: в случае банкротства выплаты нам должны были совершаться в первую очередь. К настоящему времени мы уже получили часть капитала и подали заявление на получение остального. Проводимый фондом анализ дает возможность инвестировать только в компании, имеющие в случае банкротства солидную ликвидационную стоимость. В случае, о котором я рассказываю, покупатель заплатил за приобретение более \$100 млн. Впрочем, хотя активы компании в целостности и сохранности, мы, конечно, не знаем, сколько денег в конце концов удастся получить.

Чему вас научил этот случай?

Мы должны были обратить внимание на то, как активно пыталась компания заключить сделку, гарантируя безопасность меньшую, чем это принято в подобных случаях. Мы были ослеплены финансовыми показателями, но, честное слово, я до сих пор не знаю, как в таких случаях получить информацию об истинном положении вещей.

Из фирмы, где вы были единственным сотрудником, фонд превратился в учреждение, которое обслуживают больше тридцати человек. Вы научились правильно подбирать персонал?

За время существования фонда я, пожалуй, ни в одной области не сделал таких успехов, как в искусстве нанимать людей на работу. Раньше человеку было достаточно убедительно говорить о своей профессиональной пригодности — и я, не сомневаясь, принимал его. Когда у нас бывали вакансии и кто-нибудь заявлял: «Разумеется, я это умею», — я брал его. Видите ли, если я говорю, что справлюсь, я действительно отвечаю за свои слова. Со временем стало понятно: большинство из тех, кто настойчиво напрашивается на работу, не в состоянии ее выполнять.

Что изменилось в практике приема сотрудников?

Как выяснилось, лучшие работники — те, с кем я начал сотрудничать задолго до их перехода к нам. Те, кого приходилось уговаривать мне, а не те, кто пытался уговорить меня. Вот, собственно, вся суть перемен.

Своим успехом Флетчер обязан блестящему умозаключению: пусть рынок эффективен — возможность получить торговую прибыль существует, если положение разных инвесторов неравнозначно. Каждая из используемых им стратегий строится на учете различий положения на рынке разных сторон. Скажем, стратегия, с которой он работает в настоящее время — финанси-

вание частного капитала, — предполагает наличие компаний, чьи долгосрочные экономические показатели не отличаются от показателей их конкурентов, однако возможность привлечь капитал для инвестиций в данный момент ограничена. Флетчер находит «попавшие в немилость» компании и заключает сделку, в результате которой компания становится обладательницей фондов, чья стоимость ниже, чем в прочих источниках, а сам Флетчер получает возможность с высокой степенью вероятности и малым риском генерировать прибыль.

Две другие особенности торгового метода Флетчера — инновация и риск-контроль. Рядовому инвестору едва ли удастся воплотить в жизнь идеи Флетчера, однако его принципы стоит взять на вооружение всем, кто хочет успешно работать на рынке.

~ НОВОЕ ОБ АЛЬФОНСЕ «БАДДИ» ФЛЕТЧЕРЕ МЛАДШЕМ ...

На медвежьем рынке Флетчеру удалось сохранить капитал, однако в сохранении прежнего уровня прибыли он не преуспел. Со времени начала медвежьего рынка (апрель 2000 года) и вплоть до сентября 2002 года среднегодовой прирост капитала с учетом реинвестиций торговых прибылей составил всего 2%. Между тем, даже такие результаты выгодно отличаются от среднерыночных — напомним, что S&P 500 за это время упал на 45%, а Nasdaq — на 75%.

За время, прошедшее с начала медвежьего рынка, то есть почти за два года, крупнейший из ваших фондов вырос совсем незначительно. Эти результаты значительно лучше среднерыночных. И все же, какой была ваша цель в самом начале падения: просто сохранить капитал или получать ставшую привычной прибыль, измеряемую двузначными числами?

Предпринятые меры защиты от риска позволяют нам успешно сохранять капитал, но число надежных инвестиционных возможностей в данный момент заметно сократилось. У нас есть немало проектов капиталовложений непосредственно в сами компании, между тем, многие торговые варианты приходится отклонять — таким образом, прибыль наших агрессивных фондов упала ниже всех отмеченных ранее среднеисторических параметров. В то же время более консервативный фонд арбитражного дохода по-прежнему работает достаточно эффективно: его среднегодовая прибыль с начала медвежьего рынка составляет около 9%.

Чему научил вас медвежий рынок? Вы сделали неожиданные открытия, по-новому оценили старые истины?

Я едва ли научился чему-то, скорее, лучше усвоил давно известное. Рынок последних двух лет еще раз подчеркнул первостепенную, с нашей точки зрения, роль ликвидности; кроме того, рынок еще раз преподал нам урок терпения. Разумеется, мы не в состоянии предсказать, когда произойдет удачная сделка, хотя в наших силах, дожидаясь ее, сохранять капитал.

Суть вашей основной стратегии — финансирование компаний. Таким образом, для вас должна быть особенно важна точность и достоверность финансовой отчетности компании. Случалось ли вам понести убыток из-за бухгалтерских махинаций, о которых мы слышим сегодня на каждом шагу?

Основной элемент нашей стратегии — прямые инвестиции в компании, но, к счастью, нам не приходилось сталкиваться с обнаруженными сегодня фактами недобросовестного бухгалтерского учета. Задолго до всех скандалов мы поняли, что не каждая компания ведет бухгалтерию аккуратно. Этот пессимистический взгляд на жизнь помог избежать многих недоразумений.

АХМЕТОКУМУС

МАРШРУТ «СТАМБУЛ — УОЛЛ-СТРИТ»

Стамбульская биржа, открывшаяся, когда Ахмету Окумусу только-только исполнилось шестнадцать, покорила юношу навсегда. Его околдовала сама атмосфера торговли — в Турции она куда ближе к спекуляции, чем к инвестированию. На смену восхищению пришла страсть: прогуливая уроки, он отправляется торговать акциями.

Окумус не сомневался: его призвание — быть трейдером. Было очевидно, что поставленную цель он сможет достичь, только переехав в США. В 1989 году он эмигрирует в Америку: формально — чтобы посещать колледж, в действительности — для того, чтобы сделать первый шаг в карьере. В 1992 году, имея данные матерью \$15 тыс., Окумус начинает торговать американскими акциями. К началу 2000 года этот капитал возрос до \$6 млн.; среднегодовой прирост капитала с учетом реинвестиций торговых прибылей составил 107% (до уплаты налогов). В 1997 году был открыт его первый фонд — Okumus Opportunity Fund.

Наша беседа состоялась в манхэттенском офисе Окумуса — месте, замечу, весьма непривлекательном. Выйдя из лифта, я очутился перед конторкой секретаря — по видимому, он работал на всех обитателей этажа. Комната, в которой ждал меня Окумус, была небольшой, грязнова-

той, обставленной не слишком уютно. Вид из единственного окна был столь же неутешительным: взгляд утыкался в стену соседнего здания. Впрочем, у офиса оказалось одно неоспоримое преимущество: он был дешевым, вернее, бесплатным (льгота, предоставляемая комиссионерам). Окумус явно гордится этим обстоятельством. Говоря обо всех удачных приобретениях, будь то помещение или новый бухгалтер, он добавляет: «Такой уж я человек. Не люблю платить втридорога». Пожалуй, эта сентенция верно описывает и саму его торговую философию.

Во время интервью Ахмет делил свой офис с приятелем по колледжу Тедом Кокли III, приглашенным в фонд для исполнения задач, связанных с маркетингом и администрированием. (Последующее расширение штата привело к необходимости аренды более просторного офиса.) Вера Кокли в способности Окумуса — результат личного опыта. Еще в колледже он стал первым инвестором друга, вложив капитал, равный \$1 тыс. (в два приема — по \$500). За семь лет капитал увеличился ни много ни мало — до \$120 тыс.

До 1998 года своим худшим результатом Окумус считал +61% годовых. Между тем, в 1998 году, когда S&P 500 вырос на 28%, рост фонда к концу года составил не более 5%. Интервью, состоявшееся в середине 1999 года, я начал с вопроса об этом крайне нехарактерном для него результате.

Что произошло с фондом в прошлом году?

Виноват декабрь. К началу месяца среднегодовой прирост составлял 30%. Я считал, что рост акций интернет-компаний — результат массового помешательства. Разница между ценой и реальной стоимостью взлетела до уровней, которые раньше нам и во сне не приснились бы. Акции Schwab, например, торгуются на рынке уже лет десять. Когда я открыл короткую позицию, отношения цены к различным мерам стоимости, таким как выручка за одну акцию, денежный поток (прибыль с

поправкой на переоценку и амортизацию) на акцию, балансовая стоимость на акцию, были гораздо выше, чем в любые из прошлых лет. *(О пережитом тяжелом эмоциональном потрясении свидетельствует даже тембр голоса, изменившийся во время рассказа.)*

До какого уровня поднялись эти отношения?

Скажем, отношение цена/прибыль равнялось 54 к 1. Для сравнения: в моменты прошлых максимумов акции оно располагалось в интервале от 20 к 1 до 35 к 1.

Отношения цена/прибыль дошли до рекордных высот и продолжали расти. Что подвигло вас к решению открыть короткую позицию?

Инсайдеры (руководство компании) начали мощные продажи. В Schwab инсайдеры всегда продают, но в тот момент продажа велась особенно активно.

Кстати, действительно любопытно, почему среди инсайдеров Schwab постоянно преобладают продавцы?

Потому что компания раздала менеджерам массу опционов, которые время от времени исполняются.

Что произошло после того, как короткая позиция была открыта?

Акция выросла за неделю на 34% и в тот момент, когда я закрывался, все еще росла.

На какие еще акции интернет-компаний вы открывали короткие позиции в декабре 1998 года?

На Amazon.com.

Каким образом вам удалось оценить компанию типа Amazon: у нее нет прибыли и, соответственно, бесконечное отношение цена/прибыль?

Обычная оценка, действительно, невозможна. Но я представлял себе, сколько она не должна стоить, а цены

на Amazon уже дошли до этого уровня. Когда я открывал короткую позицию, капитализация Amazon (цена акции, умноженная на число находящихся в обращении акций) равнялась \$17 млрд. — компания стояла на четвертом месте среди крупнейших розничных торговцев в США. Ситуация была явно абсурдной.

К тому же за крупными сезонными продажами, связанными с Рождеством, в первом квартале последовало резкое падение зафиксированных в отчетности продаж. Я считал, что вероятное снижение продаж в следующем квартале приведет к падению акции. В течение года, предшествующего открытию короткой позиции, Amazon выросла в девять раз, в течение двух предшествующих месяцев — в четыре раза.

По какой цене торговалась компания в момент открытия короткой позиции?

Речь идет не об обычной короткой позиции. Я продал колл-опционы не при деньгах. (В сделке этого типа продавец опционов получает премию, принимая на себя обязательство продать в будущем акцию по установленной цене, превышающей текущую рыночную.)*

Опционы, которые я продавал, были сильно не при деньгах, а это значит, что рынок мог еще подниматься и подниматься — я бы все равно не остался в убытке. Я предполагал, что мог ошибиться и акция вырастет еще немного, но у меня и в мыслях не было, что она так взлетит.

Какова была цена страйк" проданных вами опционов? На каком уровне находился в то время рынок?

* Читатель, не знакомый с опционами, может обратиться к описанию этих финансовых инструментов, помещенному в краткой справке в конце книги.

**Цена страйк — это цена, по которой покупатель колл-опциона может приобрести акции у продавца опциона. Очевидно, что опцион будет исполнен только в том случае, если к моменту его истечения рыночная цена поднимется выше цены страйк.

Акция торговалась по \$220, и я продал колл-опционы по \$250. Я оставался в убытке только в том случае, если бы цена поднялась больше, чем на 30 пунктов.

За сколько были проданы опционы?

Я продал их по 1 V₈, но до исполнения оставалось всего три дня. Я считал, что за три дня акция не поднимется на 15%. Через день после того, как была открыта позиция, один из известных аналитиков изменил свой прогноз цены Amazon, который уже был превзойден рынком: теперь вместо \$150 он предсказывал \$440. Наутро с \$220 акция поднялась до \$260, а еще через день выросла до \$300. Опционы, которые я продал по 1 V₈, торговались по 48. (Один опционный контракт включает 100 акций; таким образом, каждый опцион, который был продан по \$112, стал стоить \$4 800.)

Сколько вы потеряли на сделке?

Эта сделка чуть не убила меня. Amazon обошлась в 17% капитала, Schwab еще в 12%.

Вы имели опыт продажи колл-опционов не при деньгах?

Конечно, но движения цен, подобные тем, раньше не наблюдались. Разумеется, за последний год целая группа интернет-акций взлетела в двадцать, а то и в тридцать раз, но тогда все было впервые. Я всегда играю на том, что хорошо знаю: общее состояние компании и соотношение реальной стоимости и цены.

Чему научил вас опыт этих двух сделок?

Не открывать коротких позиций по акциям интернет-компаний (*смеется*).

Более общие выводы?

Не ввязываться в рынок в периоды массового помешательства. Работать с инструментами, которые можно

хоть как-то предсказать. Мания непредсказуема. Если акция, максимальная цена которой равна \$10, продается по \$100, то почему бы ей не дойти до \$500?

Что вы переживали тогда?

Самое смешное, что к тому времени я уже был расстроен, поскольку год кончался, а рост составлял всего 25% — худший из моих результатов. За вычетом убытков от Schwab и Amazon я едва остался в плюсе. Я был выжат, как лимон. Помню, что приехал с подругой в Bloomingdale и почувствовал дурноту: всякий раз, как смотрел на ценник, вспоминал фондовый рынок. Через десять минут стало совсем плохо, из магазина пришлось уйти. Около недели после сделки не мог смотреть на тот раздел в Investor's Business Daily, где пишут о текущем состоянии рынка.

Случалось, что вы чувствовали себя на рынке хуже?

Никогда. Настроение было ужасное — ни до, ни после не испытывал ничего похожего.

Между тем, если судить по отчетам о результатах вашей работы, декабрь 1998 года, когда вы потеряли 16%, по величине убытка стоит на втором месте: первое занимает август 1998 года, когда убытки составили 53%. Как случилось, что август 1998 года, чьи показатели на бумаге выглядят хуже, меньше повлиял на ваше настроение?

Убытки, пришедшиеся на август 1998 года, оказались столь впечатляющими, поскольку во время случившегося в том месяце падения фондового рынка, я на 200% вложил в длинную позицию. В августе потери были более серьезными, но я был совершенно уверен в выборе компаний — их экономические характеристики были прекрасными, все недоразумения касались исключительно цен. Отношение цена/прибыль для портфеля равнялось в то время 5. Часть акций, на которые у меня

была длинная позиция, продавались ниже их балансовой стоимости — невероятный случай. Я знал, что мои акции крайне недооценены, долго так продолжаться не могло. Я не сомневался, что они скоро пойдут вверх. В декабре была другая ситуация: я потерял деньги на короткой позиции по интернет-акциям — а о них невозможно сказать, когда они перестанут расти.

Итак, август и декабрь различаются степенью вашей уверенности в своей правоте: в августе, хотя потери были более существенными, вы не сомневались в том, что действуете верно, тогда как в декабре ситуация вышла из-под контроля.

Точно.

Вы сумели всего за два месяца компенсировать огромные августовские потери, и все же: насколько разумно на 200% вкладываться в длинную позицию во время медвежьего рынка?

Бы правы, этого делать не следовало. Анализ совершенных ошибок привел к трем важным изменениям, внесенным мною в 1999 году в правила принятия торговых решений. Первое — мы уже говорили об этом — не работать в периоды массового помешательства. Второе — не открывать позицию, длинную или короткую, чей чистый вес превышает 100%. *(В августе длинная позиция Окумуса составляла 200%, короткая — 0%, то есть чистый вес длинной равнялся 200%.)*

Какое третье изменение вы внесли в правила принятия торговых решений?

Начал использовать опционы в качестве специфического средства, позволяющего снизить величину отрицательных переоценок портфеля.

Не связано ли это нововведение с пожеланиями инвесторов? Возможно, среди инвесторов, высоко

оценивающих показатели вашей чистой прибыли, были люди, которых пугала волатильность прибылей, в особенности 53-процентное падение, пришедшее на август?

Да, стратегия была изменена не в последнюю очередь под давлением инвесторов. Инвесторы говорили, что им не нравится высокая месячная волатильность. Именно поэтому мы постарались сосредоточиться на достижении высоких ежемесячных результатов. Раньше, когда я управлял только собственными деньгами, деньгами семьи и пары-тройки клиентов, меня интересовала прибыль только в долгосрочном масштабе. Я бежал марафон и заботился только о том, как быстрее добраться до финиша; результат на каждом из промежуточных этапов был не важен. Сейчас, когда у меня в управлении много денег, принадлежащих инвесторам, которых заботят ежемесячные показатели, я по-прежнему участвую в марафоне, но теперь оценивается результат каждых ста метров. Таким образом, хотя моя цель — успешное долгосрочное капиталовложение, я куда больше внимания уделяю ежемесячной прибыли; такая политика позволит мне в будущем существенно расширить фонд.

С чего началось ваше знакомство с фондовым рынком?

Я всегда увлекался финансами и валютой. Даже в детстве, кроме спортивной страницы, которую читали в газетах все мои сверстники, я обязательно просматривал финансовые статьи. В 1986 году в Стамбуле открыли фондовую биржу. До 1987 года в наших газетах не было разделов, посвященных акциям. Когда цены на акции стали публиковать, я заметил, что они меняются ежедневно. Мне стало любопытно. Я подумал, что умный человек наверняка сможет заработать на этом, поскольку должны быть причины таких изменений цены.

В первое время я только изучал цены по газетам. Потом выяснилось, что биржа расположена недалеко от

школы. В конце концов я решил прогулять уроки, сходить на биржу и посмотреть, как она устроена.

Опишите, пожалуйста, Стамбульскую фондовую биржу.

Сейчас она выглядит вполне современно, а тогда по середине зала шел деревянный барьер — он отделял зрителей от биржевых брокеров. Перед входом стояли доски с котировками покупки-продажи на каждую акцию.

Сколько акций торговалось в то время на бирже?

Около тридцати.

Каждой акцией занимался свой брокер?

Нет, брокеры работали на разные брокерские фирмы, каждый мог торговать, чем ему заблагорассудится.

Как общались с брокером желающие купить или продать акцию?

Вопили: «Эй, подойди сюда, сюда!»

Зал был большой?

Метров на десять больше этой комнаты. (То *есть* очень маленький.)

Сколько времени вы наблюдали за рынком, прежде чем совершить первую сделку?

Я присматривался несколько недель. Одна из акций — это была строительная компания, я знал, что у них множество новых контрактов — день за днем падала. Я решил, что это случайность и надо немедленно покупать акцию. Брокер предупреждал, что ее не стоит приобретать — акция идет вниз. Но мне было известно, что компания работает очень успешно, и, несмотря на все уговоры, я купил. Через две недели после заключения сделки она выросла раза в два. После этого случая я увлекся по-настоящему. Логика сработала, у движения

цен, действительно, оказались причины, и я был намерен эти причины найти.

В то время у нас не проводилось никакой аналитической работы. Я принялся делать анализ рынка самостоятельно. Стамбульская фондовая биржа выпускала отчеты о результатах компаний в текущем и прошлых годах, о прибылях, долгах и еще некоторых показателях. На эти числа никто внимания не обращал. Поскольку книг или статей о фондовом рынке достать у нас было нельзя, я интерпретировал статистические данные исходя исключительно из логических соображений.

Скажем, если на каждые \$100 выручки компания получала прибыль в \$20, я считал, что она работает хорошо; если же на каждые \$100 выручки приходилось всего \$2 прибыли, по моему мнению, дела у нее шли не блестяще. Я определял количество находящихся в обращении акций и данные о размере прибылей, а потом вычислял цену, по которой акции следовало бы продаваться. Собственно говоря, я самостоятельно изобрел отношение цена/прибыль. Когда я приехал в США и поступил в колледж, оказалось, что отношение цена/прибыль и другие данные, которые я изучал, — это основа всякого серьезного анализа акций.

Сделки, последовавшие за первой, были столь же удачны?

У меня получалось очень неплохо. Примерно через год сотрудники брокерской фирмы, через которую я торговал, стали обращаться ко мне за советом. В то время фондовый индекс в Турции сначала упал с 900 до 350, а потом снова поднялся до 900. В период большого падения мне удавалось не только сохранить, но и слегка увеличить свой капитал, а когда цены опять пошли вверх, я очень неплохо заработал.

Как можно было получить прибыль в момент, когда фондовый рынок начал резкое падение?

Фондовый рынок в Турции имеет ярко выраженный спекулятивный характер. Лимит дневного изменения цены равен 10%. (Максимальное допустимое движение цены вверх или вниз для каждой акции составляет 10%. Как правило, при достижении рынком верхней границы торги прекращаются, поскольку при огромном числе покупателей почти нет продавцов. Аналогичная ситуация происходит на нижней границе цены.) Цена, дошедшая до верхнего или нижнего лимита, для нас — обычное дело. Я поставил себе за правило покупать акцию после того, как она три дня подряд доходила до нижнего лимита, а затем в первый период краткосрочного роста продавать.

Иными словами, вы извлекали выгоду из спекулятивных крайностей. Вы до сих пор пользуетесь этой стратегией?

Нет, сейчас я торгую на основе фундаментального анализа.

Предположим, вы выбрали акцию исходя из экономических характеристик компании. Как определяется момент покупки? Прежде чем купить, вы по-прежнему ждете падения цены?

Не обязательно. У меня есть собственное мнение относительно стоимости каждой акции: как только цена опускается намного ниже заданного уровня, я покупаю. Скажем, я считаю, что некая акция стоит \$35. Я куплю ее, делая большой допуск на ошибку и защищаясь таким образом от риска, если цена сравняется с \$20.

Вы никогда не покупаете акции до того, как их цена сравняется с заранее теоретически установленным уровнем?

Никогда. Ненавижу спешку. Набираюсь терпения и жду, пока цена дойдет до нужных значений.

Скорее всего, при такой политике мимо проходит множество выгодных акций.

Конечно, но я никогда не задавался целью заключить как можно больше сделок; моя задача — получать прибыль на каждой позиции. Заработанная сумма может быть небольшой, важно, чтобы все сделки оказались удачными. Начиная с 1992 года, я получаю прибыль на 90% позиций.

Какое количество акций из тех, по которым был проведен анализ и принято решение купить, доходит до установленных вами уровней цены?

Немного: думаю, 10-20%. Я слежу за работой своих коллег из других компаний и вижу, какими принципами они руководствуются при выборе акций. Мои требования, исполнение которых необходимо для открытия позиции, куда жестче, чем требования других управляющих. Многие покупают компанию по цене, в шестнадцать раз превышающей прибыль, — я готов платить только в двенадцать раз больше. «Покупай дешево, продавай дорого» — крылатое выражение, которое все повторяют, но мало кто воплощает в жизнь. Я работаю в соответствии с этим принципом.

Когда вы приехали в США?

В 1989 году я приехал сюда поступать в колледж. Самое смешное, что стоило мне уехать в Штаты, как турецкий фондовый рынок — вы помните, как он с 900 опустился до 350, а потом вернулся к 900, — за полгода взлетел до 4 000. Я был страшно расстроен.

Вы приехали только для того, чтобы получить образование или рассчитывали остаться здесь навсегда?

Я с самого начала хотел стать фондовым менеджером в США. В Америке великолепный фондовый рынок, здесь можно расти и расти, тогда как возможности инвестирования в Турции весьма ограничены.

Вы изучали фондовый рынок США до приезда в Америку?

Нет, но с первых же дней жизни здесь я стал следить за ситуацией на американских биржах. Я хотел понять принцип, лежащий в основе движения цен.

С чего вы начали?

С чтения. Хватался за любую книгу по специальности, попадавшуюся на глаза.

Какие книги помогли в работе больше других или оказали особое влияние на ваш профессиональный рост?

Мне очень нравилась «Логика фондового рынка» Нормана Фосбэка. Я извлек из нее массу полезных советов: скажем, научился со вниманием относиться к инсайдерской торговле (покупки и продажи акций, совершаемые руководством компании и членами совета директоров), этот принцип лег в основу моего стратегического подхода. Еще мне помогли книги о методах Уоррена Баффета.

Чем заинтересовала вас стратегия Уоррена Баффета?

Идея определения истинной стоимости акции, а затем покупки с допуском на ошибку, то есть по цене более низкой, чем та, что была установлена в результате анализа.

Какие еще книги пригодились вам при разработке стратегии?

«Один на Уолл-стрит» Питера Линча. Эта книга объяснила мне, как важно, занимаясь инвестициями в фондовый рынок, руководствоваться принципами обычного здравого смысла. Этот автор также считает, что шансы выигрыша увеличиваются при наличии высокого уровня инсайдерских покупок.

Каким должен быть уровень инсайдерских покупок, чтобы его можно было назвать «высоким»?

Чтобы определить, насколько значим уровень инсайдерских покупок, я сравниваю число купленных инсайдером акций с «чистой стоимостью» человека и его зарплатой. Если стоимость приобретенных бумаг превышает годовую зарплату, я считаю уровень покупки высоким.

Таким образом, для вас важно поведение каждого конкретного инсайдера, речь не идет о статистических данных в целом?

Я склонен к детальному анализу. Не думаю, что кто-нибудь изучает инсайдерскую торговлю более внимательно, чем я.

Какие еще показатели существенны для интерпретации торговой активности инсайдеров?

Следует убедиться в том, что покупки инсайдеров — это приобретение новых акций, а не исполнение опционов.

Насколько необходимо для открытия позиции наличие высокого уровня инсайдерских покупок? Станете ли вы приобретать понравившуюся акцию, если ее цена достигла установленных значений при отсутствии инсайдерских покупок?

Как правило, позиция в этом случае не открывается. Мне важно, чтобы инсайдеры вкладывали деньги в собственную компанию. Хотя если руководство уже владеет значительной долей компании, ему, разумеется, нет нужды покупать новые акции. Скажем, инсайдеры являются владельцами 65% акций J.D. Edwards — акции, с которой я сейчас собираюсь работать, — так что мне нет нужды дожидаться новых покупок. И наоборот: есть компании, где инсайдеры владеют всего 1%. В таких фирмах руководство будет заботиться в

первую очередь о сохранении за собой рабочего места и о повышении бонусов, повышение цен на акции их не волнует.

Как вы проводите анализ — на компьютере или вручную?

Вручную. По-моему, это лучший способ: приобретаешь множество полезных навыков.

Какой круг акций охватывает исследование?

Все акции нью-йоркской биржи и Nasdaq.

Сколько это?

Около 10 000.

Как можно без помощи компьютера проанализировать 10 000 акций?

Анализ занимает не меньше 100 часов в неделю. Я слежу за всеми акциями, с которыми так или иначе работал в течение последних одиннадцати лет. Прямо скажем, их накопилось немало. Кроме того, я обращаю особое внимание на акции, достигшие новых минимумов за последние 52 недели. Но если результаты анализа, проведенного в прошлом, поставили компанию в группу сильнейших, я не жду, чтобы она дошла до минимума. Я покупаю, стоит ей сильно упасть, даже если до минимума еще далеко.

Как вы ищете акции, обнаружившие заметное падение?

Во-первых, просматриваю списки новых минимумов за последние 52 недели; во-вторых, каждую неделю изучаю графики, публикуемые в Daily Graphs, — в них входит около половины акций, которыми я занимаюсь.

Получается, вы всегда ищете акции, цена на которые упала?

Всегда. Обычно я не рассматриваю возможность покупки акции, пока ее цена не опустится на 60-70% ниже максимума. За семь лет работы на американском фондовом рынке я ни разу не держал акцию, достигшую нового максимума. Думаю, это не совсем обычная стратегия.

Вы хотите сказать, что, глядя на графики, выделяете только акции, совершающие движение вниз?

Это верно, но за одним исключением: меня может заинтересовать компания, чья цена стояла на месте, в то время как прибыль компании росла.

Значит, все покупки совершаются либо по минимуму, либо близко к нему?

Не обязательно. Если я хорошо знаю компанию и ее экономическое состояние не внушает никаких опасений, я могу открыть длинную позицию даже в ситуации, когда цена отстоит от минимума достаточно далеко. Скажем, Microchip Technology сейчас торгуется по \$35 — это значение ниже максимума в \$50, однако заметно превышает прошлогодний минимум, равный \$15. Несмотря на то, что до минимума еще далеко, я продолжаю продавать пут-опционы на акцию, поскольку дела у компании идут превосходно.

Продажа пут-опционов — это открытие бычьей позиции. Продавец пут-опциона получает премию в обмен на обязательство купить акцию по цене, называемой «ценой страйк», по истечении установленного промежутка времени. Обязательство вступает в силу по требованию покупателя, который настаивает на исполнении опциона, если в момент его истечения рыночная цена акции окажется ниже цены страйк.

Допустим, например, что акция торгуется на рынке по \$13, а пут-опцион с ценой страйк \$10 торгуется по \$1. Если в момент истечения срока жизни опциона акция торгуется по цене более высокой, чем \$10, продавец пут-опциона

получает прибыль, равную \$1 на акцию (то есть \$100 за один контракт, представляющий 100 акций). Если же в момент истечения акция торгуется по цене более низкой, чем \$10, опцион, скорее всего, будет исполнен, и его продавцу придется купить акции по \$10, вне зависимости от того, как низко упала их рыночная цена.

Окумус, который, как правило, продает пут-опционы с ценой страйк более низкой, чем текущая рыночная цена (о таких опционах принято говорить, что они «не при деньгах»), получит прибыль, равную премии, заплаченной за опцион покупателем, в ситуации, когда цена акции незначительно упадет, останется неизменной или пойдет вверх. В то же время, если акция существенно опустится, он будет обязан купить ее по цене, превышающей рыночную (по цене страйк), в момент истечения срока жизни опциона.

Почему вместо того, чтобы купить саму акцию, вы продаете на нее пут-опционы?

Я никогда не расстраиваюсь, если мои пут-опционы бывают исполнены (при исполнении опциона Окумус приобретает акцию по цене страйк). Я продаю пут-опционы только тогда, когда считаю выгодной покупку акций по цене страйк.

Скажем, в настоящее время у меня открыта короткая позиция по пут-опционам с ценой страйк \$10 на J.D. Edwards — акцию, которая торгуется сейчас по \$13. Надеюсь, что опцион будет исполнен: по-моему, покупка этих акций по \$10 — очень выгодная сделка. В этом случае у меня останется премия плюс акции, которые я куплю по \$10 и, уверен, скоро продам намного дороже.

Правда, в большинстве случаев пут-опционы, которые я продаю, не бывают исполнены, поскольку рынок не падает ниже предусмотренного мной уровня. В этом случае я тоже выигрываю, поскольку в качестве прибыли имею премию.

Иными словами, с вашей точки зрения, продажа пут-опционов — это один из способов покупки акций. Если цена не падает ниже цены страйк, у вас остается прибыль, равная размеру премии; если же цена опускается ниже, вы также выигрываете, поскольку получаете акции, которые все равно собирались приобрести по этой цене.

Совершенно верно. Продажа пут-опционов — это способ, дожидаясь пока цена опустится до установленного мной уровня, получать небольшой доход. Кроме того, есть акции, заработать на которых можно исключительно продавая пут-опционы — покупка самих акций оказывается малоприбыльной.

Скажем, в последние годы недооцененные акции почти не пользуются на рынке успехом. Есть акции, которые торгуются при отношении цена/прибыль, равном 5 к 6. Прибыли растут, инсайдеры покупают, а цена остается прежней. В то же время S&P повышается. Купив эти акции, заработать невозможно, а от продажи пут-опциона прибыль есть. Продавцу пут-опциона не нужно, чтобы акция непременно шла вверх: главное, чтобы она сильно не опустилась.

Допустим, акция торгуется по 35, а вы хотели бы ее купить за 30. Значит, выгодно будет продать пух-опцион с ценой страйк 30 и получить премию. Вы в любом случае собирались стать держателем акции, так что вырастет цена или упадет — не имеет значения: так или иначе премию можно рассматривать как прибыль. Почему бы всегда не использовать эту стратегию?

Потому что есть еще расходы на проведение сделки. Продавая пут-опционы, я должен внести обеспечение на маржинальный счет. Бывает, что премия, полученная за опционы, не окупает затрат на маржу. В такой ситуации деньги лучше было бы употребить иначе.

Давайте опять вспомним то время, когда вы приехали в США. Вы сказали, что начали изучать амери-

канский фондовый рынок сразу после приезда, то есть едва поступив в колледж. Как распределялось время между учебой в колледже и анализом рынка акций?

Я бы сказал, что в среднем 35% приходилось на уроки и 65% — на фондовый рынок, хотя время, отводимое на изучение рынка, постоянно росло. К началу последнего года учебы рынку я посвящал 90% сил и времени, так что учебу в конце концов пришлось бросить.

Не жалко было уходить из колледжа, когда до получения диплома оставался всего год?

Нет, потому что мне не терпелось начать работать. К тому же я учился на факультете финансов и чувствовал, что лучше преподавателей знаю, как устроен фондовый рынок и инвестирование.

Что говорили в колледже о фондовом рынке?

Нам преподавали теорию, а теория, как правило, — вещь бесполезная.

Например?

Гипотеза эффективного рынка (концепция, построенная на основе утверждения о том, что рыночная цена немедленно учитывает всю поступившую информацию), по-моему, просто смехотворна.

Почему смехотворна?

Потому что качество анализа, проводимого разными участниками рынка, различно. Рыночная цена отражает средний результат, достигнутый массой инвесторов в целом. Если вы в состоянии провести исследование лучше, чем окружающие, вы можете получить информацию, которой большая часть участников рынка не обладает, и заработать на своем знании. Существует множество характеристик компаний, которые удалось обнаружить мне и не удалось прочим инвесторам. Таким образом, я оцениваю эти компа-

нии иначе, чем мои коллеги. И значит, нельзя утверждать, что акция всегда торгуется на «справедливом» и «должном» уровне.

Открывая позицию, вы заранее определяете уровень, при котором позиция будет закрыта?

Конечно. Я всегда устанавливаю значение цены, необходимое для того, чтобы при неизменности экономического положения компании позиция была закрыта. Хотя если экономическое состояние компании улучшается, данный уровень может быть изменен.

Как вычисляется уровень? Это прибыль, выраженная в процентах?

Да, это целевая прибыль.

Каков процент?

Все зависит от того, как дешево я купил акцию, но обычно это 20-25%.

Похоже, вы поступаете наперекор всем советам Питера Линча: он говорил, что связываться стоит только с теми, кто пойдет «десятимильными шагами» (то есть покупать акции, которые, по предварительным подсчетам, вырастут в десять раз). Вы даже не удваиваете вложенные деньги.

Я не стараюсь выиграть сразу. Именно поэтому меня не пугает перспектива медвежьего рынка.

По-видимому, стоит проданной вами акции опуститься, вы снова ее покупаете?

Конечно; если только не изменились экономические характеристики компании.

Случается ли, что акция дает вам очень умеренную прибыль, а после уже не падает настолько сильно, чтобы ее снова захотелось купить?

Именно так чаще всего и бывает, но, по-моему, это не плохо. Моя главная задача — не терять деньги. Пусть прибыль невелика, но если она течет постоянно, капитал увеличивается.

Большую часть времени вы управляли маленькими суммами денег. Организация фонда, его успешная работа должны привести к резкому увеличению размера капитала. Как изменится стратегия в связи с необходимостью торговать, имея в распоряжении крупные суммы?

Не думаю, чтобы ее стоило менять. Компании, которые я покупаю, — это известные фирмы, чьи акции высоколиквидны. Этот принцип был с самого начала положен в основу стратегии. Приступая к работе на фондовом рынке, я решил, что буду строить торговую политику исходя из возможности расширения. Так что мой стиль отлично согласуется с задачами управления большим капиталом.

Вы пришли на фондовый рынок и до сих пор работаете в условиях крупнейшего в истории бычьего рынка. Как будет строиться стратегия, если мы попадем в эру крупнейшего медвежьего рынка?

Я рассчитываю на то, что рынок станет медвежьим. Мы избавимся от всех игроков, ставящих на сиюминутные движения, от всех поклонников интернета, от всех любителей переоцененных акций. Останутся только те, кто занят недооцененными акциями. Компании, которые я покупаю, уже живут в условиях медвежьего рынка. Их коэффициенты цена/прибыль уже находятся на уровне 5-6. Падать им некуда. Я уже говорил, что покупаю акции, опустившиеся на 60-70% ниже максимума.

Да, я могу понять, почему на медвежьем рынке вам придется легче, чем инвесторам, использующим

другие стратегии. Но в ситуации, когда S&P упадет на 20% или 30%, ваши акции тоже неизбежно пойдут вниз.

Пусть идут, я буду продолжать их держать. Я знаю стоимость своих компаний. Я не сомневаюсь в качестве бумаг, в которые инвестирую. У многих фондовых менеджеров существуют правила относительно закрытия позиций в случае, если акция упадет, скажем, на 7% или на 10%. Им приходится устанавливать такие ограничения, потому что, покупая, они не уверены в правильности выбора. Я провожу детальнейший анализ всех акций, которые приобретаю, и точно знаю, кто чего стоит. Честное слово, если акция, которую я купил, упадет на 10%, а общее состояние компании останется прежним, я могу докупить еще лот.

Вы не используете никаких защитных остановок. А что, если купленная вами компания разорится? Насколько значимым окажется это событие для портфеля в целом?

Оно попросту не произойдет. Я не покупаю компаний, у которых есть хотя бы минимальные шансы разориться. Мои компании — это компании с отличными финансовыми отчетами, высокой балансовой стоимостью, стабильными доходами, прекрасным руководством и солидными инсайдерскими покупками. Таким компаниям банкротство не грозит.

Как вы определяете, что позиция оказалась невыгодной?

Позиция невыгодна, если экономические показатели компании изменились и у меня нет причин держать акцию по текущей цене.

А если цена падает, но экономические характеристики остаются прежними?

Куплю еще.

Сколько у вас обычно открыто позиций по акциям?

Около десяти. Логика проста: десятка лидеров даст прибыль большую, чем сотня лидеров.

Какова максимальная доля портфеля, приходящаяся на отдельную акцию?

В настоящее время я могу позволить себе вложить в одну акцию около 30% портфеля. Когда-то максимум достигал 70%.

Похоже, максимально возможная позиция по одной акции очень велика. Что, если такая позиция не принесет прибыли?

Прежде, чем открыть ее, я изучаю состояние компании и убеждаюсь в том, что прибыль будет.

Но акция может упасть под влиянием обстоятельств, о которых вам ничего не известно.

Не может.

Откуда такая уверенность?

Я изучаю компанию, владельцем которой становлюсь. Например, я покупаю Viasoft по \$7 — это компания, которая обладает денежными средствами в размере \$5 на акцию и у которой нет долгов. Каков в этом случае риск, \$2?

Какова стратегия торговли на коротких позициях?

Я подбираю акции, торгующиеся с огромным коэффициентом цена/прибыль. Кроме того, после прошлогоднего случая с акциями интернет-компаний я принял за правило всегда искать катализатор. Теперь даже на крайне переоцененную акцию короткая позиция не будет открыта до тех пор, пока я не обнаружу катализатор, чье воздействие должно заставить цену измениться.

Итак, в прошлом году, открывая короткие позиции на Amazon и Schwab, вы совершили фазу две ошибки: во-первых, решили играть против коллективной мании, во-вторых, заключили сделку, не обнаружив катализатора.

Совершенно верно. Акции были сильно переоценены, но компании продолжали развиваться довольно успешно. Хотя Amazon не получает прибыли, ее выручка постоянно растет. Пока фирма не ухудшит своих показателей, на рынке не начнется массовая распродажа акций.

Похоже, ваша стратегия с большим трудом может быть применена на коротких позициях. Открывая длинные позиции, вы покупаете акции, пережившие резкое падение, причем компании, которые вы выбираете, всегда крайне недооценены. Иными словами, вы покупаете по цене, обеспечивающей весьма низкий уровень риска. И, наоборот, при открытии короткой позиции на акции, даже при условии, что цена продажи высока, существует неограниченный риск, столь не свойственный, насколько я понимаю, вашему торговому мировоззрению. У вас хватает решимости торговать на коротких позициях?

Я не открываю короткую позицию, пока не придут к убеждению, что экономическое состояние компании внушает серьезные опасения. Сегодня я не стал бы открывать короткую позицию на Schwab, равняйся коэффициент цена/прибыль хоть 100, если компания продолжает успешно развиваться. Сделка была бы заключена не раньше, чем ухудшились бы общие экономические параметры фирмы.

Разве безумство толпы не может заставить акцию расти несмотря на то, что ухудшаются фундаментальные показатели компании?

Как только деятельность компании дает сбой, массовое помешательство затухает само собой. Скажем, не-

сколько лет назад толпа была без ума от Iomega. Стоило объективным экономическим показателям снизиться, массовые покупки прекратились.

А как вы решаете проблему неограниченного риска?

На всех длинных позициях я провожу долгосрочное инвестирование капитала; короткие позиции — это, как правило, краткосрочные вложения. Основание подобного разделения — тот самый неограниченный риск.

Как вы оцениваете качество аналитических материалов, поставляемых специалистами Уолл-стрит?

Не слишком высоко.

Почему?

Большинство аналитиков не пытаются логически обосновать причины, по которым акция торгуется по данной цене. Если компания успешна, то аналитикам просто наплевать на уровень цены. Стоит цене подойти до их прогноза, они, не долго думая, поднимают прогноз на новый уровень, несмотря на то, что изменений в фундаментальных показателях компании не произошло.

1990-е годы — это эпоха бычьего рынка невиданного размаха. Насколько наблюдаемый рост цен обоснован улучшением общего состояния экономики?

Я думаю, что мы являемся свидетелями охватившего весь фондовый рынок массового помешательства. Обоснованием моей точки зрения могут служить два обстоятельства: во-первых, отношения цена/прибыль достигли рекордных уровней, во-вторых, средняя норма прибыли компаний также достигла не наблюдавшихся прежде высот.

Что вы понимаете под «нормой прибыли»?

Величину прибыли на одну продажу. Скажем, норма прибыли равна 20%; это значит, что на каждые \$100 продаж фирма получает \$20 прибыли.

Чем же плоха высокая норма прибыли?

Тем, что ее наличие говорит о невозможности дальнейшего позитивного развития.

Что вы читаете?

Самую разную литературу: финансовые газеты и журналы, тонны отчетов компаний. Выбор периодических изданий зависит от состояния текущих позиций и планов на будущее. Например, в прошлом году я торговал акциями компании, производящей медицинские препараты для больных, страдающих расстройствами мочеполовой системы, и изучал «Вестник урологии».

На что вы обращаете внимание, собираясь приобрести акцию?

Акция должна соответствовать следующим критериям:

1. Отчет о работе компании не внушает опасений: растут прибыль на акцию, выручка на акцию и денежный поток на акцию.
2. У компании хорошая балансовая стоимость (теоретическая стоимость одной акции в ситуации полной ликвидации активов и уплаты всех обязательств), а также высокая доходность акционерного капитала.
3. Акция резко упала: лучше всего, если она торгуется на уровне прошлого минимума. Важно, чтобы падение было вызвано причинами краткосрочного характера, в то время как долгосрочные экономические характеристики неизменно оставались на высоте.
4. Инсайдеры делают значительные покупки или владеют существенным количеством акций.

5. Дополнительной причиной покупки может стать приход новой команды руководителей, в прошлом зарекомендовавшей себя в умении успешно реабилитировать компании, переживающие временные трудности.

Каковы ваши торговые принципы?

- Самостоятельно анализируй деятельность компаний, чтобы у тебя не оставалось сомнений в выборе акций.
- Покупай дешево.
- Соблюдай дисциплину и не позволяй чувствам брать верх.

Каковы ваши цели?

Моя цель — стать лучшим портфельным управляющим на фондовом рынке. Надеюсь, что к тому моменту, как фонд отметит десятилетний юбилей, у меня будет лучший отчет о работе за последние десять лет, девять лет и так далее, вплоть до пяти лет. Хороший отчет за срок, составляющий меньше пяти лет, может говорить разве что о везении либо о том, что стратегия случайно совпала с общим направлением рынка.

Принятый Окумусом стиль торговли предполагает, что шансы заработать на 80-90% акций, которые, по мнению Окумуса, могут стать выигрышными, будут упущены. Каждая из купленных акций дает весьма небольшую, по сравнению с возможной, прибыль. Окумус гордится тем, что ни одна из акций в то время, когда она находилась в его портфеле, не показала нового максимума. Описанная стратегия, на первый взгляд, представляется не слишком осмысленной. И все же кажущиеся недостатки в действительности являются залогом успеха. У Окумуса одна главная задача: он заключает сделки так, чтобы вероятность прибыли была очень высокой, а уровень риска — крайне низким. Достигнуть этой цели

трейдер может только проходя мимо многих заманчивых предложений и игнорируя многие лакомые куски. Избранную стратегию Окумус реализует блестяще. Его результат — 90% прибыльных сделок и трехзначная среднегодовая прибыль.

Любимый тип сделок Окумуса — покупка компании, чье экономическое состояние не внушает опасений, по бросовой цене. Он подбирает компании с хорошим ростом прибыли, выручки и денежного потока, а также с высоким уровнем инсайдерских покупок или инсайдерского владения акциями. Впрочем, отличное экономическое состояние фирмы — только один из необходимых критериев. Цена на акцию также должна соответствовать определенным условиям. Обычно Окумус покупает акции, опустившиеся на 60% и более относительно своих максимумов и торгующиеся при коэффициенте цена/прибыль меньше 12. Кроме того, он старается покупать акции по цене, по возможности приближающейся к балансовой стоимости. Очень немногие акции подходят под эти жесткие мерки, определяющие экономическое состояние компании и уровень цены. Большинство компаний, представляющихся привлекательными с экономической точки зрения, так и не опускаются до нужного уровня цены. Пристально изучая около 10 000 акций, Окумус является обладателем всего десяти, на которые бывают одновременно открыты позиции.

Один из принципов, определяющих успех работы на рынке, согласно мнению «Магов рынка», о которых идет речь как в этой книге, так и в предыдущих, сводится к старой истине: фиксируй убытки как можно быстрее. Стратегия Окумуса, однако, позволяет усомниться в верности расхожей поговорки. Окумус никогда не ликвидирует позицию только потому, что она в данный момент приносит убыток. Бывали случаи, когда он увеличивал размер убыточной позиции. Как Окумусу, действующему наперекор советам стольких великих трейдеров, удается успешно работать на фондовом рынке?

В его удачах нет ничего необычного. К успеху ведет множество путей. Правда, их нелегко найти, да и двигаться по ним порой непросто. Быстро фиксировать убытки необходимо трейдеру, осуществляющему таким образом контроль за степенью риска. И все же, хотя любая стратегия предусматривает меры защиты от риска, далеко не все используют в этой функции фиксацию убытков. Способ контроля над риском, принятый Окумусом, — чрезвычайно жесткий отбор акций: позиции открываются только на очень благополучные с экономической точки зрения компании, чьи акции упали более чем на 50% ниже максимумов. Окумус твердо уверен в том, что в момент покупки его акции обладают весьма низкой степенью риска. Строго следуя выбранным правилам, трейдер пропускает многочисленные торговые возможности, способные — хотя и с меньшей долей вероятности — принести прибыль. Именно такой суровый контроль, установленный в сфере подбора акций, позволяет контролировать риск, не следуя традиционному правилу быстрой фиксации убытков.

Один из методов, придуманных Окумусом для улучшения торговых результатов, — продажа пут-опционов не при деньгах на акции, владельцем которых он хотел бы стать. Пут-опционы продаются по цене страйк, равной цене, по которой трейдер хотел бы приобрести для себя акции на рынке. В этом случае, даже если цена не опускается до предусмотренного стратегией уровня, Окумус имеет некоторую прибыль; в то же время в ситуации, когда цена опускается, стоимость покупки акции бывает компенсирована за счет премии, получаемой за опцион.

Стратегия Окумуса требует от трейдера большого терпения и дисциплины. Несмотря на то, что лишь малое количество акций оказывается пригодным для открытия позиций, оправданных его методом, у Окумуса хватает силы воли ждать, пока представится случай заключить сделку, соответствующую всем требованиям

стратегии. Так, во втором квартале 1999 года он был инвестирован всего на 13%, поскольку, по его собственным словам: «По бросовым ценам сейчас ничего не купишь. Я не рискую деньгами; фонд инвестирует только в очень дешевые акции».

и* НОВОЕ ОБ АХМЕТЕОКУМУСЕ *

В течение первых двух календарных лет медвежьего рынка Окумусу удавалось показывать неплохие результаты: в 2000 году главный его фонд продемонстрировал впечатляющую прибыль, равную 49%; в 2001 году прибыль составила 31%. В 2002 году, однако, фонд пережил кризис. В сентябре этого года наблюдалось падение капитала, к настоящему времени он упал на 40% — потери, равносильные стремительному падению Nasdaq и заметно превышающие результаты S&P 500, опустившегося на 29%. Между тем, несмотря на такие гигантские потери, Окумус в целом заметно опережает индексы: с момента своего основания (август 1997 года) фонд вырос на 218%, в то время как S&P 500 упал на 14%, а Nasdaq — на 26%.

Большие потери, пришедшиеся на сентябрь, объясняются двумя обстоятельствами. Во-первых, как мы увидим из приведенного ниже интервью, Окумус избрал бычью стратегию: его чистая длинная позиция превысила 100% в момент, когда фондовые рынки продолжали стремительно рушиться. Во-вторых, согласно данным проделанного Окумусом анализа, наиболее перспективные акции по самым низким ценам сконцентрировались в технологическом секторе, куда и была направлена основная часть инвестиций, — как мы помним, именно на эту отрасль в ходе падения 2002 года пришелся самый мощный удар. С начала года до момента, когда состоялась наша вторая беседа (август 2002 года), фонд Окумуса упал на 21% — убыток, почти удвоившийся к концу следующего месяца (времени написания этих строк).

Окумус покупает акции, являющиеся, по его мнению, сильно недооцененными. В ситуации, когда компания продолжает успешно функционировать, позиция, несмотря на любое понижение цены, остается открытой. Такая стратегия приводит, с одной стороны, к периодическим падениям капитала, с другой — к последующим более мощным откатам вверх. Со времени основания фонда Окумус пережил три наиболее заметных падения капитала: два, равные 20%, и одно, составляющее гигантские 53%. Во всех трех случаях не позднее двух месяцев после окончания падений фонд достиг новых максимумов. Последует ли за четвертым падением новый резкий и стремительный рост прибыли? Ответ мы узнаем ко времени выхода книги из типографии. Полагаю, он, скорее всего, окажется утвердительным. (Позднейшая вставка: в момент правки гранок, то есть месяцем позже, Окумус полностью компенсировал убытки предшествующих месяцев.)

Насколько я понимаю, ваша нынешняя чистая длинная позиция превышает длинные позиции, открывавшиеся фондом за последнее время. Я прав?

Вы правы, с лета 1998 года у нас не было чистой длинной позиции такой величины.

Почему вы открыли ее?

Акции недооценены и чрезвычайно дешевы, инсайдерские покупки высоки. В технологии наблюдаются крупнейшие инсайдерские покупки за последние тринадцать лет. Скажем, в Sun Microsystems последнее десятилетие инсайдеры продавали. Два квартала назад они приостановили продажи, в прошлом квартале началась покупка акций. Как раз вчера мы получили сведения о том, что один из руководящих работников приобрел миллион акций!

За время существования медвежьего рынка ваша стратегия претерпела изменения?

Никаких. Она осталась прежней. Мы работаем, как бизнесмен, приобретающий в собственность активы. Если фонд купил акции, реальная стоимость которых составляет \$20, по цене \$9, наше приобретение может падать хоть до \$6 при условии, что оценка компании верна, мы в конце концов все равно получим прибыль.

Сколько денег находится у вас в управлении в настоящее время?

Более \$500 млн.

Огромная сумма по сравнению с той, которой вы распоряжались в момент нашей первой беседы. В то время ваш портфель отличался крайней степенью концентрации. Поскольку находящиеся в распоряжении активы заметно возросли, концентрация, должна была ослабеть — так ли это?

Раньше у фонда в каждый момент времени было открыто около десятка позиций, длинных и коротких. В настоящее время открыто около двадцати позиций, но львиная доля капитала также сконцентрирована в первом десятке позиций.

Итак, вы по-прежнему сильно концентрированы?

Повторяю: в наших методах ничто не изменилось.

Фундаментальные показатели приобретаемых вами компаний, по-видимому, прекрасны — вы, действительно покупаете за \$9 то, что стоит \$20. И все же, не боитесь ли вы, что из-за ошибочного или намеренно мошеннического ведения бухгалтерии показатели, лежащие в основе сделанных вами оценок, далеки от истины? Не может ли свойственная портфелю сильная концентрация стать причиной больших убытков, связанных с ошибкой в выборе одной из компаний?

Нет, потому что мы не приобретаем компании, имеющие долги. Все компании, вовлеченные в недавние

скандалы, — это фирмы, за которыми числятся тонны долгов. Единственная цель махинаций с отчетностью состояла в том, чтобы скрыть долг. Кроме того, для большинства акций, выбранных нами для длинных позиций, характерны инсайдерские покупки. Вы знаете много инсайдеров, покупающих акции своих компаний перед тем, как компания обанкротится?

Вы никогда не покупаете компании, имеющие задолженность?

Никогда не говори «никогда». Но мы приобретаем компании, имеющие долг, не чаще, чем в 10% случаев; кроме того, отношение долга к собственному капиталу фирмы должно составлять менее 30%.

Сколько сотрудников работает сейчас в фонде?

Восемнадцать.

Помните, каким был штат фонда, когда я пришел брать у вас первое интервью?

(Долго и громко смеется.) Я даже помню, что вы написали об офисе: «дешевая, безобразная мебель». Будь я инвестором, я пришел бы в восторг!

Не так давно вы создали нейтральный рыночный фонд. С какой целью он был организован?

Идея принадлежит сэру Джону Темплтону. Его беспокоило положение дел на рынке. Ему показалось, что стоит совместить мой подход к выбору акций с нейтральной рыночной стратегией. Я, в принципе, был согласен, но не торопился открывать фонд, поскольку не хотел тратить время на разработку коротких позиций; я боялся, что эта деятельность помешает мне сосредоточиться на торговле на длинных позициях. Я рассказал Темплтону о своих сомнениях, и он ответил: «Почему бы не компенсировать разницу между короткими и длинными позициями, открывая короткие позиции на

индексы акций?» Я подумал, что он совершенно прав. Идея очень проста, но чрезвычайно эффективна. Таким образом, я получил возможность открыть нейтральный фонд, по-прежнему отдавая большую часть сил торговле на чистой длинной позиции.

Во время нашей первой встречи вы говорили о тогдашнем бычьем рынке как о «массовом помешательстве». С тех пор рынок испытал огромное падение. Июльский минимум индекса Nasdaq на 80% ниже его исторического максимума, соответствующий минимум S&P ниже максимума на 50%. Как вы думаете, свойственные прошлым годам излишки роста уже скорректированы или медвежьему рынку суждено продолжаться?

Кто знает? Единственное, в чем я уверен, это в том, что владею отличными компаниями по смешным ценам.

МАРКМИНЕРВИНИ

УСПЕХ— ОБЫЧНОЕ ДЕЛО

Марк Минервини смотрит на мир свысока, но не потому, что считает себя умнее рынка: почтение к фондовому рынку и ощущение собственной уязвимости составляют суть его торговой философии. Однако из беседы с ним видно, что он уверен в своем превосходстве по сравнению с большинством коллег. Придется честно признать: если Марку удастся в ближайшие годы повторить результаты, достигнутые им за последние пять лет, это утверждение можно будет считать вполне справедливым. Похоже, ему особенно приятно сознавать, что многие ученые мужи, имеющие докторскую степень, до сих пор корпят над системами, не способными показать результат лучше среднерыночного, в то время как он, выскочка-самоучка (обычное среднее образование, ничего больше!), ушел далеко вперед.

После школы Минервини какое-то время был... барабанщиком. Я так и не смог заставить Марка рассказать о его музыкальной карьере сколько-нибудь подробно. Я твердил, что описание «дориночной» жизни трейдера оживляет интервью, но он старательно уклонялся от разговора о прошлом. Казалось, рядом с нами сидит невидимый цензор и редактирует все его ответы. Он либо повторял ничего не значащие общие фразы, либо старался направить беседу в русло обсуждения рынка. Вот пример

нашего диалога. Вопрос: «Вы можете вспомнить хотя бы *один интересный эпизод*, связанный с опытом работы в музыкальной сфере?» Ответ: «В музыке меня привлекала возможность освобождения — тот же поиск свободы, который привел в конце концов на фондовый рынок...» После множества столь же плодотворных попыток выяснить, в чем заключалась его деятельность после школы, я по крохам собрал следующие факты: Марк играл в нескольких группах, выпустил пластинку, снялся в клипе MTV, работал в студии, был владельцем студии звукозаписи. Увы, ничего больше выяснить не удалось.

Минервини увлекся фондовым рынком в начале 1980-х, будучи еще подростком. Хобби переросло в серьезное увлечение, постепенно ставшее призванием. Марк продал студию и на вырученные деньги начал торговать. Первые сделки привели к полному краху — опыт, описанный им в интервью. Он понял, что основной ошибкой была готовность следовать советам других. С этого времени для Минервини начался период собственных поисков, исследования и самообразования.

Проведя почти десять лет в неустанной аналитической работе и накопив богатейший опыт торговли, Марк разработал собственную четкую методологию. В середине 1994-х годов, полагаясь на верность избранной стратегии, чьи достоинства наглядно продемонстрировала стабильно растущая прибыль, Минервини объединил имеющиеся разрозненные счета в один — тот, о котором впоследствии будет составлен столь впечатляющий отчет (до этого момента Минервини работал на нескольких счетах, что помогало, в частности, сравнивать результаты различных подходов к инвестированию). Сегодня, через пять с половиной лет, прошедших с открытия счета, его прибыль без преувеличения можно назвать потрясающей. Среднегодовой прирост капитала с учетом реинвестиций торговых прибылей составил за этот период 220% — заметим, что в 1997 году Марк оказался победителем Инвестиционного Чемпионата

США, показав результат в 155% среднегодовых. Найдется немало портфельных управляющих и трейдеров, для которых его худший результат, отмеченный за это время— 128%, — настоящий предел мечтаний. Впрочем, высокая прибыль — еще не все. Как ни странно, Минервини удалось заметно увеличить капитал, сохраняя риск на самом низком уровне: падение наблюдалось всего в одном квартале и составило лишь 1%.

В 2000 году Минервини стал основателем собственного хедж-фонда — Quantech Fund LP. Одновременно он является председателем Quantech Research Group — аналитической компании, осуществляющей в интересах институциональных клиентов подбор акций в соответствии с разработанной Минервини методологией. Днем Минервини управляет капиталом инвесторов, ночью — сидит за экраном компьютера, изучая характеристики компаний и акций.

Мы встретились с Минервини в его офисе в центре Манхэттена. Беседа заняла два вечера. Минервини, по видимому, чувствовал себя не лучшим образом: он признался, что у него жар. Наше свидание, впрочем, не было ни отменено, ни отсрочено: по словам Марка, попасть в число «Магов рынка» — одна из целей, которые он поставил перед собой в жизни. Никакой вирус не может мешать ему подняться еще на одну ступень славы.

Когда я пришел, Минервини, сидя в рабочем кабинете, разглядывал на экране компьютера график акции и одновременно говорил с брокером, размещая ордер на покупку. Повесив трубку, он обратился ко мне: «Надеюсь, целиком мой ордер не исполнится».

Простите?

Сделка, исполненная по желаемой цене,—убыточное начинание. Рядовой инвестор ставит приказ на покупку по 27 и прыгает от радости, если приказ исполняется по 26 ³/₄. Знаете, что сделаю я в такой ситуации? Закрою позицию. Акции, готовые пойти вверх, как правило, очень

трудно купить — на них приходится поднимать цену. Если я ставлю приказ на покупку 10 000 акций по 27, а брокер с биржи перезванивает и говорит: «По 27 можно купить не больше трех тысяч. Рынок — по 27 V₄. Что делать?» — я буду счастлив: время для покупки выбрано верно.

Вы только что разместили приказ на покупку. Почему была выбрана именно эта акция?

Ответ во всех случаях один. Позиция может держать открытой довольно долго, но покупаю я только тогда, когда считаю, что акция пойдет вверх в считанные часы, в худшем случае — дни.

Да, но как узнать, какую акцию ожидает эта судьба?

То есть, как узнать человеку, не обладающему семнадцатилетним опытом работы на фондовом рынке? Для начала провести численный анализ, вычленив предварительно набор характеристик, свойственных акциям, пережившим в течение последних ста лет наиболее заметный и быстрый подъем цен. За помощью советую обратиться к книге — она, наверное, уже вышла из печати — «Суперприбыльные акции» Ричарда Лава.

Что общего у всех акций, для которых характерен такой резкий рост цен?

Все они малоизвестны. Более 80% очень молоды — им меньше десяти лет. Я торгую многими недавно образованными компаниями, хотя и избегаю дешевых акций. Акции, чья цена невелика, чаще всего дешевы не без причины. Обычно я покупаю акции, которые стоят \$20 и дороже, акции с ценой ниже \$12 я не приобретаю. Мой основной принцип: размещай портфель в лучшее из того, что предлагает рынок, а если ошибешься, очень быстро фиксируй убытки. Собственно говоря, эта фраза — полное описание моей стратегии.

Что еще свойственно акциям, продемонстрировавшим особенно впечатляющий рост цен?

Думаю, большинству это покажется странным, но они торгуются с отношениями цена/прибыль выше средних *здолго до того, как становятся лидерами*. Многие инвесторы размещают капитал только в акции с низким соотношением цена/прибыль. К сожалению, отказаться от акции только по причине ее «непомерно высокого» коэффициента цена/прибыль — значит, лишить себя возможности торговать бумагами, цена на которые совершает самые выгодные движения.

Последовал продолжительный диалог, в ходе которого я пытался получить сведения об особенностях стратегии, принятой Минервини для селекции акций. Полученные мной ответы в лучшем случае бывали общими, в целом же — уклончивыми. Полагая, что большинство моих читателей не страдает бессонницей, я решил не помещать здесь запись всех бесконечно повторяющихся вопросов и однообразных ответов. Наконец, чувствуя, что разговор переходит в разряд шаблонных светских бесед, Марк, стараясь говорить убедительно, произнес:

Послушайте, я ничего не скрываю. Вокруг полно умников, изобретающих формулы, чтобы с их помощью опередить рынок. Только рынок — это не наука. Учебники помогут слегка увеличить вероятность, но тот, кто хочет преуспеть, должен овладеть искусством торговли.

Людам всегда интересно заглянуть в мой компьютер. Я думаю, что этим способом совершенно невозможно ничему научиться. Без стратегии нельзя, но стратегий тысячи. Есть трейдеры, которые руководствуются принципами, прямо противоположными моим, и зарабатывают ровно столько же.

Важно создать собственный метод, а не перенять мой, придуманный для человека моего склада, моего темпе-

раменты. Понять торговую философию, которая движет моими действиями, узнать методы, которые я использую для управления риском, ознакомиться с правилами, которые я для себя выработал, — это, может быть, и полезно. И вообще, по-моему, выбору акций люди склонны придавать слишком большое значение.

Что вы имеете в виду?

Я думаю, что трейдеры тратят слишком много времени на поиск стратегии, которая позволит правильно открыть позицию, и забывают обращать внимание на управление риском. Возьмем две сотни акций, первых в рейтинге относительной силы (200 акций, чьи показатели в течение некоторого числа месяцев значительно опережают среднерыночные), и напомним их названия на мишени. Потом каждый день будем кидать по три дротика и покупать выпавшие акции, причем каждый раз, когда они пойдут вниз и упадут, скажем, на 10% от уровня покупки, станем быстро продавать. Могу поспорить, что стратегия окажется прибыльной, поскольку, во-первых, инвестиции совершаются в группу акций, среди которых, скорее всего, есть сильный потенциальный лидер, и, во-вторых, убытки быстро фиксируются.

Насколько я понял, вы не предлагаете писать на мишени названия всех акций, кидать дротики, а затем фиксировать убытки на 10% — такая стратегия, с вашей точки зрения, не является прибыльной. Вы специально уточняете, что список кандидатов должен быть ограничен некоторыми требованиями: в приведенном примере акции должны обладать высоким уровнем относительной силы.

Я слегка преувеличил, чтобы стала понятна мысль: вовремя зафиксируйте убытки — и победа на 90% ваша независимо от того, какова стратегия, определяющая выбор акций. Конечно, шансы повышаются, если чело-

век решает покупать акции, имеющие высокий потенциал роста.

Иными словами, шансы на выигрыш увеличиваются при покупке более сильных акций.

В этом случае больше вероятность того, что вы купите акцию, которая сильно вырастет. Правда, достаточно велика вероятность и того, что она сильно упадет. Но какая вам разница, если убытки быстро фиксируются?

Получается, что вы, в целом, согласны с идеей важности относительной силы: ваш метод — покупка акций, чей рост превысил среднерыночный.

Или падение оказалось меньше, чем в среднем по рынку. Еще один способ использования принципа относительной силы — поиск акций, которые умеют держаться на плаву во времена рыночной коррекции, а затем, когда рынок выходит из минимума, первыми отрастают. Эти акции и есть лидеры рынка.

Какой метод вы использовали, выбирая акции для длинных позиций, в самом начале своей карьеры на финансовом рынке?

(Весело смеется, вспоминая.) Какой там метод! Я был занят тем, что покупал дешевые акции, падавшие до новых минимумов. А еще прислушивался к советам брокеров.

Расскажите, как это было.

Хуже всего пришлось в начале 1980-х, когда брокер уговорил меня купить акцию, которая торговалась ниже, чем по \$20. Акция упала на 4-5 пунктов, и я заволновался. На что брокер заявил: не унывай, все в порядке. Он доказывал, что это — супернизкая цена за отличную акцию и что массовая продажа — лучшее время для покупки. Уверял, что компания разработала средство против СПИДа, которое вот-вот будет реко-

мендовано Министерством здравоохранения. Представляете: он убедил меня купить еще акций. Они продолжали идти вниз. Наконец я перестал покупать. Собственно говоря, покупать стало не на что. История кончилась тем, что акция опустилась ниже \$1, а я потерял все свои денежки.

Сколько вы потеряли на сделке, о которой рассказали, и сколько теряли до этого случая?

В общей сложности убыток равнялся \$30-40 тыс., причем половина пришлось на ту самую сделку. Мало того, часть пропавших денег была взята в долг.

А что ваше увлечение фондовым рынком? Оно не угасло после таких потрясений?

Нет, но тот случай меня очень расстроил и разочаровал. Я в буквальном смысле слова обливался слезами. Главное, меня выводило из равновесия ощущение того, что я упустил свой шанс — весь начальный капитал пропал, торговать было не на что. Но, несмотря на все передраги, я не переставал верить в то, что каждый день несет множество великолепных торговых возможностей. Нужно было только научиться их узнавать. Я понял, что моя основная ошибка — желание взвалить ответственность за принятие решения на постороннего человека. Я был уверен в том, что, работая самостоятельно, сумею не проиграть.

Откуда эта уверенность? Едва ли она родилась как следствие реального торгового опыта.

В этом весь я. Меня нелегко столкнуть в сторону. Пожалуй, самым существенным было то, что у меня уже развилась страсть к игре. Я думаю, что любой человек, будь у него достаточно времени и силы воли, сможет выигрывать на фондовом рынке, но чтобы стать великим трейдером, к рынку надо относиться со страстью. Торговлю надо обожать. Майкл Джордан стал великим

баскетболистом не для того, чтобы рекламировать кроссовки. Ван Гог рисовал великие картины не потому, что мечтал продать их за \$50 млн.

Ваша страстная любовь к рынку как-то связана с возможностью заработать на акциях много денег?

В первое время рынок мог нравиться мне из-за денег, но чем дальше, тем менее важным становился вопрос суммы заработка.

Что оказалось более важным?

Стремление победить. Важнее всего быть первым в избранной области. Моя цель — стать лучшим трейдером в мире. Лучшим не приходится заботиться о деньгах — они сами идут в руки.

Чему научила вас сделка, стоившая всего капитала?

Я понял, что другие не смогут работать вместо меня: надо действовать на свой страх и риск. Брокеру полагаются только комиссия — ответственность достается мне самому. Собственно говоря, хотя тогда это не приходило мне в голову, потеря капитала — лучшее, что может случиться с начинающим трейдером.

Почему?

Потому, что вы начинаете уважать рынок. Куда лучше понять, что деньги имеют обыкновение исчезать, когда капитал не столь велик, чем постигать ту же истину позднее.

Получается, вы не сторонник «бумажной» торговли для начинающих?

Ни в коем случае. Я считаю, торговать не на реальных деньгах — значит, ничему не учиться. Если вы новичок — возьмите такую сумму денег, чтобы ее потеря, с одной стороны, не была катастрофой, с другой — оказалась чувствительной. Любая другая торговля — чистый самообман. Хочу предупредить: человек, который от «бумаж-

ной» торговли переходит к реальной, начинает вести себя совершенно несвойственным ему прежде образом: он не научился владеть собственными эмоциями. Торговля на деньги и «моделирование» торговли — два разных состояния. Представьте, что вы тренировались боксировать на груше — и вдруг очутились на ринге перед профессиональным соперником. Что вы сделаете? Согнетесь, накроете голову руками и закричите: вы не привыкли к тому, что вас бьют. Самое главное в торговле — торговать.

Как первая неудача обернулась блестящим успехом?

Я стал зарабатывать, как только понял, что важно не количество прибыльных сделок, а соотношение средней прибыли в сделке к среднему убытку. В среднем я выигрываю в 50% случаев, но если позиция прибыльная, то я получаю на ней значительно больше, чем теряю на убыточной сделке.

Но мне интересно, как все началось. Как, несмотря на то, что весь капитал был потерян на сделке, заключенной по совету брокера, удалось разработать собственную успешную методологию?

Работа двигалась медленно, поэтапно, потребовались годы, проведенные в накоплении аналитических материалов и торгового опыта. Я прочел, по-моему, все, что когда-либо писали о рынках и удачливых трейдерах. Из сотен книг, которые я изучил, полезными оказались, наверное, не больше десятка. И все-таки я считаю, что книга плохой быть не может. Даже если из целого тома вы запомнили одну фразу — книгу стоило читать. Бывает, что одна фраза переворачивает жизнь.

Тогда процитируйте фразу, которая перевернула вашу жизнь.

«Плоды успеха созревают, когда человек целеустремленно и беззаветно возвращает свою удачу, дает расцветить собственной мысли и лелеет собственные планы».

Короче говоря, за свои результаты на 100% отвечаешь ты сам.

Откуда взята цитата?

«Как торговать акциями» Джесси Ливермора.

Чему еще научила вас эта книга?

В ней много великолепных мыслей. Основная идея: будьте гибкими; рынок никогда не ошибается. Кроме того, Ливермор пишет о важности терпения: это касается не только ожидания момента открытия позиции, но и времени фиксации прибыли на выигрышной сделке. Еще одна истина, которую я с тех пор выучил назубок: стоит беречь не принципы, а прибыль.

Как изменилась ваша торговая философия под влиянием книги Ливермора?

Потрясающе, до какой степени книга актуальна для сегодняшнего рынка. Она подвигла меня вернуться в прошлое и заняться акциями начала 1900-х годов и даже более ранних периодов. Оказалось, что рынки, в сущности, не изменились. Я с изумлением обнаружил, что половина выводов Ливермора совпадает с моими собственными.

С какими именно?

Например, мы оба признаем важность управления риском.

Однако сам Ливермор в этой области не преуспел. (Ливермор выиграл и проиграл несколько состояний. Очередное поражение привело его к самоубийству.)

Он умел фиксировать убытки в ежедневной торговле. К сожалению, время от времени страсть к игре брала верх над разумом. Это очень типичный для трейдера случай.

Что, кроме книг, оказалось полезным при разработке стратегии?

Игра в покер. Я думаю, каждый желающий торговать на фондовом рынке должен обучиться покеру.

Объясните, пожалуйста, свою мысль.

Когда я впервые стал серьезно наблюдать за игроками в казино, я заметил, что средний выигрыш в сдаче равен примерно \$50, но если меняешь три карты и сразу пасуешь, платишь всего 50 центов. С трудом верится, но это так: за \$0,5 игрок получает возможность составить представление о том, насколько велика вероятность выигрыша, в сотню раз превышающего эту сумму. Если я буду пятьдесят раз пасовать и один раз выиграю, прибыль все равно окажется в два раза больше убытка. По-моему, это потрясающая статистика. С нее для меня начался покер. Моя стратегия — доигрывать до конца только раздачи со сверхвероятной прибылью.

Разве не все поступают так же?

Нет. И знаете почему? Потому, что у людей не хватает дисциплины, и они увлекаются. Хитрость в том, чтобы вовремя остановиться. Большинство людей, даже те, кто знает, как достичь желаемого результата, ничего не получают, поскольку не следуют собственным правилам. Например, всем известно, как сбросить вес: не есть жирного и побольше двигаться. Почему тогда столько людей страдает ожирением (я имею в виду тех, у кого вес не связан с болезнью)? Потому, что они недисциплинированы.

Я полагаю, аналогия с фондовым рынком следующая: заключая сделку, вы короткое время, рискуя малыми деньгами, наблюдаете, насколько она выгодна. Если ожидания не оправдываются, убыток оказывается небольшим; если дела идут хорошо, существует возможность большого выигрыша.

Точно. У меня есть притча: «Заблуждаться допустимо, недопустимо — пребывать в заблуждении». Че-

ловек заблуждается невольно, но он волен признавать свои ошибки или долго упорствовать в своем заблуждении. Чтобы хорошо играть — это касается всех видов игр, — надо быть ловким, что-то уметь, но кроме того, управлять риском. Это правило одинаково верно и в покере, и в инвестировании. В обоих случаях важно знать, как ограничить убыток. Хорошие трейдеры думают о том, как меньше потерять, и не заботятся о том, сколько выиграть.

Нельзя побить того, кто умеет защищаться. В футболе я всегда ставлю на команду с сильной защитой, а не на ту, где сильно нападение. Если сделка не срабатывает в короткий промежуток времени, я фиксирую маленький убыток, таких проб я могу позволить себе сколько угодно.

А что, если сделка не прошла пять раз? Вы запускаете ее в шестой?

Да, если она соответствует имеющимся критериям. Здесь снова помогает покер. Предыдущие раздачи не имеют значения. Вероятность следует определять только исходя из текущей раздачи. Только эта информация релевантна для принятия решения. Совершенно неважно, что произошло в прошлой раздаче: кто в ней выиграл, кто проиграл. Так что я с легкостью повторяю одну и ту же сделку по многу раз.

В прошлый раз, если оказывалось, что позиция убыточная, я выходил из игры. Забывал о ней и переключался на поиск новых акций. Потом я стал замечать: часто бывает, что я отказался от акции, а она через несколько месяцев выросла вдвое, а то и втрое. И каждый раз я думал: «Господи, да ведь она была в моем портфеле!» В конце концов я понял, что нужно учиться возвращаться к позиции, даже если она сразу не принесла прибыль.

Думаю, трейдеру психологически трудно по более высокой цене открыть позицию, от которой он в свое время отказался.

Да; мало того: она снова может оказаться убыточной. Легко ли открыть ее в третий раз? Я привык пробовать ровно столько, сколько необходимо для того, чтобы получить прибыль. Иногда, если позицию приходится закрывать несколько раз, это верный знак того, что вероятность выигрыша высока.

Можете привести конкретный пример?

Скажем, я получаю сигнал от своей торговой системы и покупаю, но рынок падает, и позицию приходится закрыть. Затем акция меняет тренд на противоположный, и цена закрытия равна дневному максимуму. Такое поведение акции — указание на то, что рынок испытал сильную встряску, слабые участники вышли из игры и акция готова расти. Позиция, открытая в этот момент, является прибыльной с большей степенью вероятности, чем позиция, открытая в прошлый раз.

В этом случае вы открываете позицию по цене закрытия или на следующем открытии торгов?

Когда как. Открытие позиции невозможно без соблюдения ряда условий.

Что это за «ряд условий»?

Первое условие связано с долгосрочным трендом цены. Кроме того, существуют подтверждающие условия, связанные с общим экономическим состоянием компании, — в некоторых случаях их соблюдение оказывается необязательным. И, наконец, момент открытия позиции определяется исходя из текущего тренда цены.

По-видимому, движение цены, служащее подтверждением открытия позиции, является краткосрочным в отличие от долгосрочного движения цены, рассматриваемого при выборе потенциальных кандидатов для длинной позиции.

Это верно.

Иными словами, комбинация условий, соблюдение которых необходимо для совершения сделки, — это сэндвич из цен.

Вот именно — сэндвич из цен.

Услышав это последнее замечание, сотрудник Минервини, слушавший нашу беседу, громко хихикает. По-видимому, термин кажется ему точным, хотя в литературе он до сих пор не встречался.

Какие еще события можно считать поворотными пунктами на пути от провала к успеху?

После того, как я несколько лет проработал, проверяя на практике свою стратегию, я решил провести анализ совершенных сделок. Особенно интересно было узнать, что произошло с акциями после того, как позиции были закрыты. Когда акция упала и я ее продал, куда пошла цена: еще ниже? Отскочила? Поднялась ли цена после того, как я зафиксировал прибыль? Это исследование дало мне массу полезнейшей информации. Важным открытием оказался следующий факт: оказалось, что я слишком долго цеплялся за позиции, приносящие убыток. Просмотрев результаты, я попробовал представить, что было бы, фиксируя я убыток на 10%. Цифры поистине изумляли: выходило, что следование такому простому правилу позволяло увеличить прибыль на 70%!

Да, но разве, ограничивая убыток, вы не отбрасывали те акции, которые, упав более чем на 10%, затем снова отскочили?

Вы совершенно правы, именно этому было посвящено мое второе исследование. Я выяснил, что описанный вами феномен очень мало значим. Ограничение убытков десятью процентами означало потерю всего нескольких выигрышных акций. Я обнаружил, что выигрышная акция, как правило, так сильно не падает. Стало понятно, что держать позицию с возможным

большим риском не только бессмысленно, но и вредно для капитала в целом.

Я пришел к убеждению, что, удерживая убыточную позицию в течение долгого промежутка времени, я препятствую прибыльному размещению капитала. Влияние существования позиции как таковой оказалось не менее губительным, чем воздействие самих потерь, поскольку удержание такой позиции не оставляло возможности совершить прибыльные инвестиции в другие акции. Если рассматривать ситуацию с такой точки зрения, выгода от ограничения убытков оказывалась поистине астрономической.

Судя по вашим прошлым высказываниям, риск, который вы принимаете, как правило, составляет меньше максимально дозволенного, то есть 10%, о которых шла речь в проведенном исследовании. Как определяется уровень, где вы размещаете стоп-лосс?

Для каждой сделки он свой. Для долгосрочных сделок стоп-лосс размещается дальше от цены входа, чем для краткосрочных. Более широким будет размещение стоп-сигнала и в том случае, когда, по моему мнению, рынок находится на ранних стадиях бычьего тренда, и наоборот: более близкий стоп соответствует зрелой стадии, предвещающей начало коррекции. Основной принцип установки уровня стоп-сигнала — его соответствие предполагаемой прибыли.

Какой еще торговый опыт оказался существенным для становления вашей карьеры?

Я научился не ограничивать искусственным образом потенциал выигрыша. К лету 1995-го выяснилось, что с начала года капитал увеличился на 100% — таким образом, я достиг поставленной на год цели. Я стал серьезно подумывать о том, чтобы до зимы больше не торговать. Но один друг сказал мне: «Слушай, почему ты решил, что не сделаешь 200%?» Эта мысль занимала меня пару

дней. К концу того года прирост капитала составил 407%.

Я знаю, что вы проводите фундаментальный анализ деятельности компаний и в то же время пользуетесь техническим анализом. Чему вы отдаете предпочтение?

Грубо говоря, соотношение двух видов анализа равно 50/50. Есть, правда, одно важное отличие, определяющее значимость движения цены в сравнении со значимостью фундаментальных показателей. Я никогда не открою позицию, исходя из экономических предпосылок, не подтвержденных движением цены. В то же время моя стратегия предусматривает покупку компании с отрицательными, на первый взгляд, фундаментальными показателями, в случае, если по признаку относительного роста цены она попадает в первые 2% рынка.

Почему?

Потому что движение цены может оповещать о наличии потенциальных, но пока неизвестных участникам рынка изменений в экономическом состоянии компании. Сочетание мощного ценового движения и слабого экономического состояния характерно для компаний, недавно сменивших сферу деятельности или для компаний, использующих новые технологии, положительный потенциал которых в настоящий момент не оценен.

Сколько графиков вы просматриваете за день?

Время от времени я просматриваю на компьютере около десяти тысяч компаний, выбираю примерно восемьсот и изучаю их более тщательно. Каждый вечер эти восемьсот бегло анализируются. После довольно поверхностного изучения графиков выделяются 30-40 акций, представляющих особый интерес. Эти акции анализируются очень подробно: рассматривается как цена, так и экономическое состояние компаний (нередко оно

уже бывает известно из материалов исследований, проведенных в прошлые дни), затем составляется список из нескольких акций, по которым завтра может быть открыта позиция.

Какой временной промежуток охватывается изучаемыми графиками?

Может пригодиться любой график — от десятидневного до внутрисуточного; обязательно рассматриваются графики, охватывающие период длиной в пять лет, один год и один день.

Какие графические фигуры могут послужить сигналом к открытию позиции?

Я не работаю с традиционными графическими фигурами. По-моему, от них мало проку.

Тогда что именно в графиках вас интересует?

Многие фигуры, которые я наблюдал и в пользу которых убедился, являются сложными вариациями традиционных графических фигур. У меня есть список фигур, обнаруженных и названных мной самим. Это фигуры, которые повторяются из раза в раз. Они существовали уже в 1800-х годах и будут существовать вечно. Глядя на график и видя такую фигуру, я не представляю себе, как остальные могут ее не замечать. Но они не замечают — я сам, помнится, не обращал на них никакого внимания.

Сколько фигур в вашем списке?

Около двадцати.

Вы могли бы описать одну из них?

Нет, не стоит.

Как были обнаружены эти фигуры?

Я начал изучать традиционные графические фигуры и пришел к выводу, что иногда они работают велико-

лепно, а иногда не работают вовсе. Я потратил массу времени, пытаясь понять, в каких случаях фигуры оказываются действенными.

Моя постоянная цель — понять, как рынок обманывает или сбивает с пути большинство инвесторов. Как только рядовые инвесторы толпой устремляются в неверном направлении, наступает момент, который я называю «точкой отправления» — это самое подходящее время для открытия позиции. Так называемый «ложный» сигнал, в действительности, может являться знаком начала более сложной фигуры, куда более действенной, чем традиционные.

Например?

Представим себе, что акция пробивает торговый диапазон при высоком обороте. Фигура выглядит замечательно. Люди начинают покупать, а затем акция резко падает. В таком сценарии первоначальный пробой большинством аналитиков будет рассматриваться как ложный технический сигнал. Между тем, этот пробой может говорить о начале формирования сложнейшей фигуры, чьи сигналы заслуживают больше доверия, чем сигналы самого пробоя.

Вы можете подробнее рассказать о такой «сложной фигуре»?

Не хотелось бы. Это не Бог вещь какая тайна, и я не боюсь ею делиться. Даже если бы описание всех фигур появилось на первых страницах Wall Street Journal, я думаю, 99% трейдеров не сумели бы ими воспользоваться или воспользовались бы не так, как это делаю я.

Тогда почему бы не поделиться своими открытиями?

Потому что не в них суть. Для того, чтобы торговать успешно, главное — уметь контролировать убытки и иметь четкий план. Кроме того, человек, который желает преуспеть на фондовом рынке, обязан разработать

метод, отвечающий его личным потребностям и свойствам. Я придумал стратегию для себя, но нет никакой гарантии того, что она пригодится другим.

Я уверен в искренности Минервини, однако одной из причин его нежелания раскрывать секреты своих достижений в области технического анализа является, скорее всего, неосознанный страх: знание всеми участниками рынка выявленных им фигур, весьма вероятно, способно отрицательно повлиять на их эффективность. Все мои попытки получить от него более подробную информацию о графических методах, с помощью которых он анализирует рынок, потерпели крах. Он не захотел, чтобы на пленку были записаны даже названия фигур: их список был прочитан не раньше, чем я выключил магнитофон.

По-видимому, эти графические фигуры, образуемые ценой, являются спусковыми крючками, приводящими в действие сделку. Вы используете их также для закрытия позиции?

Да.

Те же фигуры?

И да, и нет. Одни и те же фигуры по-разному интерпретируются в зависимости от того, в какой момент наблюдаются. Скажем, фигура, наблюдаемая на завершающей стадии бычьего рынка, может иметь значение прямо противоположное тому, что приписывается ей в период, когда бычий рынок переживает расцвет. Нельзя интерпретировать фигуру вслепую, не помещая ее в контекст более широкой картины движения цен.

Вы сказали, что не используете сигналы традиционных графических фигур. Значит ли это, что вам представляется неважным пробой ценового диапазона и достижение нового максимума?

Достижение ценой нового максимума для меня, как правило, бычий сигнал, поскольку в этот момент рынок избавляется от всех покупателей, прежде потерпевших убыток и желающих закрыться в ноль. После достижения нового максимума цена часто быстро идет вверх: к этому времени на сцене остаются только удачливые инвесторы: все неудачники вышли из игры.

Но разве после пробоя к новому максимуму акция не возвращается чаще всего в прежний ценовой диапазон?

Такого не случается, если вы покупаете акцию, достигшую нового максимума, после того, как на бычьем рынке прошла первая коррекция. В этом случае, дойдя до нового максимума, акция, как ракета, летит вверх. Менее искушенные трейдеры надеются купить ее на откате, но он никогда не происходит.

Когда пробой цены вверх является ложным сигналом к открытию длинной позиции?

На поздних стадиях бычьего рынка, после того, как акция уже сильно поднялась. Как видите, графические фигуры полезны только в том случае, если соотносить их с общим состоянием рынка; в противном случае в них смысла не больше, чем в дротиках.

Какой совет вы дадите новичку, чья цель — добиться успеха на фондовом рынке?

Первое и главное: не забывайте, что ошибки неизбежны. Важно, чтобы они не приводили к катастрофам, а это возможно только тогда, когда убытки будут фиксироваться на самых ранних стадиях.

Сосредоточьтесь на овладении техникой, соответствующей особенностям вашего характера, — помните, что этот процесс может длиться всю жизнь. Большинство людей терпят неудачу только из-за того, что не выдерживают трудностей этого «периода ученичества». Как только вы-

ясняется, что разработка стратегии требует многолетних усилий, а сам метод на практике работает хуже, чем на бумаге, они отказываются от него и устремляются на поиски нового. В результате такие трейдеры становятся полупрофессионалами во многих областях, ни в одной не достигая совершенства. В действительности, любой подход совершенствуется годами, причем следует быть готовым к тому, что временами прибыль будет до смешного мала. Как ни странно, именно в эти моменты пытливым исследователем собирает всю самую ценную информацию о рынке.

Что еще важно знать новичку?

Следует иметь четкий «план эвакуации». Когда на трассу выходит реактивный лайнер и вдруг выясняется, что у него неполадки с мотором, экипажу не приходится на ходу выдумывать, как действовать в создавшемся положении: у пилотов есть четкие инструкции относительно поведения в любой непредвиденной ситуации. Самая важная часть «плана спасения» — пункты, касающиеся ограничения убытков, ставших результатом ошибки. Кроме того, если цена двинулась в неподходящем направлении и позиция была закрыта, трейдер должен уметь открыть ее при новой возможности. В противном случае вам не раз придется кусать локти, видя, как акции, позиция по которым в первый момент оказалась убыточной, в дальнейшем вырастают на 50%, а то и на все 100%.

Итак, закрытие позиции, с вашей точки зрения, не означает отказа от сделки: попытки могут возобновляться снова и снова?

Совершенно верно, я привык действовать именно так. Мне проще пять раз подряд закрыть позицию, каждый раз фиксируя малый убыток, чем один раз понести большие потери.

Какие еще пункты должны входить в «план эвакуации»?

Перечень условий, необходимых для закрытия позиции, приносящей прибыль. Есть два способа ликвидации позиций: с прибылью и с убытком — вы должны знать, как действовать в обоих случаях.

Еще несколько советов новичку.

Многие новички, получив крупный выигрыш, начинают делать ошибку за ошибкой, поскольку подсознательно относятся к прибыли как к чужим, «принадлежащим рынку» деньгам и, конечно, рынок очень скоро забирает эти деньги обратно. Деньги — ваши, разумеется, если вы в состоянии позаботиться об их надежной защите.

Кроме того, не стоит действовать по принципу «все или ничего». Если акция идет вверх, но вы не уверены в продолжении движения, нет ничего зазорного в том, чтобы заработать только на части роста.

Какие ошибки совершают инвесторы, торгуя на фондовом рынке?

Они позволяют эмоциям управлять разумом. Вот вам пример: инвестор часами самым тщательным образом исследует состояние компании. Он изучает финансовые отчеты, анализирует индекс Value Line, лично проводит испытания продукции компании. Наконец акции приобретаются. И что же? Его любимое детище начинает ползти вниз. Человек не верит собственным глазам. Ищет оправдания предательскому поведению цены. Названивает брокеру, обыскивает интернет — в общем, пытается оправдать справедливость своей позиции. При этом не учитывается единственное — и единственно важное — мнение: мнение рынка. Акция продолжает идти вниз, и убыток растет, как снежный ком. В конце концов человек сдается, закрывает позицию, чувствуя себя выбитым из колеи, — и все потому, что вовремя не сумел признать, что сделал ошибку при выборе времени для сделки.

Другая очень распространенная в среде инвесторов ошибка — мнение о том, что в торговле можно прислушиваться к советам других. Я и сам, будучи новичком на фондовом рынке, попал под влияние этого заблуждения. Я подружился с одним брокером и открыл у него счет. У нас было обыкновение посмеиваться на неудачах друг друга. Когда позиция падала, я стеснялся звонить ему, чтобы продать акции, потому что знал, что он обязательно отпустит пару шуточек. Если акции, которые я купил, опускались на 5% или 10% и было понятно, что от них надо срочно избавиться, я тянул, надеясь на отскок цены, который позволил бы не закрываться в убыток. Я не успевал глазом моргнуть, как акции падали уже на 25% или 20%, и чем хуже шли дела, тем труднее мне было поднять трубку. В конце концов я понял, что в торговле никогда нельзя ставить собственные действия в зависимость от чужих мнений.

Многие люди относятся к инвестированию без должного уважения. Если вы полагаете, что это хобби, а не профессия, — не забывайте, что развлечение всегда стоит денег. Такие инвесторы не дают себе труда проводить анализ совершенных сделок, тем самым лишаясь лучшего учителя: собственного торгового опыта. Многие люди, вместо того чтобы учиться на собственных ошибках, предпочитают вычеркивать их из памяти — это огромное заблуждение.

Вы можете назвать несколько наиболее распространенных заблуждений, связанных с торговлей на фондовом рынке?

Люди представляют себе это занятие более легким, чем оно есть на самом деле. Иногда ко мне приходят и спрашивают, не могу ли я за выходные быстренько объяснить, как это делается. Подобные заявления оскорбляют до глубины души! В таких ситуациях я всегда привожу в пример нейрохирурга, к которому являются и предлагают: «У меня несколько свободных дней, расскажите-ка мне, как правильно оперировать мозг».

Теперешняя рыночная мания, особенно торговля акциями интернет-компаний, многим внушила иллюзию предельной легкости торговли: парень покупает Yahoo!, получает в четыре раза больше любого фондового менеджера и, естественно, считает себя непревзойденным.

Для успешной торговли важна интуиция?

Тип поведения, свойственный обычному человеку, на рынке приводит к поражению. Поэтому, чтобы выиграть на фондовом рынке, инвестору надо развивать в себе неординарные реакции. Многие трейдеры говорят, что следует прислушиваться к своей интуиции и поступать наоборот: если позиция кажется хорошей — продавать, если от нее приходишь в ужас — купить еще. В начале работы это действительно помогает, но по мере того как учишься мыслить неординарно, внутренние оценки становятся более верными. К этому времени интуиция делается настоящей помощницей, так что если чувствуешь, что дела плохи, можно продать, а если уверен в успехе — купить. С этого момента начинается уверенность в себе как в трейдере.

Какими качествами обладаете вы и не обладают ваши менее удачливые коллеги?

Дисциплинированностью. Не думаю, что найдется человек, так же строго соблюдающий требования дисциплины. Когда открывается позиция, у меня всегда есть план действий на случай любого развития событий. Обстоятельств, которые в нем не были бы учтены, практически не существует. Я продвигу все непредвиденные обстоятельства.

А еще?

Торговля — это мой заработок. Если тебе приходится ежедневно зарабатывать торговлей на жизнь, учишься делать доход стабильным.

Как вы определяете, что позиция была открыта ошибочно?

Акция падает. Это единственный признак.

Сколько времени длится ваш отпуск?

Я не отдыхаю во время торгов. За десять лет я не пропустил ни единого торгового дня.

Даже во время болезни?

Даже во время болезни. Я торговал с воспалением легких. Я торговал с температурой 39°.

Как обычно строится рабочий день?

Я прихожу в офис около восьми утра и работаю до семи вечера. Потом пару часов уходит на ужин и тренировку, и с десяти вечера до часу ночи я снова работаю. На следующий день все повторяется. В воскресенье я чаще всего работаю с полудня до вечера. В субботу отдыхаю.

Шестидневная рабочая неделя, четырнадцатичасовой рабочий день и никаких отпусков. Вы не испытываете потребности отдохнуть?

Желание стать лучшим трейдером в мире пересиливает желание отдохнуть. Я не намерен выходить из игры.

Я, безусловно, получил бы большее удовольствие от беседы, будь Марк Минервини более откровенным в обсуждении разработанных им принципов отбора акций и тайминга сделок. Впрочем, не могу не согласиться: наиболее важный совет, который он может дать — и дает всем своим поведением на рынке, — связан с торговой философией, которой он следует столь неуклонно. В общих чертах она сводится к следующему:

- Осуществляйте жесткий контроль убытков.

- Разрабатывайте стратегию, отвечающую вашим персональным потребностям, и неустанно совершенствуйте ее.
- Проводите собственное исследование рынка, доверяйте собственным мнениям и не позволяйте посторонним влиять на ваши решения.
- Составьте «план эвакуации», учитывающий все возможные исходы сделки. Обязательно позаботьтесь о том, чтобы определить условия, не обходимые для закрытия убыточной позиции; разработайте план фиксации прибыли в случае успешного развития событий.
- Строго следуйте плану. Исключений быть не должно!

Да, конечно, многие пункты этой торговой философии не новы — слова о пользе дисциплины и риск-контроле в торговом мире давно стали клише. Между тем, они до сих пор не потеряли своей значимости — иначе зачем было бы их повторять столько раз. Читатель, знакомый с двумя предыдущими выпусками «Магов рынка», не мог не заметить, что «дисциплина» и «контроль за риском» — понятия, о которых большинство из моих собеседников постоянно говорят как о двух важнейших составляющих успеха. К сожалению, трейдеры и инвесторы так часто слышат назидания подобного рода, что научились пропускать их мимо ушей, — именно эта ошибка приводит порой к самым печальным последствиям.

Минервини уверен в том, что для его результатов первостепенную важность имел анализ проведенных ранее сделок. Выводы, заключенные из исследования, позволили полностью переосмыслить торговую методологию и сделали возможным переход от убытков к огромным прибылям. Критически рассмотрев собственные позиции, Минервини обнаружил, что ограничение максимального размера убытка позволяет существенным об-

разом увеличить прибыль. Помимо самого ограничения риска, своевременное закрытие убыточных позиций позволяет освободить капитал для реализации более удачных инвестиционных идей. Это открытие дало возможность получать большую прибыль, сопряженную с убытками меньших размеров. Подобный анализ, будь он проделан другими трейдерами и инвесторами, наверняка позволил бы выявить другие, хотя и не менее значимые закономерности, умелое использование которых может существенно улучшить торговый результат.

Любопытно, что стратегия, явившаяся плодом зрелого размышления и опыта, оказалась прямо противоположной методу, неосознанно избранному Минервиничком, покупавшим дешевые акции, доходившие до новых минимумов. Своим успехом Минервини обязан не только тщательности, с которой была проведена модификация метода, но и особой психологической гибкости, позволившей осознать ошибочность своих первоначальных предположений. Очевидно, что изначальная неудача не мешает в будущем достижению успеха, разумеется, при условии, что человек готов признать собственные ошибки и учиться на них.

*** НОВОЕ О МАРКЕ МИНЕРВИНИ ***

Результаты, достигнутые Минервини ко времени нашей первой беседы (220% среднегодового прироста капитала с учетом реинвестиций торговых прибылей за пять с половиной лет), было бы трудно поддерживать на одном уровне даже в случае самого благоприятного стечения обстоятельств. Минервини и сам замечал, что такого рода прибыль практически невозможна в период продолжительного медвежьего рынка. Стратегия, чья основная цель — выявление компаний, обладающих потенциально высокой прибыльностью, очевидно, ориентирована на открытие длинных позиций. В ситуации, когда, согласно его прогнозам, на рынке господствует медвежья тенденция,

Минервини предпочитает практически не инвестировать в акции, обеспечивая сохранность капитала и дожидаясь более благоприятного момента для начала торговли — тактика, по признанию Минервини, нашедшая мало понимания среди его инвесторов. Не удивительно поэтому, что фонд Минервини, открытый в январе 2000 года, то есть за три месяца до пика бычьего рынка, последующие 2 ³/₄ года просуществовал в наличных деньгах. Отчет о прибылях отражает принятую модель сохранения капитала: с начала медвежьего рынка (апрель 2000 года) рост составил всего 3% (для сравнения приведем цифры, касающиеся падения рынка в целом: падение S&P составило 45%; Nasdaq — 75%).

В момент нашей предыдущей беседы вы только начинали управлять чужими деньгами. Расскажите подробнее о своей работе в фонде.

Оказалось, что моя инвестиционная стратегия и концепции институциональных инвесторов, касающиеся торговли, вступают в противоречие.

В чем суть конфликта?

Суть моего метода — крупные позиции при сильной концентрации; управление риском осуществляется через установление очень жестких правил ограничения убытков, а также через постоянный мониторинг экономического состояния компаний, входящих в портфель. Я без колебаний выбираю агрессивную политику, когда чувствую, что рынок ей благоприятствует, и, наоборот, сколь угодно долго остаюсь вне рынка, если ситуация на рынке не удовлетворяет моим требованиям. Конфликт затронул обе составляющих метода: институциональные инвесторы, с одной стороны, не одобряют высокую концентрацию, с другой — не хотят целиком переходить на инструменты денежного рынка.

Если рынок месяц растет, а я остаюсь в деньгах, они звонят и говорят: «Другие мои фонды растут. Мои ак-

ции растут. Доу растет. Почему вы сидите в наличных?» Если рынок падает, а я в наличных, они заявляют: «Почему не открыты короткие позиции?»

Я не открываю коротких позиций только для того, чтобы что-нибудь сделать. Короткая позиция открывается только при наличии определенных характеристик, свойственных акции и рынку в целом. Если требуемые условия не соблюдены, я не могу рисковать. Это не значит, что рынок не будет падать. Сигнал, необходимый для открытия короткой позиции, я получаю в момент, когда начинается движение вниз с самой верхней точки, а отнюдь не тогда, когда рынок долго двигался вниз. Нельзя работать вне сферы своей компетенции. Билл Гейтс — лучший друг Уоррена Баффета, и все же Уоррен Баффет ни разу не купил ни единой акции Microsoft, потому что эта акция находится вне зоны его компетенции.

Моя торговая философия велит мне при необходимости подолгу оставаться вне рынка. Чем меньше времени я нахожусь в рынке, тем ниже риск. При соответствующих рыночных условиях я предпочитаю получать X процентов прибыли от крупных инвестиций, размещаемых на рынке в течение трех месяцев в год, — такой результат устраивает меня больше, чем аналогичная сумма, заработанная благодаря круглогодичному присутствию на рынке.

Часть инвесторов не доверяет моей стратегии должным образом и, если во время движения рынка я нахожусь в стороне, выражает свое недовольство. Если инвесторам кажется, что вы управляете их деньгами не так, как следует, они отзывают свой капитал. Это странная ситуация: ведь изначально они нанимали вас для того, чтобы вы действовали по своему, а не по их усмотрению. Напоминает человека, который пришел к врачу с готовым рецептом для излечения собственной болезни. Но ничего не поделаешь: таков мир фондового рынка.

Вы прекрасно справлялись с работой, когда торговали для себя, никому не давая отчета. Зачем вам понадобилось управлять чужим капиталом?

Было интересно попробовать управлять большими суммами денег. Я всегда восхищался такими людьми, как Стив Коэн из SAC или Ли Энсли из Maverick: они создали организации с огромными штатами трейдеров и огромными капиталами.

Чистая позиция вашего фонда Quantech—длинная. Как вам удается получать прибыль на чистой длинной позиции в период стабильного падения рынка?

Важная составляющая успеха на фондовом рынке — умение вовремя постоять в стороне. Часть стратегии должна быть посвящена тому, когда именно стратегия должна бездействовать. За время существования фонда Quantech, то есть за 2,5 года, почти полностью совпавших с периодом медвежьего рынка, наш капитал нередко был размещен на денежном рынке. В редких случаях чистая — очень небольшая — позиция была короткой. Скажем, 11 сентября у меня была открыта короткая позиция по Доу — по чистой случайности, разумеется.

Почему вы открыли ее?

Удивительно, до чего точно рынок предсказывает непредсказуемое будущее. В момент атаки на Всемирный торговый центр у меня была короткая позиция по Доу и планировалась длинная позиция по акциям оборонных предприятий. Я не открыл длинную позицию по акциям оборонной промышленности только потому, что рынок в целом являл чересчур медвежью картину. Представьте себе, если бы я осуществил свое намерение — короткая позиция по Доу и длинная по оборонной промышленности, — думаю, ко мне явились бы ребята из ФБР. До событий 11 сентября акции оборонных предприятий шли вверх, а рынок вниз. Я не хочу сказать, что рынок предвидел террористиче-

ский акт, я просто удивляюсь тому, что эти две сделки — короткая позиция по Доу и длинная по оборонным акциям — к 11 сентября так четко обозначились в материалах моего анализа.

Во время нашего первого интервью вы еще не представляли себе, что такое — работать в условиях многолетнего медвежьего рынка. Медвежий рынок последних двух лет научил вас чему-нибудь новому?

Моя стратегия не изменилась ни на йоту. Разве что я утвердился в убеждении, что при отсутствии условий для заключения сделки лучший путь — отойти в сторону, остаться вне рынка. Если говорить о долгосрочных перспективах, я уверен, что компании, имеющие солидный денежный поток и прибыли, быстро растущие и предлагающие новую продукцию или услуги, будут вознаграждены. Я, со своей стороны, буду ждать, пока рынок сообщит, что он признал, наконец, существование этих положительных черт, поскольку мнение рынка — единственное, на что стоит полагаться.

Вы действительно не внесли в стратегию никаких изменений?

Да. Хотя я собираюсь пересмотреть некоторые модели и внести в них новую информацию. Скажем, я каждый год провожу анализ акций, показавших наилучший результат в прошлом году: таким образом, уточняются технические и фундаментальные критерии, позволяющие выявлять будущих победителей.

Ваше мнение по поводу недавних скандалов, связанных с бухгалтерской отчетностью?

Хотя американская бухгалтерия, возможно, лучшая в мире, само название бухгалтерской системы — СААР (общепринятые бухгалтерские принципы) — вернее, первая часть первого слова в нем, говорит о том, что

с бухгалтерией у нас не все в порядке. В математике не должно быть «общих мест». Отчеты должны строиться в соответствии с конкретной спецификой. Специфика может определяться сектором: компания, занятая розничной торговлей, отчитывается в соответствии с иными принципами, нежели страховая компания. Но внутри сектора компании должны строить свою отчетность на основе четких правил, не допускающих различного толкования. Как иначе может такая сложнейшая структура, как General Electric, у которой сотни отделений, чьи прибыли сопоставимы с валовым продуктом целых стран, каждый квартал отчитываться в каждом полученном центре? Большинство компаний работают в строгом соответствии с законом. Они не нарушают правил, а просто толкуют их в свою пользу. К счастью, последние события наверняка послужат причиной начала преобразований.

Как вы оцениваете долгосрочные перспективы развития рынка?

Я думаю, что текущее падение цен может привести к резкому скачку вверх, который может быть воспринят как начало бычьей тенденции. Я, однако, не верю, что нас ждет стабильный рост, подобный тому, который наблюдался в 1990-х годах. Одним из факторов, подтолкнувших бычий рынок в 1990-х годах, было психологическое и экономическое влияние падения коммунистических систем в конце 1980-х. В настоящее время я, скорее, склонен видеть начало новой холодной войны, с той только разницей, что коммунизм в качестве противника заменен терроризмом.

Какой совет дадите вы инвесторам, торгующим на сегодняшнем рынке?

Я постоянно даю один и тот же совет. Надо четко понимать, что движение цен на акции определяется совокупным мнением тысяч людей, и, значит, цена может

пойти куда угодно. Надо быть готовым к самым непредвиденным ситуациям. Большинство интернет-компаний не стоили ничего, но на фоне всеобщего спроса они достигли неслыханных высот. Рынок, толпа — вот что определило победы и проигрыши инвесторов, вложивших свой капитал в эти акции.

СТИВЛЕСКАРБО

ТОРГОВАЯ СИСТЕМА. КОТОРОЙ НЕРАВНЫХ

Выгода, связанная с использованием торговых систем Лескарбо, уступает разве что пользе, которую принесла бы подписка на завтрашний номер Wall Street Journal. Лескарбо инвестирует во взаимные фонды. Его задача — держать позицию, пока фонды растут, и быть на денежном рынке в то время, как они падают. Тайминг перевода активов осуществляется настолько точно, что среднегодовая прибыль Лескарбо в три раза превосходит соответствующие результаты взаимных фондов, причем влияние периодических падений фондов на прибыль Лескарбо поистине ничтожно.

За пять лет работы на рынке Лескарбо удалось продемонстрировать среднегодовой прирост капитала с учетом реинвестиций торговых прибылей, равный 70%. Цифра значимая, но еще более поразительной она становится, если знать, насколько высока достигнутая трейдером степень контроля над риском: наибольшее падение капитала от месячного максимума к последующему минимуму составило всего-навсего 3%. Стабильность прибыли также внушает уважение: прибыльным оказался 91% месяцев, а ежегодная прибыль каждый год превышала 50%.

С почти маниакальным упорством Лескарбо отказывается сообщать какие бы то ни было подробности,

касающиеся своих торговых систем. Причины этой потрясающей скрытности читатель узнает, причитав интервью. Лескарбо также не собирается привлекать инвесторов, заинтересованных в успешном управлении капиталом. Почему он согласился на интервью? Во-первых, подействовали мои уговоры: я обещал, что текст главы перед отправкой в печать будет прислан ему на одобрение. Во-вторых — это только догадка, хотя, полагаю, она не лишена оснований, — направление исследований Лескарбо было задано напечатанным в «Новых магах рынка» интервью с Джилом Блейком. Возможно, соглашаясь на встречу со мной, Лескарбо подсознательно хотел отплатить за услугу, оказавшуюся ему столь полезной.

Лескарбо — человек редкого трудолюбия. Несмотря на то, что им были созданы торговые системы, отличающиеся почти невероятной эффективностью, он не прекращает поиски, надеясь достичь совершенства. Его целеустремленность проявляется не только в аналитической деятельности: в свою бытность сотрудником отдела продаж он всегда считался лучшим в компании. Даже в свободное время он не прекращает движения к победе. Стив не просто катается на велосипеде — он преодолевает сто километров на скорость, во всяком случае, преодолевал до тех пор, пока в результате чрезмерных нагрузок на силовых тренажерах не получил травму коленного сустава.

Лескарбо работает в одиночку у себя дома, в небольшом провинциальном городке неподалеку от Олбани, штат Нью-Йорк. Интервью началось и закончилось в рабочем кабинете — угловой, выходящей на лужайку комнате, отделанной темным деревом и до потолка заставленной книжными полками. Центральная часть беседы прошла за обедом в местном итальянском ресторанчике, где мы были единственными посетителями (виной тому оказался поздний час, а не качество блюд).

Как вы пришли на фондовый рынок?

В 1983 году я стал работать в индустрии финансового обслуживания; меня нанял некий взаимный фонд. Честно говоря, я пошел в эту область, потому что считал, что отдел продаж — то место, где не так сложно заработать кругленькую сумму. У меня был диплом химика, полученный в Бостонском университете (его учли при приеме на работу), но никакого опыта по части финансов.

Как совершился переход от химии к продаже финансовых инвестиций?

Учеба в Бостонском университете и, особенно, диплом химика сослужили мне большую службу. Я думаю, что степень по естественным наукам не хуже, если не лучше, чем собственно финансовое образование: химия приучает к исследовательской работе. Если я в чем-то и преуспел, так это в аналитической деятельности. Я не считая себя выдающимся трейдером. К моменту окончания учебы я жутко устал от наук и хотел только зарабатывать деньги. Пошел в химическую компанию, но в отдел продаж.

Вы не пробовали найти работу непосредственно по специальности?

Нет, ведь зарабатывают не химики, а продавцы.

Вы поняли это уже в университете?

Да, на старших курсах (*смеется*).

Что вы продавали?

Фильтрационные системы для нужд фармацевтической и электронной промышленности. Очень высокотехнологичная штука. У меня получалось отлично. Три года подряд я был «номер один» по продажам.

Почему вы добились успеха?

Я целеустремленный человек.

Как вы переключились с продаж фильтрационных систем на продажу финансовых инструментов?

Я выиграл конкурс «Продавец года» и получил приз: поездку в Ла Коста, Калифорния. Я помню, как проезжал на машине полуостров Монтерей, разглядывал тамошнее великолепие и думал, что ни за что не заработаю на похожий дом, если останусь в своей компании. Тогда и пришло решение поискать место, где можно получать больше. Я рассматривал две возможности: поставки медицинского оборудования и финансы. В 1983 году меня приняли в отдел продаж одного взаимного фонда.

У вас был опыт работы на финансовых рынках?

Никакого. Когда на прошлой работе я выиграл конкурс «продавец года», вместе с прочими наградами мне вручили сто акций компании. Я понятия не имел, что с ними делать. Я был полный невежда по части финансовых рынков.

Как продвигалась работа на новом месте?

Она мне понравилась, и в ближайшие несколько лет я добился завидных успехов. Но из-за жестких правил работы, устанавливаемых компанией, пришлось думать о том, чтобы менять сферу деятельности: текущая себя исчерпала.

Я решил стать брокером. Прошел собеседование и был принят в Shearson Lehman Brothers. В то время я познакомился с Тимом Холком, он занимался фьючерсами — область, о которой я раньше не слышал. Он, в частности, работал с индивидуальными инвесторами в Commodities Corporation. *(В штат Commodities Corporation в тот период входили трейдеры, занятые управлением как фондов компании, так и фондов внешних инвесторов. Двое из моих собеседников, интервью с которыми были помещены в «Магахрынка» — Майкл Маркус и Брюс Ковнер, — на заре своей карьеры успешно работали в Со-*

mmodities Corporation.) Как-то раз мы с Тимом оказались в компании еще нескольких трейдеров из Commodities Corporation. После того вечера я сказал Тиму: «Бросай своих индивидуальных клиентов; давай соберем институциональные деньги».

Я набрался смелости и позвонил в Eastman Kodak. Результатом звонка стал открытый ими счет на \$50 млн. — самый крупный капитал, когда-либо отданный в управление на рынке фьючерсов. Через некоторое время они увеличили размер инвестиций до \$250 млн.

Что вам было известно об управлении фьючерсами?

Ничего. Но достаточно для того, чтобы сообразить, насколько бесполезно искать индивидуальных клиентов, когда можно попытаться работать с организациями.

Как же вы сумели продать свои услуги Kodak?

Я сказал: «Вот инвестиции, не имеющие корреляции с рынком акций, чей среднегодовой прирост составляет 30%». Счет Kodak позволил мне получить финансовую независимость.

После случая с Kodak вы, должно быть, подумали: «Искать клиентов — пара пустяков».

Считал, что деньги польются рекой.

Ваши ожидания оправдались?

Мы пытались открыть другие институциональные счета, но безуспешно. Мы так и остались с единственным счетом. Ни одна другая организация не согласилась начать сотрудничество.

Значит, первый звонок принес вам \$50 млн., а все прочие попытки остались безрезультатными.

С трудом верится, но это чистейшая правда. Счет, открытый Kodak, был для меня единственным источником дохода.

И все же размер этого счета позволяет предположить, что вы могли получить неплохую прибыль.

Мы хорошо зарабатывали; вся сложность заключалась в том, что наш счет вел себя как типичный активно управляемый портфель фьючерсов: рост — падение, рост — падение. Только трейдер получит прибыль, ему придется отдавать ее обратно. Я боялся, что такая волатильность заставит Kodak закрыть счет. Поэтому начал подыскивать себе новое поприще.

В 1993 году мне попался на глаза аналитический обзор фондового рынка, издававшийся одним парнем из Техаса. Он давал рекомендации относительно инвестирования во взаимные секторные фонды; судя по всему, рекомендации были толковые. Я связался с ним и предложил вместе открыть фонд. Он согласился, и в сентябре 1993 года фонд начал работу. Он был трейдером, я привлекал капитал.

До организации фонда он уже торговал на рынке акций?

Нет, он занимался исключительно аналитическими обзорами. Для него это был первый опыт торговли на реальные деньги.

Получается, до встречи с вами он и не думал торговать?

Я думаю, он по характеру консерватор. У него было хорошее место в IBM, и он не собирался уходить. В качестве приработка он занимался составлением аналитических обзоров. Я убедил его бросить IBM. За первые десять месяцев я привлек в фонд около \$10 млн. Через год счет вырос всего на 9%, при этом волатильность результатов была крайне высока. Мне это не понравилось: линия капитала скакала то вниз, то вверх, а прибыль оказалась довольно низкой.

К концу 1994 года у меня пропал весь интерес к нашему начинанию. В то же время я начал самостоятельно

проводить анализ тайминга сделок с взаимными фондами — казалось, что моя стратегия может работать лучше. Мы с напарником решили разделиться. Он оставил себе управление счетами индивидуальных клиентов, я занялся управлением счетом партнерства.

Вы сказали, что занялись аналитическим исследованием. Разве к тому времени, как вы стали управляющим фондом, у вас еще не сложилась торговая методология?

Нет, тогда я еще не верил в собственные результаты. Идеи не были продуманы до конца.

Тогда по какому плану строилась торговля фонда?

Особых планов не было. К моменту разделения я знал только одно: работать так, как мы это делали прежде, нельзя. Я верил в собственные силы и не сомневался в том, что скоро выход будет найден.

Итак, в момент, когда на вас были возложены функции трейдера, торговая методология находилась в процессе становления.

Верно.

Вы не думали о том, чтобы подождать делить обязанности с напарником до тех пор, пока стратегия окончательно не обрисуетя?

Нет, я знал, что смогу в ближайшее время что-то придумать. Не сомневался в себе ни минуты. Я всю жизнь доводил до конца дела, за которые брался, и тот случай не должен был стать исключением.

Но у вас к тому времени не было никакого опыта успешной торговли.

Черты, присущие хорошему трейдеру или инвестору, мало отличаются от тех, что присущи человеку, успешному в прочих делах. Я не думаю, чтобы неудачник,

ставший трейдером, сумел показать отличные результаты. В торговле преуспевает тот, кто умеет добиться успеха в жизни. Качества, которые нужны тому, кто хочет работать на рынке, сродни качествам, необходимым в любой другой сфере деятельности. Человек обязан быть очень решительным, крайне дисциплинированным, обладать неплохим интеллектом и, главное, чувством полной собственной независимости. Мой характер именно таков. Так что, решив стать фондовым менеджером, я мало сомневался в том, что сделаюсь победителем.

Вы начали торговать фондом, не имея собственной, четко определенной стратегии. Каким образом принимались торговые решения?

Смешно вспоминать. Я говорил нелепости. Повторял за другими. Смотрел на график: он хорошо выглядел — я покупал.

И как долго это продолжалось?

Почти весь первый квартал 1995 года. К концу квартала капитал вырос на пару процентов — и то по чистой случайности. К марту 1995 года я, наконец, систематизировал метод и почувствовал, что идея должна заработать. Это был первоначальный, простейший вариант нынешней стратегии.

Значит, с тех пор стратегия была существенно переработана. Что обусловило изменения: продолжившееся исследование или накопленный торговый опыт?

Изменения, внесенные в стратегию за время, прошедшее с начала работы на рынке, появились как следствие нескольких, важнейших для моего профессионального становления событий — они отражены в отчете о результатах работы за истекший период. Первый год прошел очень хорошо, 1995 год закончился увеличением капитала на 58%; с момента начала применения стратегии у фонда не было ни одного убыточного месяца.

Однако уже в январе 1996 года оказалось, что фонд падает: к середине месяца он опустился на 5%. Для многих эта цифра — пустяк, но мне такие потери кажутся огромными. Это падение капитала заставило меня провести тяжелейшее, потребовавшее многих часов работы компьютерное исследование. Сделанные выводы послужили основой нового, переработанного варианта стратегии.

Все шло хорошо вплоть до конца 1996 года — в это время рост практически остановился. За четвертый квартал 1996 года и первый квартал 1997 года рост составил не больше чем 1%. Естественно, работа строилась в расчете на другие результаты. Я понял, что метод снова пора менять. В тот период я практически не отходил от компьютера: исследование велось днем и ночью. В марте 1997 года в торговую систему был внесен ряд очень значимых новшеств. С тех пор ее эффективность стала вполне удовлетворительной.

Хотя с тех пор я не производил изменений в торговых системах, со временем стало понятно, что их сигналы следует уточнять, используя накопленный рыночный опыт. Сегодня система говорит мне, что делать, но решение принимается после некоторых размышлений. Эти рассуждения чаще всего касаются не проблемы увеличения прибыли; их суть — уменьшение колебаний линии капитала. Если я не очень уверен в сделке, как правило, принимаются более серьезные меры предосторожности.

Пожалуйста, расскажите подробнее о том, как вы «корректируете» сигналы ваших торговых систем.

Я не сомневаюсь в сигнале к покупке или продаже как таковом; вопрос для размышления — сколько именно продать или купить. Торговые системы, как известно, не говорят трейдеру, как именно управлять портфелем; их функция — подавать сигналы продажи или покупки. Я использую несколько торговых систем, каждая из которых основана на одном индикаторе. Бывает, что система, отличающаяся очень высокой чувствительное-

тью, подает сигнал к покупке, но я открываю позицию меньше обыкновенной, поскольку другие системы дают противоположные указания.

В каких еще случаях вы отступаете от четких указаний, даваемых торговой системой?

Предположим, что рынок в течение какого-то времени идет вверх, торговые системы велят удерживать длинную позицию, и мой капитал заметно увеличивается. Дела идут очень неплохо, и все же, когда график капитала начинает расти быстрее своего долгосрочного тренда, мне становится не по себе. Скорее всего, основываясь на предположении о том, что линия капитала вернется к своему долгосрочному тренду, я сокращу размер позиции. Подобного рода рассуждения позволяют не увеличить, а сохранить капитал.

Кроме того, мое субъективное мнение важно при выборе системы. Любопытно, что системы, которые я с успехом использовал несколько лет назад, сегодня почти перестали работать. Как ни странно, мне обычно удается сделать правильный выбор, так что в каждый конкретный момент времени у меня задействована наилучшая из систем. Сам не знаю, как я это делаю. Наверное, интуитивно.

Если система оказывается неэффективной и вы откладываете ее в сторону, возможно ли в будущем — скажем, через несколько лет — возвращение к ней?

Нет, потому что более слабые системы заменяются более сильными. Торговые системы выводятся из употребления в единственном случае, а именно: когда я придумываю новую, усовершенствованную модель. Я иногда поглядываю на старые системы, но они мне уже не нужны.

Разве не может случиться, что система, «убранная в шкаф», станет более эффективной, чем та, которую вы используете в данный момент?

Думаю, в принципе это возможно, но до сих пор такая ситуация не наблюдалась.

Вы торгуете отдельными акциями?

Нет, хотя мои системы, наверное, можно с успехом использовать на рынке акций. Собственно говоря, такой проект входит в мои ближайшие планы.

Тогда с какими инвестиционными инструментами вы работаете?

С взаимными фондами, но я не занимаюсь прогнозом рынка. Давайте разграничим два направления деятельности: прогнозирование и то направление, к которому себя причисляю я, — реакция на рынок. Человек, делающий прогнозы, говорит: «Здесь рискованный рынок. Полагаю, что в ближайшие три месяца Доу упадет до 8 тыс.» У этого человека есть мнение относительно будущих событий. Он пытается предвидеть будущее. Я не пытаюсь строить предположения. Я реагирую на происходящие события.

Между тем, ваши действия не будут отличаться от действий человека, пытающегося предсказать наиболее удачные моменты для покупки и продажи. Вы будете переводить капитал из взаимных фондов в денежный рынок, руководствуясь сигналами, подаваемыми вашими торговыми системами. Почему такое поведение нельзя назвать прогнозированием или таймингом рынка?

Потому что схожи только действия, а не определяющий их ход мысли. Я не предсказатель. Я понятия не имею, что случится в будущем (*смеется*).

А что в этом смешного?

Смешны люди, которые считают себя провидцами фондового рынка. Откуда они знают будущее? Его никто не знает. Я думаю, человек не в состоянии предсказать, что случится на рынке акций.

Зависят ли ваши результаты от взаимных фондов, которыми вы торгуете?

В самой малой степени.

Вы торгуете взаимными фондами, представляющими широкий рынок?

Я испробовал свои системы на фондах, инвестирующих в широкий рынок, и они работали очень прилично. Но я больше люблю иметь дело с более узкими участками рынка. Я ищу фонды, у которых неплохой шанс прыгнуть выше, а S&P отнюдь не чемпион по прыжкам. Поэтому я скорее стану торговать фондом, инвестирующим в технологический сектор, чем фондом с широкой рыночной диверсификацией.

Боюсь, вы не расскажете мне о принципе действия систем, которые используете в данный момент. Может быть, мы поговорим об устройстве систем, разработанных в прошлом, бывших какое-то время эффективными и уже не используемых? Описание одной из них могло бы дать представление об общем устройстве успешных торговых систем.

Одна из систем, которые я использовал, отдаленно напоминает систему Джилла Блейка (*Джил Блейк—трейдер, интервью с которым было помещено в книге «Новые маги рынка»*.) Могу рассказать, как я себе представляю идею Блейка. Он предлагал следить за несколькими секторами: если в конкретный день сектор демонстрирует как повышенную волатильность, так и повышенный рост, то система дает сигнал к покупке фонда, инвестирующего в данный сектор. По терминологии Блейка, «загорается зеленый свет». Длинная позиция по этому фонду будет удерживаться до появления ситуации продажи: скажем, дня падения или дня, отстоящего от момента покупки на определенное число дней.

Эта система отлично описывает ход мысли, которым руководствуюсь и я сам. В наше время подобная систе-

ма может быть применена с не меньшим успехом. Ее результаты, разумеется, будут на порядок ниже тех, что дают используемые мной сегодня модернизированные торговые системы, однако какая-то прибыль от них безусловно будет получена.

Вам приходили в голову подобного рода идеи до того, как вы прочитали интервью с Джилом Блейком?

Нет. Текст о Джиле Блейке я обязан всеми своими профессиональными достижениями. То, чем я занимаюсь сегодня, не имеет ничего общего с разработками Джилла, но именно они подсказали мне мысли, с которых, собственно, и началось компьютерное исследование.

Вам приходилось беседовать с Джилом Блейком?

Да, я позвонил ему, когда стал управляющим фондом, и сказал: «Меня зовут Стив Лескарбо, и не будь вас, я не смог бы работать на рынке». Он простонал: «О Боже».

Да уж, представляю, сколько раз ему приходилось выслушивать подобные излияния. А если бы вам не попалось на глаза интервью? Вы действительно не смогли бы работать на фондовом рынке?

Не знаю; оно перевернуло всю мою жизнь.

Ваша первоначальная торговая система — та, которая родилась под влиянием идей Джилла Блейка, — работает в настоящее время?

Работает, но намного хуже, чем раньше.

Вы полагаете, что это временное явление, и система еще выправится?

Едва ли.

Вы могли бы снова начать ею пользоваться?

Нет.

Вы уверены в том, что ни при каких обстоятельствах не будете пользоваться этой системой, она не имеет ничего общего с тем, что вы используете в настоящий момент, и, тем не менее, вы не хотите о ней говорить. Почему?

Разве можно поручиться за будущее? *(Долго смеется.)*

Вы все еще шлифуете свои системы?

Непрерывно. Я стараюсь их улучшить, хотя не уверен, что это возможно. Трудно «улучшить» 60% годовых*, но я буду рад, если результат окажется стабильным.

Мне все время кажется, что прибыль упадет. Собственно говоря, я в этом уверен. Если мы встретимся через год, я, возможно, буду занят чем-то другим. Я убежден, что проект, который я реализую сейчас, через некоторое время себя исчерпает.

Вы полагаете, что системы не вечны?

Я в этом абсолютно уверен. Меня никто не переубедит. У каждой системы свой срок жизни.

Почему они так устроены?

Думаю, дело в том, что с течением времени информацию о них получает все больше людей. Когда пассажиры до отказа набивают вагон, локомотив больше не может его тянуть. Именно поэтому я всегда с недоверием отношусь к идее покупки системы, которая «показала отличный результат», то есть когда-то давала большую прибыль с нормальным уровнем риска.

Если вы придумали торговую систему, протестируйте ее и верите в ее эффективность, держите свои знания в тайне. Используйте ее, потому что скоро наступит момент, когда она станет непригодной. Помните, что си-

* В марте 2000 среднегодовой прирост капитала с учетом реинвестиций торговых прибылей Лескарбо составил 70%.

стема не вечна, и всегда храните «про запас» несколько свежих идей.

Я постоянно озабочен сохранением конфиденциальности информации, которой обладаю: если она будет разглашена, система откажется функционировать. Скажем, «эффект января» больше не действует. (*«Эффект января» — тенденция акций компаний малой капитализации в январе опережать акции компаний большей капитализации; начиная с середины 1920-х годов и вплоть до 1993 года эта модель повторилась в 90% случаев. Затем шесть лет подряд это явление не наблюдалось. Лескарбо предполагает, что «смерть» «эффекта января» связана с широким обсуждением его в печати.*)

Какой рыночный механизм «отключает» систему, которой одновременно пользуется слишком много людей?

Не могу вам сказать. Может быть, дело в том, что на одной стороне сделки одновременно скапливается слишком много людей. В любом случае, согласно моему опыту, у систем есть срок жизни, причем не слишком продолжительный.

Мы говорили о смерти систем, а что вы думаете об их рождении? Возможно ли, чтобы система начала работать в определенный момент времени, скажем, в 1994 году, а затем, через несколько лет перестала давать верные сигналы? Или же тестирование текущих торговых систем показывает, что они одинаково хорошо действуют на любом материале в прошлом, и все дело лишь в том, что вы наткнулись на них только сейчас?

Как правило, если я разрабатываю систему и тестирую ее на историческом материале, выясняется, что она всегда работала хорошо. И все же в ближайшем будущем лучше функционируют те торговые системы, которые давали наилучший результат в недавнем прошлом. Так что я выбираю обычно системы, чьи лучшие результаты связаны с самым недавним прошлым.

Вы сказали, что у систем ограниченный срок жизни, но, согласно вашим собственным утверждениям, системы, которыми вы пользуетесь, работают вот уже двадцать лет. Что мешает им столь же успешно просуществовать еще двадцать лет?

Я понимаю, куда вы клоните, но у меня другое мнение. Я не согласен с вами, потому что чем больше людей знает о системе, тем больше ее «треплют» на рынке. Лучший пример — товарные рынки. В последние пятнадцать лет их среднегодовой прирост составил около 40%. Трейдеры говорили, что не видят причин, по которым эти системы перестали бы работать. Но, представьте себе, они все-таки перестали, потому что к тому времени слишком много людей начали использовать похожие системы.

Другой классический пример — О'Шонесси. Его книга «Что работает на Уолл-стрит» является великолепным учебником. Прекрасное изложение, прекрасный аналитический материал. При этом результаты его фондов далеко не блестящи.

Что вы имеете в виду, говоря «далеко не блестящи»?

(Лескарбо вызывает на экране компьютера справку о результатах работы фондов О'Шонесси. Он просматривает информацию о двух фондах; выясняется, что один из них вырос на 43%, другой — на 46%. Результаты выглядят неплохо, если не знать, что за тот же период (конец 1996 года — середина 1999 года) Se-P поднялся на 89%. Фондам, таким образом, удалось заработать вдвое меньше, чем S&P 500, индексу, который они, собирались опережать.)

Великая книга. Стратегии протестированы на периоде, начинающемся в 1950-х; а теперь они не работают.

Итак, несмотря на то, что к моменту публикации книги стратегии успешно проработали сорок лет, в настоящее время они мертвы.

А знаете почему? Не напечатай он книгу, они вполне могли бы все еще работать. Ему надо было управлять деньгами, а не публиковать книгу. Хотя не выпусти он книгу, ему едва ли удалось бы собрать столько денег для фондов.

По вашему мнению, стратегии перестали работать, потому что ими стало пользоваться слишком много участников рынка.

Вот именно. Самый важный совет, который я могу дать всем, кто будет читать вашу книгу: если придумал стратегию, молчи о ней.

Есть трейдеры, которые говорят: «Я могу напечатать свою систему в Wall Street Journal, на мои результаты это никак не повлияет». Полагаю, вы не согласны с таким утверждением.

Я тоже читал подобные заявления; с этими людьми я никак не могу согласиться.

Вы считаете, что если бы вы описали вашу систему в статье в Wall Street Journal, то она перестала бы работать?

Безусловно. На следующий день *(смеется)*.

Раньше вы привлекали инвестиции, а теперь не хотите управлять чужими деньгами. Что случилось?

Я управлял деньгами инвесторов с 1995 года по 1997-й. Результаты были отличные: 58% роста в 1995 году, 50% в 1996 году, 60% в 1997 году. К концу 1997 года у меня в управлении находилось \$35 млн. Оказалось, что с таким количеством денег очень трудно работать привычными для меня методами, то есть переводить капитал то во взаимные фонды, то в денежный рынок, так как фондам не очень нравится, если вы совершаете сделки с ними больше четырех раз в год.

В настоящее время вы совершаете намного больше четырех сделок в год.

Сейчас у меня меньше денег, и они распределены между двадцатью разными фондами.

Значит, вы перестали управлять чужим капиталом из соображений логистики?

Да. К тому же с инвесторами бывает такая морока!

На что могли жаловаться ваши инвесторы? Вы увеличивали их капитал больше чем на 50% в год, почти не имея убыточных месяцев.

Вы представить не можете, какие они находили причины для недовольства. Если в течение месяца у меня не было роста больше чем на 4%, они расстраивались, что фонд не зарабатывает. Если прибыль была большой, они страдали оттого, что приходится платить непомерно большие налоги.

Не верю! У вас что, действительно был инвестор, недовольный тем, что денег оказалось слишком много?

Я сказал ему, что мог бы получить убыток, тогда ему вообще не пришлось бы платить налог. Спросил, не хочет ли он, чтобы именно так мы поступили в следующий раз.

Были инвесторы, которые мне не доверяли. Результаты оказались настолько хороши, что они полагали, будто я подделал цифры, а на их деньги провел какие-то махинации. Они каждый месяц звонили бухгалтеру узнать, точно ли деньги на счете.

Если рынок за день сильно вырос, инвесторы звонили и осведомлялись: «Мы в рынке?» Эти вопросы меня доводили до бешенства. Если рынок сильно упал, они звонили, чтобы спросить: «Мы не в рынке?» И конечно, предполагалось, что я обязан отвечать на такие вопросы только утвердительно.

Насколько заметно повлияли на ваше решение не брать в управление капитал сложности работы с вза-

имными фондами и насколько — сложность общения с инвесторами?

Пополам на пополам (*громко смеется*). Думаю, сложности с взаимными фондами стали отговоркой для того, чтобы вернуть инвесторам деньги. Честно говоря, было довольно неловко смотреть в глаза тем, кто был со мной с самого начала и ни разу не сказал дурного слова.

Друзья, бывшие вашими первыми инвесторами, не пытались уговорить снова взять их деньги в управление?

Пытались, но я не мог взять деньги у одного человека и не брать у другого. Как делить людей на своих и чужих? Пришлось расстаться со всеми сразу.

Друзья на вас не обиделись?

Нет, но они до сих пор продолжают меня уговаривать, как только мы соберемся за покером.

Интересно, что очень многие трейдеры, у которых я брал интервью, играют в покер.

Я обожаю покер.

Подозреваю, что в сравнении с капиталом, которым вы торгуете на фондовом рынке, ваши ставки в покере не кажутся слишком большими. Вы можете проигрывать все раздачи и чувствовать себя вполне комфортно?

Сложно волноваться из-за потери \$200, когда только что проиграл \$100 тыс., но я никогда не позволяю себе расслабляться в игре. Я сажусь играть, чтобы выиграть. Если раздача кажется неудачной, выхожу из игры.

Вы когда-либо нарушали свои торговые правила?

Только в том, что касается принятия более жестких мер предосторожности. Я могу фиксировать часть прибыли от позиции или не открывать большую по объему

длинную позицию при сигнале к покупке, но никогда не удерживаю позицию после сигнала к продаже.

Вы с самого начала вели себя так дисциплинированно?

Да, потому что до этого уже «перебесился» на фьючерсах. Совершил все возможные и невозможные ошибки. Нет смысла их перечислять: их перечень содержится в любом учебнике.

Сколько времени вы занимались торговлей на рынке фьючерсов?

(Роется в памяти, словно пытаясь обнаружить информацию в самых потайных закутках.) Три года, помоему.

У вас бывал чистый убыток?

О, много раз! Чужим капиталом, вложенным во фьючерсы, я распоряжался вместе с другими менеджерами, но, скажем, собственный счет, равный \$125 тыс., я уменьшил до \$50 тыс. Все делал неправильно.

Вспоминаются какие-нибудь особенно неудачные сделки?

Их было слишком много.

Опишите хотя бы одну.

Я разрабатывал систему торговли валютами. Купил компьютерную программу, которая позволяет оптимизировать торговые системы: настроить индикаторы таким образом, чтобы получить максимально возможный результат на исторических ценовых данных. Как всякий неумелый трейдер, я слишком сильно подогнал систему к прошлым данным. (Настроил индикаторы таким образом, чтобы они наилучшим образом соответствовали историческим данным.) Ясное дело, на бумаге результаты выглядели великолепно. (Посколь-

ку оптимизация осуществляется на прошлых ценовых данных, у трейдера есть возможность выбрать систему, которая в прошлом проявила бы себя наилучшим образом. К сожалению, результаты такой системы вовсе не обязаны повториться в будущем.) Я знал, что так не делается, но считал, что в данном случае опасения неуместны.

Не прошло и двух недель, как я потерял около 50% денег на торговом счете. Я стал игнорировать сигналы системы, и каждый раз выяснялось, что для самостоятельности был выбран наиболее неподходящий момент. Я жил, как в кошмаре. В конце концов я догадался, что не создан для торговли фьючерсами.

Похоже, что это единственная неудача за всю вашу жизнь. Во всем остальном вы достигали успеха. Почему вы бросили фьючерсы?

Поскольку понял, что торговля фьючерсами — пустая трата времени. Из-за комиссионных и разницы между ценой заявки и ценой исполнения сделки вероятность прибыли значительно уменьшается. При том что вероятность удачи при покупке или продаже и так равна 50%, еще платишь комиссионные и теряешь на разнице цен, в долгосрочной перспективе убыток неизбежен.

Но оценка вероятности как 50-процентной предполагает, что вы не имеете никаких преимуществ над рынком. Разве нельзя и здесь обнаружить фигуры, достойные некоторого доверия и дающие возможность действовать лучше рынка, как это бывает на рынке акций?

Я не смог. Не нашлось ни одной работающей фигуры.

Вы имеете возможность пойти в отпуск?

Да, если там, куда я еду, будет компьютер. У меня есть загородный дом на озере в Нью-Хэмпшире.

Что если вам захочется уехать далеко: совершить восхождение на Альпы или хотя бы на целый день уйти в Белые Горы?

В течение последних пяти лет со мной можно было связаться в 15.45 — в любой день, без исключений. Я ни разу не брал выходной. С выходным всегда так: стоит его взять, окажется, что это самый неподходящий для отсутствия день.

А в тот день, когда вам делали операцию на колене? (По пути домой из ресторана мы с Лескарбо сравнивали спортивные травмы, заработанные каждым из нас.)

Операция проходила под общим наркозом. Я вернулся домой около 11 утра очень сонным и немедленно отправился в постель. Жена должна была разбудить меня в 15.30, но она из жалости решила дать мужу подольше поспать. В 15.45 я проснулся словно от толчка. Я был в спальне, она находится в другом крыле дома. Я вскочил и, еле волоча ноги от боли, побрел в кабинет. Взглянул на экран компьютера и продал половину портфеля.

Через час я еще раз зашел в кабинет и снова взглянул на экран. Оказалось, что я все напугал. Понятия не имел, зачем надо было продавать. Сведения, которыми я располагал, никак не указывали на продажу. На следующий день рынок обвалился. По странному стечению обстоятельств я был спасен.

Сколько процентов времени вы находитесь в рынке?

От 50% до 55% времени.

Вы торгуете с плечом?

Иногда. В среднем я не бываю полностью инвестирован, даже если считать только те дни, когда я нахожусь в рынке. Бывает, если ситуация складывается соответствующим образом, я торгую с плечом. Но я ни разу не увеличивал позицию больше чем до 140% — это крайний

возможный для меня уровень. На сделке с плечом я ни разу не терпел убытка.

Бывает, что ваша чистая позиция оказывается короткой?

Я не делаю глупостей, и именно этот принцип определил 90% моего успеха. Не продаю победителей; не держу убыточную позицию; не позволяю эмоциям возобладать над рассудком. Я заключаю сделку только тогда, когда существует высокая вероятность прибыли. Открывать короткие позиции на акции неразумно, поскольку очень велика вероятность убытка. Несколько десятков лет подряд рынок рос на 10% в год. Зачем идти против этого тренда?

Совет новичкам?

Не путайте суету с движением к цели. Я считаю, что одна из самых распространенных ошибок — торговля на рынке, осуществляемая без понимания смысла собственной деятельности. Новички активно берутся за работу, не зная, в чем именно эта работа состоит. Как правило, такая деятельность никуда не ведет. Я очень мало времени посвящаю торговле, 99% рабочего дня уходит на разработку торговых систем и анализ рынка.

Стив Лескарбо наотрез отказался делиться своими разработками в области создания успешно функционирующих торговых систем, и все же из интервью с ним читатель почерпнет целый ряд сведений, полезных тому, кто задумал добиться успеха на фондовом рынке. Одна из черт, свойственных Лескарбо — я замечал ее в характере многих трейдеров, беседы с которыми помещены в этой книге, возможно, она отличает вообще всех успешных людей, — уверенность в себе. Пожалуй, именно в личности Лескарбо эта черта проявилась с наибольшей отчетливостью. Он лучится самоуверенностью. Вспомните хотя бы его рассказ о том, как, еще

не имея методологии или четкого плана работы, он начал управлять счетом, твердо зная, что получит отличный результат. (Решение Лескарбо принять на себя торговые обязательства в момент, когда стратегия не была разработана, нельзя считать примером для подражания. Напротив, такой поступок большинство сочло бы безответственным, и я привожу его здесь лишь в качестве иллюстрации высокой уверенности трейдера в своих силах.)

Возможно, лучший индикатор ожидающего вас торгового успеха — честная оценка уровня вашей уверенности в себе как в трейдере. Если вы считаете, что преуспеете на этом поприще (не путайте уверенность с *желанием* выиграть), вероятность того, что вы получите прибыль, высока. Если уверенности маловато, торгуйте понемногу, используя только тот капитал, который безболезненно можете потерять. Уверенность нельзя придумать или купить за деньги. Она либо существует, либо нет. Можно ли приобрести ее? Безусловно, упорным трудом (трудолюбие — еще одно качество успешного трейдера) можно повысить свой профессионализм и, тем самым, уверенность в своих силах. Но даже тогда, если вы не совсем себе доверяете, торгуйте на рынке с большими предосторожностями.

Еще одна особенность, которую я отметил у многих своих собеседников, — пыл, порой граничащий с состоянием маниакальной привязанности, с которым они берутся за торговлю, да, пожалуй, и за все другие дела. Случай с Лескарбо — еще одно подтверждение моим выводам. Он не пропустил ни единого торгового дня — операция на колене, и та не помешала ему справиться о состоянии рынка. Всякий раз, когда его система переставала соответствовать крайне высоким требованиям — хотя бы речь шла об одном или двух кварталах, в течение которых позиции закрывались в ноль, — Лескарбо немедленно приступал к поиску новых решений. Даже его отдых — велосипедные прогул-

ки, тренировки со штангой — несут на себе печать той же самоотдачи.

Есть ли черта характера, присущая *всем* без исключения великим трейдерам? Да, это — дисциплинированность. Все поступки Лескарбо подчинены неуклонному следованию нормам самодисциплины. Получая сигнал к продаже, он никогда не удерживает позицию. Если система велит продавать — позиция ликвидируется безо всяких вопросов, размышлений, оговорок. Он не думает: «Подержу-ка еще денечек» или «Закроюсь, когда упадет еще на 2 пункта». С точки зрения Лескарбо, быть дисциплинированным — значит к тому же ежедневно анализировать рынок и участвовать в торгах. Ежедневно — то есть каждый день, без выходных, невзирая ни на что, даже на операцию под общим наркозом. Суть дисциплины — исключить все исключения из правил.

Есть люди, пришедшие на фондовый рынок в надежде на легкий заработок. Между тем, почти все профессиональные трейдеры, с которыми мне приходилось иметь дело, говорят о тяжелом труде, без которого немислим торговый успех. Несмотря на то, что Лескарбо удалось разработать торговые системы, обладающие поистине великолепными характеристиками — я не видел систем дающих сигналов, обладающих столь же поразительной точностью и не подозревал, что возможно с помощью торговой системы добиться таких великолепных результатов, — он продолжает без устали совершенствовать свои изобретения. Он не расслабляется, хотя его системы отлично работали в течение многих лет и продолжают приносить высочайшую прибыль в настоящее время: Лескарбо ведет исследование с такой интенсивностью, словно аналитические инструменты, которыми он пользуется, завтра же должны дать сбой.

Контроль риска предполагает умение заботиться о стабильности результатов. Часть трейдеров долгие годы получает высокие прибыли, сопровождающиеся, однако, частыми падениями капитала — побочным следст-

вием использования их стратегий. Несмотря на то, что отчеты о торговых результатах этих трейдеров выглядят впечатляюще, не следует забывать, что они вечно «ходят по краю пропасти» и в будущем почти наверняка в нее упадут. Трейдер, который, как Лескарбо, стремится сохранить убыток на самом низком уровне, в долгосрочной перспективе с большей вероятностью выиграет.

и* НОВОЕ О СТИВЕ ЛЕСКАРБО «*

Несмотря на то, что во время медвежьего рынка Лескарбо удалось удержаться «на плаву» — за время с апреля 2000 года по сентябрь 2002 года его семейный фонд вырос на 39%, — более половины прибыли относится к периоду до сентября 2000 года, и, как следует из приведенной ниже беседы, Лескарбо потерял веру в эффективность своих торговых систем.

Что произошло в феврале 2001 года? (Счет Лескарбо в этом месяце упал на 5% — месячное падение, превысившее худшее из годовых падений его линии капитала.)

В действительности, трудности начались еще в ноябре 2000, когда я потерял более 3% — это был первый в моей практике месяц с подобным убытком. Хотя за декабрь удалось полностью компенсировать потери ноября, а в январе система продолжала успешно работать, ноябрьские события оказались предупреждением, указывающим на неполадки в системе. Затем пришел февраль, и я понял, что происходит нечто, до сих пор в моем торговом опыте не встречавшееся. Начался период, когда все, чем я занимался до сих пор, перестало работать.

Сколько времени вам требуется, чтобы понять, что система непригодна?

На этот вопрос не так просто ответить. Система, с помощью которой я торговал, успешно функционировала несколько лет в реальном времени и десятилетия на ис-

торических ценовых данных. Так что в тот раз я, наверное, слишком поздно осознал провал.

Когда в системы были внесены изменения?

В апреле 2001 года я почти все время находился не в рынке. Я не знал, что предпринять, в голову не приходило ничего хорошего. Я знал только, что старые системы больше не работают и использовать их нельзя. К маю была готова модифицированная система — она приемлема, хотя не могу сказать, что я был полностью уверен в ее эффективности. Летом я разработал систему, которой пользуюсь в настоящий момент.

Какими могли быть последствия использования первоначальной системы в период после марта 2001 года?

Катастрофическими. Я упал бы на 25-30%.

Насколько я знаю, в прошлом вам несколько раз приходилось менять одни системы на другие, с вашей точки зрения, более совершенные. Возможно, в настоящее время пригодилась бы одна из этих старых систем?

Сегодня они абсолютно бесполезны.

Насколько текущая система отличается от той, которой вы пользовались до марта 2001 года?

В целом суть отличия сводится к следующему: в современной системе намного сложнее получить сигнал к покупке и намного проще — сигнал к ликвидации позиции. Так что я меньше времени нахожусь в рынке, а когда позиция открыта, для ее уничтожения достаточно небольшого неблагоприятного движения цены. Скажем, был период, когда за четыре месяца я не получил ни единого сигнала к покупке. Старая система заставила бы меня торговать во время падения, и капитал был бы уничтожен.

Если система, как правило, удерживает вас вне рынка в периоды падения цен, возможно, вместо того, чтобы переходить в наличные, вам было бы выгодно в эти моменты держать открытой короткую позицию. Почему бы не использовать сигнал к закрытию длинной позиции в качестве сигнала к открытию короткой?

Потому что я так и не смог разработать торговую систему, которая позволяла бы получать стабильную прибыль («стабильная» — это слово, на котором я все время делаю акцент) на коротких позициях.

Но почему при сигнале к ликвидации длинной позиции нельзя переходить в короткую вместо того, чтобы занимать позицию, нейтральную по отношению к рынку?

Если бы я был в состоянии открывать короткие позиции на фонды, которые покупаю, было бы отлично, но, к сожалению, это невозможно. Если открывать короткие позиции, надо открывать их либо на индексные фонды, либо на сами индексы. Беда в том, что мои системы намного лучше работают на данных взаимных фондов, которые я покупаю — агрессивных растущих фондов, — чем на индексах акций, где их результаты весьма посредственны.

После нашего первого интервью вы изменили свое решение и снова начали брать в управление деньги клиентов. Затем, во втором квартале 2001 года, вы опять сказали инвесторам, что возвращаете им капитал. Что на этот раз стало причиной возврата денег?

Торговля шла из рук вон плохо, и я потерял веру в то, что мои системы способны принести хоть какую-то прибыль. Кроме того, я не только понял, что системы никуда не годятся, но и не знал, что сделать, чтобы усовершенствовать их. Это было худшее время моей профессиональной карьеры.

Хотя система, к которой мне, в конце концов, удалось прийти, позволяет не оставаться в убытке, честно говоря, с осени 2000 года торговый метод, к которому я привык, по-настоящему не работает. За последнее полугодие я почти не совершал сделок. Я считаю, что катастрофические нарушения, происшедшие в функционировании моих систем,— результат возросшей спекулятивной торговли акциями интернет-компаний, делающей рынок более случайным. Дни движения, подтверждающие пробой, после дней пробоя наблюдаются все реже. Тренды, которые раньше длились несколько недель, длятся несколько дней; те, которые длились по два дня, имеют протяженность в три часа. Думаю, что возврат бычьего рынка невозможен до тех пор, пока не будут ликвидированы крайности предыдущих лет, а на это, скорее всего, уйдут годы. Из истории известно, что все крупные бычьи рынки вели к наступлению медвежьих рынков, а затем долгих периодов неустойчивости. Наши дни — не исключение.

Значит, несмотря на резкий скачок цен вверх, который мы недавно могли наблюдать, вы не надеетесь на рост рынка в ближайшем будущем?

Если вы исследуете историю цен на фондовых рынках, вы обнаружите, что после достижения максимумов рынки очень подолгу приходят в себя. Как замечает Шиллер в «Иррациональном пузыре», после всех трех максимумов в XX столетии — максимумов 1901 года, 1929 года и 1966 года, — чтобы остаться при своем (с учетом инфляции), рынкам понадобилось не менее двадцати лет. Очевидно, что поскольку максимум 2000 года превысил все исторически отмеченные крайние верхние точки, даже максимум 1929 года, вернуться к этому уровню (с учетом инфляции) рынок едва ли сможет раньше, чем еще через двадцать лет. Я хочу сказать, что дна следует ожидать только через несколько лет: разворот вверх будет возможен, когда мы достигнем самых низких ценовых уровней.

Как вы думаете, насколько низко опустится рынок?

У меня есть волшебное число — «пять»: S&P будет равен 500, Доу — 5 000, Nasdaq 100 — 500, и случится это через пять лет (в 2007 году).

Настоящая мистика!

Это только предположения. И, конечно, они никоим образом не повлияют на мой стиль торговли. Когда в следующий раз будет получен сигнал к покупке, я куплю.

В чем заблуждается большинство инвесторов, делающих оценку рынка?

Основное заблуждение среднего инвестора — пренебрежение концепцией времени. Люди, которые знают, что я торгую на рынке, постоянно спрашивают, далеко ли до минимума. «Мы дошли до крайней точки? Долго еще ждать?» Когда я отвечаю, что, по-моему, ждать надо несколько лет, у людей делается такое лицо, словно перед ними чудовище с тремя головами.

МАЙКЛ МАСТЕРС

КУПАЯСЬ В РЫНКЕ

Пять лет назад Мастерс был безработным фондовым брокером; сегодня он — один из крупнейших трейдеров на фондовом рынке страны. Мастерс, управляющий фондом, расположенным в Атланте, начал свою финансовую карьеру в качестве брокера — занятие, которое никогда не приносило ему удовлетворения. Через пять лет службы в компании, чувствуя, что работа становится все более невыносимой, он буквально спровоцировал собственное увольнение. Желание победить и уверенность в своих возможностях — вот единственные профессиональные достижения, которыми обладал Мастерс к моменту открытия собственного фонда. Он собрал начальный капитал, продав десять однопроцентных долей уставного капитала своей новой компании по \$7 тыс. за акцию (удивительно щедрые инвестиции, учитывая отсутствие у руководителя фонда опыта управления чужими деньгами).

В 1995 году был создан Marlin фонд (название, отражающее любовь Мастерса к рыбной ловле). В течение пяти лет, во время которых Мастерс оставался управляющим хедж-фондом, он умело сочетал солидную прибыль с низким риском: среднегодовой прирост капитала с учетом реинвестиций торговых прибылей фонда составил 86%; наиболее крупное падение капитала равня-

лось всего 3%. К апрелю 2000 года размер находящихся в управлении активов превысил \$0,5 млрд. — цифра возникла как следствие, с одной стороны, огромного роста прибыли, с другой — притока новых инвесторов. Возможно, что счет возрос бы еще более заметно, однако Мастерс принял решение закрыть его для новых инвестиций, поскольку, согласно торговой философии Майкла, чрезмерный рост активов может препятствовать эффективной работе.

Фонд Мастерса, чьи активы составляют более \$0,5 млрд., стоит в числе крупнейших хедж-фондов, но настоящим лидером Masters Capital Management стал в области торговой активности. Чрезвычайно высокий оборот позиций, превышающий средний, характерный для отрасли, ставит Мастерса едва ли не на первое место среди самых мощных хеджевых и взаимных фондов США.

В рабочие часы Мастерс как никто другой умеет концентрироваться на состоянии рынка. Его ничто не должно отвлекать: во время торговли Мастерс запирается в кабинете вместе со своим помощником — трейдером Томом Пейлом. Аналитик фирмы знает входной пароль компьютера и в случае появления важной информации имеет право вмешаться в сделку. В рыночные часы Мастерс обычно не подходит к телефону. «Он так поглощен рынком, — говорит Пейл, — что, когда поступает какой-нибудь срочный звонок, мне приходится по нескольку раз кричать ему, чтобы он снял трубку, и он не отзывается до тех пор, пока я не начинаю кричать что-нибудь абсурдное типа: «Розовые драконы!»»

Мастерс известен сотрудникам фирмы под ласковой кличкой «Великан Корморан» — имя, которое он заслужил благодаря росту (шесть с лишним футов) и количеству поглощаемой за рабочим столом пищи (после его трапез из кабинета регулярно тоннами выгребаются обертки, фантики и грязные бумажные тарелки). Еще одно чудачество Майкла — привычка пользоваться клавиатурой, идущая

с тех времен, когда в компьютерном мире царил DOS: Мастер берет в руки мышку только в случае крайней необходимости. «Из его кабинета с утра до вечера слышится щелканье клавиш, — рассказывает Пейл. — В офисе шутят, что его будут хоронить с клавиатурой».

Несмотря на многочисленные шуточки, отпускаемые Пейлом в адрес своего шефа, его нескрываемое восхищение Мастером сквозит в каждом слове. Пейл, много лет прослуживший в одной из брокерских фирм, ушел на пенсию и благополучно торговал на собственном счету до тех пор, пока не повстречался с Мастером. Его настолько потрясла сама личность Мастера и его таланты, что, отказавшись от заслуженного отдыха, Пейл пришел на фирму в качестве трейдера. Когда я спросил Пейла, что особенного он нашел в своем начальнике, он назвал три качества, два из которых, скорее всего, можно считать синонимами благородства: «Во-первых, честность; во-вторых, моральная чистоплотность; в-третьих, решимость победить».

Мастере — человек, не скрывающий своих религиозных убеждений. Во время нашей беседы он говорил о том, насколько важна вера для его жизни в целом и, в частности, для торговли на фондовом рынке. «Вера в высшую мудрость дает мне силы мириться с убытками, которые неизбежны в нашей работе. Сегодня, например, я потерял миллионы долларов и чувствую, что в состоянии справиться с этой неудачей». Несмотря на то, что сам Мастер не говорил о своей помощи церкви, из рассказов его близких я узнал, что десятая часть дохода направляется на нужды верующих. Кроме того, Майкл — постоянный член Христианской миссии.

Я прилетел в Атланту вечером, а утром должен был снова садиться на самолет, так что наша встреча с Мастером прошла за ужином. Майкл предложил свой любимый ресторан «Вакханалия». Кормят там, действительно, отменно, и всем приезжающим в Атланту я бы от

всего сердца советовал посетить это заведение, с одной, впрочем, оговоркой: похоже, что таксисты не в состоянии его найти. Машина, на которой мы ехали из аэропорта, заблудилась, и, насколько я понимаю, два первых такси, которые официант вызвал, чтобы встретить меня, до сих пор колесят по улицам и закоулкам Атланты.

Как состоялось ваше знакомство с фондовым рынком?

Мой отец в 1970-х годах зарабатывал торговлей на жизнь. Лет в одиннадцать-двенадцать мне стало интересно, чем он занимается, и я начал засыпать его вопросами. Он дал мне прочесть книгу «Когда продавать акции» Джастина Маммиса. Обратите внимание на то, как называлась книга: не «Когда покупать акции», а «Когда продавать акции». Отец в основном занимался короткими продажами акций.

Ваш отец успешно торговал на рынке?

Он зарабатывал достаточно для того, чтобы в течение пяти-шести лет содержать семью.

А потом?

Потом он вернулся в университет, получил MBA и организовал фирму, оказывающую консультационные услуги.

От отца вы узнали что-нибудь важное о рынке?

Конечно. Он объяснил мне, насколько важно забирать прибыль — идея, ставшая частью нашей текущей стратегии.

В каком смысле «забирать прибыль»?

Отец говорил, что пока прибыль не зафиксирована, ее нет.

Кроме того, на меня очень сильное влияние оказали мои дядюшки: дядя Луи и дядя Лари, они оба тор-

говали акциями. Когда я был маленьким, вся семья часто собиралась за общим столом. С одной стороны от меня сидел дядя Ларри, с другой — дядя Луи. А напротив — отец, и все они говорили о фондовом рынке. Я был единственным сыном и думал, что мужчины ничем иным не занимаются. Когда я стал брокером, я начал обслуживать счета дяди Луи и дяди Ларри; они многому меня научили.

Чему именно?

Важности дисциплины. Если терпишь убыток, закрывай позицию.

Поступая в университет, вы хотели стать фондовым менеджером?

Я пошел учиться, чтобы стать врачом. Я попал в университет в Теннесси, получив стипендию от плавательного клуба. Занятие плаванием оказало мне неоценимую помощь. Не знаю, что бы я делал, если бы не те тренировки.

Что они могли дать?

Привычку терпеть боль. Тренировки выматывали ужасно. Бывало, что за день приходилось проплыть по 20—25 тысяч метров. Тренер подходил и говорил: «Ну, а теперь сотня двухсотметровой), — и мы знали, что это будет очень тяжело.

Вы добились успехов в спортивной карьере?

Был одним из All-American в свободном стиле.

Что значит быть All-American?

Значит, что на чемпионате NCAA тыходишь в восьмерку лучших.

Вы участвовали в Олимпийских играх?

Я участвовал в отборочных соревнованиях, но на Олимпиаду не попал. Тем летом у меня была тяжелый

паротит, и ко времени чемпионата я все еще не восстановился. Но за год перед тем мои результаты были отличными, и я мог претендовать на участие в команде.

Вы поехали на следующие Игры?

Плавание — неприбыльный спорт. Ко времени следующих игр мне должно было исполниться двадцать шесть лет. Можно было попробовать, но я почувствовал, что устал.

Вы продолжаете плавать?

Я плаваю, но понемногу; меньше, чем следовало бы. Времени не хватает.

Почему врачебную карьеру вы сменили на финансовую?

Когда дело дошло до органической химии, я понял, что не имею ни малейшего желания учиться в медицинской школе.

Откуда, вообще, взялась эта идея?

Мне было десять лет, когда произошел несчастный случай, и я, в результате, оказался в больнице на много недель. Мне очень понравилось, как работают доктора, я решил, что это отличное дело — работа, в которой сочетаются наука и милосердие.

А что'за несчастный случай?

Налетел на стекло. Из нашего дома к бассейну вели раздвижные стеклянные двери. Я бежал в комнату, думая, что оставил дверь открытой, а она была закрыта. Я пролетел сквозь нее и весь изрезался. Один из порезов шел через всю ногу, от бедра до лодыжки, были повреждены сухожилия. Может быть, вы заметили: я ведь до сих пор хромаю. Пришлось заново учиться ходить. Собственно говоря, с этого началось плавание — оно было частью лечения.

Должно быть, у вашей матушки стекла были идеальной чистоты.

Совершенно верно. Но после несчастного случая она стала вешать на двери бумажную полоску.

Почему вы отказались от мысли стать врачом? Едва ли всему виной органическая химия.

Я провел три года в колледже и понял, что не чувствую призвания к медицине; решение было принято в десять лет — с тех пор я сильно изменился. Я стал ходить на лекции по финансовым дисциплинам; они мне сразу пришлись по душе, особенно, основы инвестирования — великолепный предмет. В конце концов я перешел на другой факультет.

О чем вам рассказывали на лекциях по инвестированию?

Обычные теории оценки в духе Грэма и Додда (авторов классических пособий по инвестированию).

Вы используете этот тип анализа в реальной торговле?

Редко, но его знание мне очень помогает в работе. Главное, что я представляю себе, как собираются действовать прочие участники рынка, и могу предугадать их реакцию.

Какие из классических теорий реально вами используются в настоящее время?

Теория управления портфелем. Традиционная теория гласит: портфель следует диверсифицировать таким образом, чтобы избежать *несистематического*, то есть связанного со спецификой компании риска. В этом случае, если компания разорится, для вас такое событие не станет катастрофой. Однако в этом случае вы, в конце концов, всего лишь повторите результаты индекса. Если цель трейдера — опередить индекс, подоб-

ная стратегия оказывается практически бесполезной. Мы переворачиваем теорию управления портфелем с ног на голову: стараемся, напротив, *принимать* несистематический риск и делать инвестиции в акции в то время, когда уровень несистематического риска высок относительно систематического (то есть когда движения цены на акцию обусловлены, в первую очередь, событиями, связанными со спецификой компании, а не направлением движения рынка в целом).

Чем вы занимались после окончания колледжа?

Я решил пойти в школу бизнеса — иными словами, отложить еще на пару лет окончательный выбор. Я подал заявление в Эмори, местное учебное заведение, и не позаботился о том, чтобы разослать документы в другие города. В приемной комиссии сказали, что приняли бы меня с удовольствием, будь у меня опыт работы — обязательное условие для поступления в Эмори, на которое я почему-то не обратил внимания. Мой опыт работы сводился к подстриганию лужаек и помощи знакомому мельнику во время летних каникул, то есть был фактически нулевым.

Опыт работы можно было получить в какой-нибудь брокерской фирме. У нас был один сосед, который работал брокером и считал меня ловким парнем, — он видел, как я подстригаю лужайки. К тому же он в колледже играл в футбол, и я тоже был членом спортивной сборной. В общем, он предложил устроить меня брокером, хотя, в принципе, я их требованиям не удовлетворял.

Что требовалось от кандидата?

Опыт работы в отделе продаж.

У них были образовательные курсы для новичков?

Да, две недели меня учили, как продавать.

А после окончания курсов?

Дали список людей, которым надо было предлагать наши услуги.

Работа была трудной?

Неимоверно трудной. Я и еще один парень с курсов должны были вместе ходить по домам. Мы стучались к соседям и пытались их убедить открыть у нас счет. Как-то раз мы пришли к хозяину продовольственного магазина, у которого зять только что потерял все деньги на фондовом рынке. Он буквально пинками выгнал нас вон, запустил в спину огромный батон хлеба и заорал: «Брокеришки поганые! Вон, вон отсюда!» (*Воспоминание об этой сцене сопровождается приступом хохота.*)

Хорошо, что это был не магазин инструментов. Какой процент людей, к которым вы так приходили, открыл счет в фирме?

Примерно 1%. После того, как я поработал немного, я решил, что с большим удовольствием стал бы не продавать, а управлять капиталом. Но компании люди нужны были в основном для продажи финансовых продуктов. Если выяснялось, что брокер рассчитывает заняться управлением портфелем, на него начинали смотреть с недоверием.

Вы были удачливым брокером?

На жизнь хватало, думаю, это огромная удача. Одним из пунктов моего несогласия с руководством были их слишком высокие комиссионные. Так что я их уменьшил.

С разрешения компании?

Без разрешения.

Самовольно уменьшили комиссионные?

Ну да. С такими высокими комиссионными было просто невозможно торговать.

Значит, вы уже тогда поняли, что выплата комиссионных в полном объеме делает торговлю убыточной?

Конечно. Если клиент не получает прибыль, он рано или поздно закроет свой счет.

Что сказала руководство, узнав, что вы снизили комиссионные?

Мой почин не был принят.

На сколько были снижены комиссионные?

Примерно на 90%. Сейчас полно фирм, оказывающих брокерские услуги с дисконтом, но в то время о них даже не слышали.

Что в вашей торговле тех лет было правильно и что — нет?

Обычно, если я старался предугадать развитие событий, я зарабатывал; и наоборот: дожидаясь, пока событие произойдет, — терял. Я помню случаи, когда компания отчитывалась о высоких прибылях, но на рынке начиналась массовая продажа акций — все потому, что новости были заранее учтены в цене. Такие ситуации послужили мне хорошим уроком.

Как из брокера вы переквалифицировались в фондовые менеджеры?

Я достиг уровня профессионализма, позволявшего с относительной выгодой торговать на собственном счету, и почувствовал, что смогу торговлей зарабатывать на жизнь. Но уход с работы был вынужденным.

Что значит «вынужденным»?

Меня уволили. Размер нескольких счетов, которыми я управлял по собственному усмотрению, был ниже установленного компанией минимума. Начальник отдела вызвал меня и сказал: «Вы не имеете права торговать на счетах ниже минимума, установленного компанией».

Я сказал: «Имею право».

«Нет, не имеете. Вы уволены!»

Подсознательно я именно этого и добивался. Уйти очень хотелось, но я как-то не решался, все ждал, когда меня подтолкнут к этому. Уже стало очевидно, что работа брокера — не для меня.

Почему?

Потому что приходится одновременно добиваться двух прямо противоположных задач: стараться заработать для фирмы и для клиента. Мне хотелось управлять капиталом и получать прибыль, по-моему, это занятие куда более чистоплотное. Работа брокером ставила целый ряд проблем этического характера.

Каких именно?

На вас всегда давят, чтобы вы продвигали те акции, чьим андеррайтером является фирма, или чтобы продавали взаимные фонды, у которых с фирмой хорошие отношения, даже если эти фонды имеют низкий рейтинг.

Разве вы не можете продавать другие взаимные фонды?

В этом случае комиссионные от сделки будут небольшими, а, возможно, их и вовсе не будет.

Как развивались события после того, как вас уволили?

Я поговорил с отцом по поводу своего будущего: он сказал, что советует мне начать торговать самостоятельно. Мне очень хотелось бы получать доход за счет прибыли от собственной торговли, но я сильно сомневался в том, что кто-нибудь захочет отдать в управление деньги человеку, имеющему всего-навсего опыт работы в брокерской фирме.

Почему вы решили, что сумеете получать прибыль на фондовом рынке?

Все, кроме отца и моей жены Сюзанны, в один голос твердили, что получить прибыль от торговли невозможно, и изо всех сил отговаривали становиться управляющим фондом. Мне очень помогли ваши книги («Маги рынка» и «Новые маги рынка»), потому что из них я узнал, что кому-то все же удалось преуспеть. Эта мысль сама по себе придавала сил. Я думал, что если другие смогли, смогу и я. Когда-то я дошел до вершин в плавании, и в финансах тоже надеялся победить.

Но на чем основывалась эта уверенность? Ваши торговые результаты были сравнимы с теми, что вы получаете в настоящее время?

На моем личном счету я много лет подряд лишь слегка поднимался выше нуля. Правда, после того, как меня уволили, прибыль стала слегка увеличиваться.

Каким образом?

Я стал обращать внимание на катализаторы. Мне чрезвычайно помогла компьютерная программа, которую я написал для своей стратегии. Отец писал множество программ для своей фирмы — она занималась консультациями в области пищевой промышленности, — он всегда говорил: «Если хочешь действительно разобраться в проблеме, оформи решение в виде программы».

Какие параметры были заложены в компьютерную модель?

Много разных, но я понял, что важнейшим является катализатор. В результате идея катализатора стала в центр стратегии.

Что конкретно вы имеете в виду, говоря о «катализаторе»?

Катализатор — это свершившееся или грядущее событие, меняющее отношение рынка к компании и поэтому способное подтолкнуть движение цены.

Разве катализатор не является по определению единичным событием? Как события, происходящие один раз, могут быть смоделированы?

Большинство катализаторов — события повторяющиеся: отчет о прибылях выпускается четыре раза в год; розничные компании ежемесячно отчитываются о продажах; авиакомпания, раз в месяц сообщают об объемах грузоперевозок, и так далее.

Как информация типа отчетов о прибылях может повлиять на принятие торговых решений?

Существует множество научных исследований, доказывающих, что акции с неожиданной положительной прибылью показывают результат выше среднего рыночного, однако в действительности преимущество не слишком высоко. Нередки случаи, когда, покупая акцию после сообщения о неожиданно высоких прибылях, трейдер приобретает ее почти по максимальной цене, поскольку неожиданная прибыль была заранее учтена рынком.

Как неожиданность может быть заранее учтена?

Мы говорим о разных вещах. Существует классическое определение «неожиданной прибыли», оно приводится в учебниках и в работах аналитиков Уолл-стрит. «Неожиданным» считают число, большее или меньшее на установленную минимальную величину, чем то, которое ожидала получить основная масса участников рынка. Была ли «неожиданная прибыль» заранее учтена в цене или нет, зависит только от тренда цены непосредственно перед поступлением отчета о прибылях. Скажем, если на ровном рынке некая акция за неделю до поступления отчета вырастает на 10 пунктов, при этом

сообщенная прибыль совсем немного превышает ожидаемую, с точки зрения научной терминологии такая прибыль может считаться «неожиданной», хотя, скорее всего, она уже была учтена в цене.

Разве в научной литературе не говорится о необходимости изучать тренд цены на акцию в период, предшествующий появлению отчета о прибылях?

Нет, всех интересует только, превышают ли цифры ожидания толпы. Эта информация, безусловно, является значимой, хотя анализ других факторов — тренда цены на акцию в момент, предшествующий выпуску отчета, а также разницы между объявленной и ожидаемой прибылью — позволяет увеличить вероятность получения прибыли от сделки.

Допустим, я привык переходить дорогу не глядя по сторонам — в этом случае вероятность того, что меня собьет машина в 2 часа ночи, меньше, чем в полдень. Ситуация, совершенно аналогичная той, в которую мы попадаем, изучая такого рода научные исследования: выводы верны, однако существует масса возможностей получить лучший результат. Что, если, переходя дорогу, прислушиваться к шуму колес? Этим способом я сумею еще более увеличить шансы на безопасный исход предприятия. А если не только слушать, но и смотреть, хотя бы в одну сторону? Шансы на выживание подскочат еще выше. А уж если смотреть в обе стороны... Вероятность того, что все кончится благополучно, окажется крайне высока. Так и наш анализ. Мы стараемся, насколько это возможно, увеличить шансы успешного исхода сделки.

Значит, если перед тем, как появился отчет о неожиданно высоких прибылях, акция некоторое время шла вниз, реакция рынка, скорее всего, будет бычьей?

Совершенно верно. Если ожидание отрицательных результатов заставило акцию идти вниз, а затем был получен отчет о неожиданно высоких прибылях, трей-

деры, имеющие короткие позиции, вынуждены будут покупать, чтобы покрыть эти позиции, кроме того, появятся новые покупатели, желающие сделать инвестиции. Когда событие действительно неожиданно для рынка, цена может совершить чрезвычайно сильное движение.

Но, насколько я понимаю, это движение происходит очень резко, сразу же после появления отчета о прибылях, и вероятность получить прибыль в этом случае также невелика.

Цена вырастет непосредственно после отчета, но новая информация в ней не будет учтена целиком. Гипотеза эффективного рынка имеет свои недостатки. Рынок не учитывает всю информацию мгновенно.

Что происходит, если вы открываете позицию до появления отчета, рассчитывая на то, что цифры окажутся выше ожидаемых, а прибыль в действительности оказывается хуже, чем предполагалось, или наоборот?

Мы закрываем позицию, как правило, сразу же. У нас открывается множество позиций, при этом происходит куча ошибок. Каждый день кто-нибудь тычет меня носом в грязь (*смеется*).

Поиском катализаторов занята вся Уолл-стрит; почему ваше исследование оказывается более успешным?

Мы почти не занимаемся ничем другим. Поиск катализаторов — это не часть стратегии; это сама стратегия.

Как принимается решение о закрытии позиции?

Один из приемов, оказывающих нам неоценимую помощь, — использование временных стоп-сигналов. Для каждой сделки, которую мы заключаем, определено временное окно, в течение которого позиция должна сработать. Если в течение обозначенного времени ниче-

го не происходит, значит, рынок, скорее всего, не собирается принимать в расчет данную информацию.

Каково соотношение длинных и коротких позиций фонда?

Наша чистая позиция в среднем на 40% длинная; она может варьироваться в интервале от 90% чистой длинной до 10% чистой короткой. Типичное распределение позиций: 50% длинных, 10% коротких, остальное — в деньгах.

У вас необычно большая позиция в деньгах.

Нам приходится решать две задачи одновременно: мы должны зарабатывать деньги для инвесторов и заботиться о сохранении капитала. 40% в денежном рынке — это своеобразная гарантия стабильности прибыли.

Как вам удастся опережать показатели индекса, если столь существенная доля капитала не инвестируется?

Мы работаем в фонде, как работали бы в продовольственном магазине. Прибыль движется вверх за счет двух факторов: можно открывать позиции большего объема, можно увеличивать оборот. У нас настоящий магазин, мы зарабатываем за счет оборота. То и дело поступает новый товар, а ненужное выбрасывается вон. Если кусок мяса протух, мы от него избавляемся.

Сколько времени обычно удерживается позиция?

В среднем от двух до четырех недель.

Какой процент заключенных вами сделок приносит прибыль?

Более 70%.

Вы пользуетесь техническим анализом?

Мы используем технический анализ не потому, что сами верим в его эффективность, но потому, что знаем,

что его результатам доверяют другие. Нам важно найти благоприятный момент для закрытия позиции — в этом смысле удобно бывает знать, когда технические индикаторы велят толпе покупать или продавать.

Вы используете интернет в качестве источника информации?

Основной сайт, которым я пользуюсь в интернете, — TheStreet.com. Мне нравятся комментарии Джима Крамера о текущем состоянии рынка. Эта web-страничка — лучший интернет-источник информации, доступный рядовому инвестору. Но я серьезно предостерег бы инвесторов, обращающихся к интернет-форумам: предлагаемая в них информация может быть сильно искажена, поскольку участникам диалога бывает выгодно представить определенные сведения в неверном свете.

Какие сделки оказались особенно ценными с точки зрения приобретения торгового опыта?

Таких были сотни. Когда вы заказываете в типографии визитки, вам присылают толстенную стопку. Я не работаю в маркетинге, поэтому визитки почти не раздаю. Свои визитки я использую для фиксации торгового опыта: записываю на обороте выводы, которые сделал после закрытия позиции. Всякая позиция, которая показалась поучительной, помечается определенным символом; рядом заносится полезная информация о рынке, полученная в ходе работы. Эта картотека — постоянно растущий фундамент наших торговых моделей.

Я считаю, что каждому инвестору необходимо подробно излагать на бумаге свою торговую философию, это очень важный этап разработки стратегии. Отражая идеи на письме, учишься четче их формулировать и, соответственно, более ясно осознаешь. Я помню, как часами просиживал в библиотеке, записывая основные положения своей торговой философии: какие катализаторы ищу, как они предположительно влияют на акции,

как интерпретировать различные типы реакции цен на действие катализатора. Описание моей торговой философии занимает, я думаю, не меньше пяти тысяч страниц. Честно говоря, работа была страшно утомительной, я не смог бы, наверное, проделать ее еще раз. Но в оформлении моих торговых идей она оказала просто неоценимую помощь.

Какие еще советы могли бы вы дать инвесторам?

Опыт работы брокером оказался для меня полезным, поскольку позволил наблюдать ошибки, которые люди совершают, занимаясь инвестированием. Самое главное: приступайте к инвестированию не раньше, чем составите план. Важно понимать, почему вы покупаете эту акцию и чего ждете от этой сделки. Если вы остановитесь ненадолго и задумаетесь, в будущем вам удастся избежать больших потерь.

Торговая философия Мастерса предполагает следование четырем важнейшим правилам:

1. *Учитесь на опыте.* Записывайте информацию о любой сделке (неважно, принесла она прибыль или убыток), если она показалась вам поучительной и позволила сделать важные выводы о рынке. Можно вести торговый дневник, можно, как Мастерс, записывать свои мысли на обороте визиток; главное — методично фиксировать торговый опыт по мере его поступления.
2. *Развивайте свой метод.* Уроки, полученные на опыте сделок, следует систематизировать и объединять в целостную торговую философию. Эта деятельность предполагает соблюдение двух важных условий. Во-первых, к составлению методологии не следует приступать новичкам, поскольку значимые выводы могут появиться только как следствие обширного торгового опыта. Во-вторых, следует помнить, что процесс разработ-

ки торговой философии практически не имеет конца: по мере обогащения инвестора опытом и знаниями его подход к рынку будет уточняться и совершенствоваться.

3. *Выявляйте сделки, обладающие высокой вероятностью прибыли.* Торговая философия должна стать орудием, позволяющим очертить круг сделок, обладающих высокой вероятностью прибыли. Вы должны выделить ряд значимых характеристик, а затем искать сделки, демонстрирующие наиболее полное сочетание нескольких существенных для успеха качеств. Даже если само по себе каждое из условий обладает ограниченной способностью определять выигрыш, комбинация в целом обусловит высокий уровень вероятности прибыли.
4. *Приступайте к работе не раньше, чем составите план.* Четко представляйте, когда и зачем будете открывать позицию и как станете ее закрывать. Многие инвесторы ошибочно концентрируются лишь на первой из задач. Стратегия Мастера определяет не только условия и время заключения сделки, но и план ликвидации позиции. Мастер выходит из рынка в случае, когда выполненным оказывается любое из следующих трех требований: (а) достигнут уровень прибыли, определенный для данной сделки; (б) предполагаемый катализатор не сработал или акция не отреагировала на действие катализатора; (в) акция не отреагировала на действие катализатора в течение определенного периода времени (вступил в действие «временной стоп-сигнал»).

****• НОВОЕ О МАЙКЛЕ МАСТЕРСЕ **•**

В течение первых двух календарных лет медвежьего рынка Мастерсу удавалось получать прибыль (более скромную, впрочем, чем в предыдущие годы); между тем, результаты

первых трех кварталов 2002 года заставляют предположить, что фонд Мастерса ожидает первый со времени его основания убыточный год. С начала 2000 года по сентябрь 2002 фонд вырос на 13%. Несмотря на то, что данный результат едва ли можно назвать потрясающим — напомним, что он заметно хуже результатов, достигнутых фондом в прошлые годы, — следует заметить, что он не так уж плох по сравнению с S&P 500, опустившимся на 45% или Nasdaq, обрушившимся на 71%.

Как вы оцениваете текущее состояние рынка?

Он демонстрирует все черты классического медвежьего рынка. Nasdaq в последние два года сильно напоминает Доу в период конца 1929-1932 годов.

Почему вы сравниваете с поведением Доу в 1929 году сегодняшнее поведение Nasdaq, а не берете, скажем, текущие характеристики Доу или S&P 500?

Я имею в виду, что размеры падения могут оказаться аналогичными. В 1929-1932 годах падение Доу составило 90%. На последнем минимуме (июль 2002 года) Nasdaq продемонстрировал падение, равное 82% от максимума марта 2000 года. Очевидно, что еще 8% от максимума равны еще 40% от последнего минимума. Я не думаю, чтобы мы обязаны были повторить сценарий 1929—1932 годов — экономические условия сегодня намного лучше тех, что были в Америке во времена Великой депрессии. И все-таки не следует забывать, что среднегодовой рост на бычьем рынке 1990-х годов был выше, чем рост бычьего рынка 1920-х.

Ваша долгосрочная оценка рынка?

Я полагаю, индексы будут колебаться в широком торговом диапазоне, аналогичном тому, который мы наблюдали в конце 1970-х годов. Наверное, будут бычьи фазы, во время которых рынок поднимется на 30% и больше, но за ними, скорее всего, последуют

медвежьи периоды продолжительностью один-два года.

С точки зрения инвестиционных перспектив, ваши прогнозы указывают, похоже, на то, что среднегодовой доход в ближайшие пять-десять лет будет примерно равен доходу от дивидендов.

Я думаю, что это вполне логичный вывод. Боюсь, больше получить не удастся.

Что ж, по-видимому, вы стоите на медвежьих позициях. Вы, очевидно, полагаете также, что средний долгосрочный рост рынка, равный 10% в год, заметно снизится в будущем. Что служит основанием для подобных прогнозов?

Это всего лишь обратная сторона медали.

Иными словами, рост был настолько велик, что теперь нас ждет долгий период, характеризующийся более низкой, чем средняя, прибылью.

Да, таково мое мнение. Я верю в то, что усилия Федеральной резервной системы по преодолению дефляции увенчаются успехом. Думаю, они сумеют извлечь уроки из опыта Японии 1990-х годов, и прибыли компаний возрастут, однако этот процесс пройдет за счет роста инфляции и уменьшения торговых коэффициентов. Таким образом, в долгосрочной перспективе цены на акции должны упасть. Товарные рынки, скорее всего, будут чувствовать себя неплохо, поскольку Федеральная резервная система будет вынуждена увеличивать объем денежной массы.

Бели ваша точка зрения верна, облигации, стоящие сейчас на долгосрочном максимуме, с течением времени также начнут падать. Боюсь, что многие инвесторы, потерпевшие крах на рынке акций и устремившиеся на «безопасный» рынок облигаций, еще

больше ухудшат свое финансовое положение, потеряв и здесь.*

Да, люди, совершающие долгосрочные инвестиции в облигации, по сути, рассчитывают на то, что мы повторим японский сценарий, то есть на то, что Федеральная резервная система не сумеет преодолеть дефляцию — ситуация, которая, по моему мнению, едва ли возможна.

Чем торговля на медвежьем рынке отличается от торговли на рынке бычьим?

Существует потрясающая симметрия восторженного бычьего рынка 1999 года и сегодняшнего медвежьего рынка с его упадническими настроениями. В 1999 году одного заявления компании о том, что она собирается оказывать услуги через интернет, было достаточно для того, чтобы ее акции наутро выросли на \$20. В этом году любая история о нехороших бухгалтерах из Wall Street Journal способна заставить цену мгновенно опуститься на \$20. Мы наблюдаем те же необоснованные скачки цен, с той только разницей, что сейчас движение совершается не вверх, а вниз. Страх, охвативший толпу в 2002 году, по своей силе равен жадности, доминировавшей в году 1999. Соответственно, на длинных позициях в настоящее время возможны те же внезапные иррациональные неблагоприятные движения цены, что и на коротких позициях во времена бычьего рынка 1999 года. Между тем, как и в случае 1999 года, текущая ситуация, по моему мнению, носит временный характер.

* Облигации действительно приносят стабильную прибыль, однако многие неопытные инвесторы забывают о том, что падение цен на облигации, вызванное повышением процентных ставок, способно свести на нет процентный доход и, таким образом, стать причиной отрицательной прибыли. Сейчас, когда процентные ставки находятся на историческом минимуме, опасность получения отрицательной прибыли по облигациям велика, особенно если Мастерс окажется прав в своих прогнозах относительно долгосрочного роста инфляции.

Какой совет дали бы вы инвестору в сложившихся обстоятельствах?

Я думаю, что единственный способ заработать на фондовом рынке США в ближайшие десять лет — применять стратегию «противоположного мнения». Как только на рынке возникает паника, подобная той, что мы наблюдали в июле 2002 года, следует быть активным покупателем, даже если внутри вас все восстает против подобной позиции. Затем, когда через год цены отскочат и на рынок вернется оптимизм, надо будет продавать. Иными словами, хорошую прибыль можно получить, если ваши действия будут направлены в сторону, противоположную действиям толпы вокруг.

Этот метод вышел из употребления в 1990-х годах — в тот период росло все что попало. Но если вы вспомните рынок 1960-х или 1970-х годов, станет ясно, что в ту эпоху зарабатывали только те, кто покупал возле крайне нижней точки торгового диапазона и продавал у верхней границы диапазона. Я думаю, в ближайшие пять или десять лет, а то и больше, мы будем наблюдать аналогичную картину.

ДЖОН БЕНДЕР

ОСПАРИВАЯ НЕОСПОРИМЫЕ ИСТИНЫ

Если Джон Бендер прав в своих выводах об опционах — а учитывая результаты его торговли, есть основания полагать, что он прав, — то подавляющее большинство прочих участников рынка ошибается. Бендер утверждает, что теория ценообразования опционов, разработанная экономистами — лауреатами Нобелевской премии, лежащая в основе всех существующих опционных ценовых моделей, используемых трейдерами в самых разных уголках мира, в основе своей неверна. Спор ведется Бендером не только на теоретическом уровне: его успешно функционирующая торговая стратегия построена на противодействии традиционным моделям ценообразования опционов. Бендер открывает позиции, прибыль на которых возможна в случае, если точность его собственных выводов относительно наиболее вероятных цен превзойдет аккуратность стандартных моделей ценообразования, отраженных в преобладающих рыночных ценах на опционы.

Бендер предпочитает держаться в тени — удивительный факт, учитывая размеры капитала, находящегося в его распоряжении, а также его поистине блестящие результаты. Его фонд не дает информацию о себе ни в одной из просмотренных мной баз данных. Как и с большинством моих собеседников, чьи интервью помещены

в этой и предыдущих книгах, я познакомился с Бендером через знакомых финансистов.

В 1988 году Бендер с отличием закончил Пенсильванский университет, получив диплом биофизика. В студенческие годы летние каникулы он, как правило, проводил за научными исследованиями в Livermore Labs или Marine Biological Laboratories в Вудс Хоул. Несмотря на любовь к науке Бендер сошел с академического пути, поскольку, по его собственному признанию, «работа ученого заключается в наши дни не в исследовании, а в поиске грантов». Интерес Джона перешел в область финансовых рынков: он обнаружил, что здесь перед человеком, желающим приложить свои аналитические таланты, открывается огромное поле деятельности.

Бендер начал торговать на собственном счету вскоре после окончания университета, но в первое время у него было всего несколько тысяч долларов капитала. Через год он сумел привлечь \$80 тыс. На этом счету Бендер торговал с августа 1989 года по март 1995 года; среднегодовой прирост капитала с учетом реинвестиций торговых прибылей составил в этот период 187%, наблюдалось всего три убыточных квартала, худший результат — падение на 11%.

В августе 1996 года, после небольшого перерыва, Бендер открыл фонд: в последующие три с половиной года его средняя годовая прибыль составляла 33%. Цифра сама по себе неплохая, но она существенно отличается от результатов, достигнутых Бендером на собственном счету в предыдущие годы; причина этого снижения результатов может, разумеется, вызвать законное недоумение читателя. Ответ прост: уменьшился размер «плеча». В фонде левверидж был уменьшен в четыре раза (учитывая ежегодную реинвестицию прибылей, этот факт весьма существенно повлиял на показатели); акцент ставится теперь на контроле риска. К настоящему времени наиболее крупное падение с максимума капитала до последующего минимума составило всего 6%. Бендер управляет

не только сотнями миллионов долларов своего фонда: он также торгует валютными опционами для Quantum фонда, однако информация о размере активов Quantum, которыми он управляет, не передается гласности.

Маги рынка нередко тратят часть своих немалых прибылей на поддержку благотворительных учреждений или начинаний. С моей точки зрения, вид благотворительности, который выбрал Бендер, особенно интересен как своей оригинальностью и влиянием, которое он может оказать на судьбы последующих поколений, так и своевременностью: Бендер взялся за дело в тот момент, когда в его помощи чувствовалась особая нужда. Что именно делает Бендер? Раскрою, наконец, секрет: он скупает тысячи акров тропических лесов Коста-Рики, спасая их тем самым от гибели под топорами поселенцев.

За день до вылета в Нью-Йорк, где я собирался провести несколько интервью для этой книги, мне сообщили, что Бендер также отправляется по делам в Нью-Йорк. Поскольку в Вирджинии, где расположен его родной город, не живет никто из моих прочих героев, я решил, что удобнее всего будет назначить встречу в Нью-Йорке. К сожалению, мое расписание оказалось настолько напряженным, что втиснуть в него еще одно мероприятие оказалось невозможным. Единственное, что оставалось — встретиться и поговорить за поздним ужином. Чтобы в случае необходимости продолжить беседу, мы с Бендером условились остановиться в одном отеле.

Мы переоделись и сошли в гостиничный холл. Стоял жаркий летний вечер. На Бендере был костюм с галстуком, я же решил, что, надев вместо бермуд джинсы, достаточно подготовился к походу в ресторан. Бендер — а именно он заказывал столик — сказал, что в таком виде меня едва ли пропустят, и предложил предварительно справиться по телефону. Я заверил его, что всегда хожу по ресторанам в такой одежде и ни разу не имел неприятностей. Меня действительно не остановили, чем Бендер был явно разочарован. За столом я понял, чем объясня-

лось его недовольство: мой собеседник потел в костюме и при галстукe, которые, очевидно, не привык носить, сгорая от зависти к ловкачу, который сумел попасть на ужин в более удобном облачении.

Приятным фоном нашей беседе служили чудесные кушанья, изысканно сервированные поварами суши-ресторана. Ужин длился четыре часа, в полночь мы наконец осознали, что остались в зале одни: вокруг снова-таки официанты, очевидно, потерявшие всякую надежду избавиться от поглощенных разговором гостей. Вернувшись в гостиницу, мы ненадолго разошлись по номерам: я — чтобы утешить жену, одиноко коротавшую вечер; он — чтобы изучить сделки, прошедшие на Токийской фондовой бирже, где его фирма активно работает. Через пятнадцать минут мы оба снова были в холле: на Бендере красовались короткие шорты и мешковатая футболка, на лице играла довольная улыбка человека, сумевшего отделаться от костюма и галстука. Интервью завершилось в половине четвертого ночи, когда кончилась вторая и последняя из моих трехчасовых кассет.

Какую цель ставили вы перед собой, учась в колледже?

Я хотел быть ученым-физиком.

Какой областью физики вы увлекались?

Я получил диплом биофизика.

Одна из научных проблем, которой я много занимался в университете, касалась возможности отображения трехмерной информации с помощью светового (не электронного) микроскопа. Когда вы изучаете крохотные внутриклеточные структуры, вы можете смотреть на них либо через электронный, либо через обычный микроскоп. Электронный микроскоп позволяет добиться очень большой степени увеличения. Единственная неприятность: в этом случае нельзя с уверенностью сказать, похожа ли клетка, которую вы изучаете, на свой

живой прототип, ведь для того, чтобы предстать в виде изображения, клетка должна быть «нафарширована» тяжелыми металлами. Не знаю, как вы, но если я попаду в расплавленный свинец, едва ли я останусь похож на того человека, который сейчас сидит перед вами. Метод наблюдения, таким образом, меняет свойства наблюдаемого объекта. Есть множество статей, где люди доказывают, что обнаружили новую внутриклеточную структуру: в конце концов, не раз оказывалось, что «открытие» — это всего лишь кристаллы металла, попавшие в клетку.

Эта проблема была достаточно очевидна. Поэтому наиболее достоверным считается исследование, проведенное с помощью обычного микроскопа. Между тем, с этим типом микроскопов тоже не все просто: чтобы рассматривать очень маленькие объекты, приходится добиваться огромного увеличения, при котором глубина резкости равна нулю. В фокусе находится один плоский срез объекта, все остальное расплывается, так что исследовать трехмерные объекты практически невозможно. Любая попытка увидеть больше одного слоя обречена на провал, поскольку находящаяся вне фокуса информация начинает преобладать, и картинка становится чрезвычайно мутной и расплывчатой. Чтобы преодолеть это препятствие, нужны были специальные программы, позволяющие отфильтровывать информацию вне фокуса. Это крайне интересная математическая задача.

Почему вы бросили физику?

Пока ты студент, занятие физикой — отличное времяпрепровождение. Все хотят помочь с исследованием. Наперебой предлагают интересные темы. Можно сколько душе угодно работать над увлекательными задачами, писать доклады и демонстрировать всему свету свой замечательный научный потенциал. Но учеба кончается, и приходится прикладывать усилия, чтобы сохранить свой престиж, а именно: писать бесконечные заявки на гранты и кропать статейки, смысл которых в

поддержании имиджа, больше ни в чем. Короче говоря, 90% времени проводишь, *не* занимаясь физикой. В нашей лаборатории один я занимался наукой, в то время как старшие товарищи, высунув языки, гонялись за грантами. Я понял, что не хочу повторить их судьбу.

С чего начался ваш интерес к рынку?

В старших классах я все свободное время думал о математике или физике. Я был помешан на науках. Рынок опционов я стал изучать в университете, мне казалось, что это любопытный способ приложить знания, полученные на лекциях по математике.

Когда вы начали торговать?

На старших курсах. Мне нравилось, что в торговле пределов не существует — все зависит от тебя самого.

Чем вы торговали?

Акциями и опционами на акции на Филадельфийской фондовой бирже.

Как вы попали на биржу?

У меня был друг маркет-мейкер. Я несколько раз ходил с ним на биржу и решил, что для меня это лучшее место работы. Я довольно долго интересовался рынками и всю жизнь — математикой: торговля опционами позволяла сочетать оба увлечения.

Откуда у вас взялись деньги для торговли на фондовой бирже?

С помощью нескольких человек — профессиональных игроков в казино — мне удалось собрать \$80 тыс. Я серьезно играл в нарды и в го, поэтому был знаком со многими мировыми знаменитостями в этой области. Один из моих инвесторов получил большую премию на Мировом чемпионате по покеру, другой инвестор был лучшим в мире игроком в нарды.

Чего они хотели в обмен на финансовую поддержку?

Изначально я должен был отдавать 50% прибыли. В конце концов я выкупил свое дело. Между азартными играми и торговлей много общего; кстати, азартные игры — очень неудачный термин.

Почему?

Потому что предполагается, что вами управляет азарт, удача. Люди, о которых я говорю, рассматривают партию в покер или в нарды как деловое предприятие, а не как «игру». Чтобы преуспеть в игре, равно как и в торговле, человек должен обладать определенным складом характера. Во-первых, он должен уметь определять, откуда приходит выигрыш, и делать акцент на выигрышных стратегиях. Во-вторых, надо уметь переносить потери. Скажем, игрок в нарды мирового класса может из-за плохого расклада проиграть до \$100 тыс. Если такое случится, ему нельзя терять голову. Следует оставаться спокойным и уверенно продолжать делать то, что положено в этой ситуации. В-третьих, необходимо помнить, что игрок рискует разориться, и не делать ставки выше своих возможностей.

Может показаться, что если выигрышная стратегия найдена, наилучший способ увеличить прибыль — торговать как можно большим объемом. Это неверно, поскольку существует такое понятие, как «риск». И профессиональный игрок, и профессиональный трейдер обязаны находить баланс между увеличением прибыли и ограничением риска.

Как вы находите это равновесие?

На такой вопрос невозможно дать исчерпывающий ответ. Все зависит от конкретной ситуации, от отношения к риску самого человека. Предположим, вы скопили некоторую сумму денег, достаточную для того, чтобы прожить всю свою жизнь в комфорте, хотя и без особых

излишеств. Прихожу я и предлагаю сыграть в орла или решку при ставке 10 к 1. Единственное условие: вы обязаны поставить на кон все свое состояние. Пари кажется невероятно заманчивым, но, боюсь, вы его не заключите: вред от возможного проигрыша покажется вам куда большим, чем польза от выигрыша, хотя в денежном выражении суммы распределены обратным образом. Теперь представьте, что вы — молодой человек, только что окончивший колледж; ваши сбережения составляют \$10 тыс.; у вас хорошее место работы— иными словами, перед вами целое будущее. Станете ли вы играть со мной? Вполне возможно. На вопрос о том, как увеличить торговое преимущество, управляющий портфелем может ответить исходя из сведений как о характеристиках риска, присущего самому рынку, так и об отношении к риску инвесторов фонда.

Сколько времени вы проработали на фондовой бирже Филадельфии?

Чуть больше пяти лет.

Как шла торговля?

К концу этого периода и после выплаты денег инвесторам у меня осталось \$7 млн. (если помните, начальный капитал составлял \$80 тыс.).

Почему вы покинули биржевой пол, если торговля шла настолько успешно?

Чем больше денег я зарабатывал, тем сложнее становилось инвестировать их, торгуя всего двумя-тремя акциями. С биржи стоило уйти, чтобы иметь возможность диверсифицировать портфель.

Как вам удавалось получать стабильную прибыль, торгуя опционами?

Чтобы зарабатывать на опционах, не нужно знать, какой окажется в будущем цена акции; необходимо

представлять себе распределение вероятностей (набор вероятностей того, что цена в момент истечения опциона будет находиться на различных ценовых уровнях)* — этого достаточно.

Если Всемогущий провозгласит: «Знаешь, милый, Я не хочу говорить тебе, где будет через месяц цена на IBM, но так как ты мало грешил, Я дам тебе распределение вероятностей!» — я смогу после некоторых подсчетов — кстати, не слишком сложных — точно сказать вам, чего стоит каждый из опционов, истекающих в данный день. К сожалению, Всемогущий пока не дал ни мне, ни кому-либо другому распределение вероятностей для цены IBM в будущем месяце.

Стандартный подход, основанный на формуле Блэка-Шоулза, предполагает, что распределение вероятностей имеет форму нормальной кривой (обычной колоколообразной кривой, часто использующейся для обозначения

Распределение вероятностей выражается в виде кривой, демонстрирующей вероятность какого-либо события. В нашем случае — вероятность, с которой акция окажется в момент истечения срока опциона на том или ином ценовом уровне. По оси x (горизонтальная линия) откладывается цена акции. По оси y (вертикальная линия) — относительная вероятность нахождения акции на конкретном ценовом уровне. Чем выше расположена кривая на данном ценовом интервале, тем больше вероятность того, что в момент истечения срока опциона цена окажется в данном диапазоне. Площадь под кривой, ограниченная любым ценовым интервалом, соответствует вероятности нахождения цены в данном диапазоне в момент погашения опциона. Так, если 20% всей площади под кривой распределения вероятностей лежит между 50 и 60, значит, в момент истечения опциона цена с вероятностью 20% окажется между 50 и 60. Или если 80% территории, расположенной ниже кривой, приходится на ценовой интервал от 60 и меньше, значит, колл-опцион по 60, дающий его покупателю возможность получить акцию по 60, с вероятностью 80% в момент истечения окажется обесцененным.

Форма кривой распределения вероятностей, отражающей вероятность, с которой цена в момент погашения опциона будет находиться на том или ином уровне, определяет стоимость опциона. Истинная форма кривой, разумеется, остается неизвестной — о ней можно только гадать. Выяснение формы кривой имеет первостепенное значение для определения стоимости опциона. Два трейдера, по-разному представивших форму кривой распределения вероятностей, придут к разным выводам относительно оценки опциона. Трейдер, которому удастся точно определить очертания кривой распределения вероятностей, получит огромное преимущество над своими коллегами.

ния вероятности различных явлений, скажем, распределения среди населения коэффициента IQ). У меня сразу возникает вопрос: почему для цены распределение вероятностей должно быть «нормальным»? Кто сказал этим парням, каким именно оно должно быть? Откуда у них такая уверенность в своих постулатах?

(Формула Блэка-Шоулза (и ее производные) — широко используемые математические модели подсчета теоретической стоимости опциона. За аксиому принимается тот факт, что распределение вероятностей нахождения цены в момент истечения срока действия опциона на разных уровнях может быть описано с помощью нормальной кривой: наиболее вероятными являются цены, близкие к текущему уровню; чем дальше цена от текущего уровня, тем ниже ее вероятность.)

Нормальным распределение вероятностей было бы только в случае, когда движение цены на акцию представляло собой аналогию тому, что принято называть «походкой пьяного». Если пьяный стоит в узком коридоре и может двигаться только вперед или назад, его движения могут считаться случайными только при соблюдении трех следующих условий:

1. Он может шагнуть вперед с той же вероятностью, что и назад.
2. Вперед он должен шагнуть на то же расстояние, что и назад.
3. Он должен совершать по одному шагу в единицу времени.

Это очень жесткие требования. Не многие переменные в состоянии их соблюсти. Могу поспорить, что цены на акции и близко не подходят к выполнению данных условий (за один шаг пьяного принимается дневное изменение цены).

Я не утверждаю, что Блэк и Шоулз предложили глупое решение; других выводов люди, не торгующие на фондовом рынке просто не могли сделать. Нобелевскую премию просто так не дают. Хотя, по совести, мне всегда казалось странным, что их так высоко оценили: обычная школьная математика — вот на чем строится эта знаменитая формула. Все мои стратегии основаны на том, чего не учли Блэк и Шоулз, — на идее распределения вероятностей.

Почему вы так уверенно утверждаете, что движение цен на акции даже близко не похоже на случайное блуждание?

Простейшее доказательство — существование технического анализа. Неважно, верим мы в него или нет: для нас существенно, что его задача — выявление уровней поддержки и сопротивления, а также опознание трендов. Повторяю: меня не интересует, насколько высока реальная значимость технического анализа; значим только один факт — в истинности этого аналитического инструмента убеждено множество людей, поэтому он, безусловно, влияет на фондовый рынок. Скажем, если толпа ожидает, что цена найдет поддержку на 65, то по 66 все ринутся покупать. Разве это случайное блуждание?

Другой пример. Допустим, по какой-либо причине большую часть участников рынка привлекают технологические акции, и толпа начинает их покупать. У каких фондов в следующем квартале прибыль будет выше других? У технологических. Какие фонды будут получать больше денег от домохозяек? Технологические. Какие акции станут покупать эти фонды? Не акции авиакомпаний, а технологические акции. Итак, технологические фонды в следующем квартале поднимутся еще выше. Так что через квартал у них снова будет лучшая прибыль, и так далее. Вот вам, пожалуйста, все составляющие тренда. И, конечно, такое поведение цен не имеет ничего общего со случайным блужданием.

Вы имеете возможность наблюдать этот сценарий на растущем американском рынке. Резкий тренд вверх постоянно подпитывается вливаниями в одни и те же фонды, покупающие одни и те же акции, так что эти акции взлетают до стоимостей, абсолютно неразумных с точки зрения исторических оценок. Компании, которые можно создать, потратив \$20 млн. — какая-нибудь система web-сайтов, — торгуются по \$1 млрд. и выше. Неужели они действительно столько стоят? Не хочу говорить «нет», они ведь и в самом деле торгуются по этой цене, но уверяю вас, что их ждет тот же конец, что и канал RCA во время телевизионного бума: рост к космическим высотам, затем полный крах.

Если эти компании смогут хорошо работать, а интернет, действительно, даст каждой из них доступ к каждому из клиентов, очень скоро они станут отнимать деньги друг у друга, так что выжить сумеют лишь немногие. Возьмите любой номер The New Yorker — вы найдете там рекламу двадцати фирм, торгующих книгами через интернет. Это классический пример отрасли с высокой конкуренцией. Разумеется, некоторые компании будут обладать более популярным именем, некоторые будут знать свое дело лучше других, но в целом я сомневаюсь, чтобы такая компания могла долго удерживать стоимость акций на том уровне, который мы наблюдаем сегодня.

Почему сегодняшние уровни оценки акций расположены настолько выше средних исторических уровней? В экономике произошли фундаментальные изменения?

Повторяющиеся циклы роста цен приводят к новым покупкам, которые, в свою очередь, способствуют новому росту цен. Важный фактор, послуживший росту акций интернет-компаний, — ограниченное предложение свободно обращающихся акций компаний. Большинство находящихся в обращении акций интернет-компа-

ний представляют 20 или меньше процентов уставного капитала.

Другой значимый фактор — наблюдающаяся в течение последних пяти-десяти лет тенденция страховых компаний и пенсионных фондов размещать значительную часть своих инвестиций в акции. Мы, менеджеры хедж-фондов, считаем себя гигантами, если торгуем миллиардом долларов. Эта сумма — ничто по сравнению с активами пенсионных фондов и страховых компаний, равных триллионам долларов.

Если я правильно понял, ваша гипотеза заключается в следующем: движения цен на акции не случайны. Поэтому несправедливо предположение о том, что цены нормально распределены, — а именно это предположение принимается большинством при определении стоимости опциона. Значит ли это, что у вас есть альтернативная математическая модель ценообразования опционов?

Нет, у меня нет такой модели, которую вы, наверное, имеете в виду. Я не изобрел «формулу на все случаи жизни», которая отражала бы истинное положение вещей вернее, чем модель Блэка-Шоулза. Следует помнить, что распределение вероятностей каждого рынка и каждого временного периода имеет свои особые черты. Поэтому основной моей задачей является оценка распределения вероятностей для каждого конкретного рынка и периода времени.

Если вашу реакцию на прочитанный пассаж, чье содержание идет вразрез с основными постулатами, принятыми всеми участниками рынка опционов, вкратце можно передать как «Хм...» и если тема действительно представляется вам заслуживающей внимания, перечитайте предыдущую сноску на стр. 323: она поможет освежить в памяти понятие распределения вероятностей. Утверждение Бендера, по сути, сводится к следующему: принятая

модель оценки опционов неверна, поскольку строится на недоказанном, но принятом за аксиому предположении о том, что распределение цен является нормальным. Однако неверна и сама идея возможности определения цены опциона с помощью *единой* модели, работающей на всех рынках (или для всех акций). По мысли Бендера, для каждого рынка (акции) необходимо использовать особую модель.

Как вы определяете форму кривой распределения вероятностей?

Изучая самую разнообразную информацию: от экономического состояния компании и технических показателей до наблюдений за поведением различных участников рынка. У каждой акции свое распределение вероятностей, зависящее от множества факторов: у кого открыты на нее позиции, какие они? В каких акциях концентрируется капитал крупнейших инвесторов? Где расположены стоп-ордера? Какие уровни цены наиболее значимы с точки зрения технического анализа?

Из каких источников можно получить достоверную информацию этого рода?

В случае акций и опционов на акции информация получается с биржи; в случае валют — из банков.

Предположим, вы узнали мнения и позиции разных участников рынка. Каким образом подобные сведения могут быть включены в модель ценообразования опционов?

Я приведу очень характерный пример, правда, он касается не акций, а золота. В 1993 году, после тринадцати лет падения, золото отскочило вверх, выше психологически значимого уровня в \$400. Огромное количество СТА (commodity trading advisors — портфельных управляющих на рынке фьючерсов) заняли по золоту длинные позиции, полагая, что долгосрочный падающий тренд

развернулся (эти участники рынка, как правило, следуют за трендом). Большая часть этих людей использует торговые системы, в которых срабатывает стоп или длинная позиция заменяется короткой в момент, когда цены падают ниже установленного уровня. Поскольку длинную позицию заняло в тот момент большинство СТА, многие из которых разместили стоп-ордера, я предположил, что движение цены вниз вызовет волну продаж, напоминающую падение фишек домино. Изучая деятельность этих трейдеров в прошлые годы, я обнаружил, что действие их стоп-ордеров непосредственно связано с рыночной волатильностью. По моему мнению, возвращение цены к уровню \$390 должно было запустить машину стоп-ордеров и спровоцировать цепную реакцию.

Мне не хотелось продавать по \$405, то есть на уровне тогдашнего текущего рынка, поскольку на \$400 существовала поддержка. В то же время я был почти уверен, что, достигнув уровня \$385, цена непременно пойдет еще ниже, причем достаточно быстро. Почему? Да потому, что на уровне \$385 начнут один за другим срабатывать стоп-ордера. А если процесс продаж наберет обороты, он не даст цене остановиться на \$385. Таким образом, можно было смело открывать позицию по опционам, которая принесет убыток в случае, если цена медленно опустится до \$385-\$390 и застрянет на этом уровне, поскольку такое развитие событий практически невозможно. Подобные умозаключения привели меня к мысли использовать стратегию, дающую следующий результат: если золото медленно падает и останавливается на указанном уровне, я проигрываю; если оно остается на месте или идет вверх, я зарабатываю немного; моя прибыль велика, если золото сильно падает. В конце концов Россия объявила, что собирается продать большой объем золота, так что рынок сначала постепенно опустился до \$390, а затем почти мгновенно обрушился до \$350, поскольку началась цепная реакция срабатывания стоп-ордеров.

Модель Блэка-Шоулза не позволяет учитывать эти тонкие градации. Если золото торгуется по \$405, то, согласно их формуле, вероятность того, что оно через месяц будет торговаться по \$360, заметно ниже вероятности того, что оно окажется на уровне \$385. Исходя из моих выводов, если обстоятельства складываются определенным образом, то вероятность того, что золото будет торговаться по \$360, существенно превышает вероятность уровня, равного \$385. Если мои предположения о неслучайном поведении цен верны, я получаю возможность зарабатывать, поскольку рынок оценивает опционы, исходя из гипотезы о случайности движения цен.

Вы можете привести аналогичный пример на материале рынка акций?

Я приведу пример, имеющий отношение к индексам акций. В прошлом году (1998) я пришел к выводу о том, что уровень, на котором торгуются акции, обусловлен денежными вливаниями, а не объективными экономическими факторами. IBM росла не потому, что экономисты, изучив IBM, восклицали: «Прибыль готова политься рекой, так что цена должна подняться до такого-то уровня». IBM шла вверх, поскольку люди швыряли на рынок деньги, а менеджеры покупали IBM и другие акции, так как им надо было во что-то инвестировать капитал.

Рынок, движущийся за счет притока денег, может быть подвержен небольшим коррекциям, однако вслед за их окончанием он должен немедленно подниматься к новым высотам, привлекая новые деньги. В противном случае денежный поток высохнет, и рынок рухнет. Поэтому рынки такого рода либо имеют растущий тренд, либо резко падают. Существует очень маленькая вероятность того, что рынок опустится на 5 или 6% и останется на этом уровне. Исходя из этого предположения, я в прошлом году применил для торговли опционами стра-

тегию, которая позволяла получить большую прибыль в случае, если рынок сильно опустится, получить немного, если рынок слегка вырастет и немного потерять, если рынок слегка опустится и останется на достигнутом уровне. В первые полгода рынок продолжил неизменное движение вверх, и я получил маленькую прибыль. Затем последовала коррекция, после которой рынок не смог оправиться сразу же, — следующая остановка произошла на 20% ниже. На этом движении цены я получил огромную прибыль.

Все приведенные вами примеры описывают некие специфические ситуации на рынке. Если бы я предложил вам вместо формулы Блэка-Шоулза использовать другую модель с условием, что она должна быть приложима к любому рынку, вы смогли бы получить результат лучший, чем получают последователи Блэка-Шоулза?

Нет. Если принимать ваше условие, можно с тем же успехом считать, что цены движутся случайно. Беда Блэка-Шоулза, кроме всего прочего, в том, что они решили придумать «лекарство на все случаи жизни».

Как вы конкурируете с другими компаниями, которые также торгуют, исходя из гипотезы о том, что стандартная модель Блэка-Шоулза не позволяет верно оценить опцион? Я имею в виду, например, Susquehanna (компания, глава которой в свое время давал интервью для «Новых магов рынка»).

Когда я работал на фондовой бирже Филадельфии, я, как правило, открывал позиции, обратные позициям фирм типа Susquehanna. Они считают, что сделали важное открытие, разработав модели оценки опционов, являющиеся модификациями формулы Блэка-Шоулза. В основном их «достижения» весьма тривиальны.

Я называю их уточнения «настройкой телевизора». Предположим, у меня дома стоит старый телевизор с

антенной. Я включаю изображение и вижу, что картинка какая-то странная. Я знаю, что показывают Микки Мауса, но уши у него расплываются, и вообще это существо зеленого цвета. Что я стану делать? Сяду и приумюсь вычислять, как расположить антенну телевизора относительно передающей антенны? Конечно, нет. Я просто подойду к телевизору, стукну пару раз кулаком по крышке и начну поднимать и опускать свою антенну. Чем я занимаюсь в этот момент? Тычу пальцем в небо. Я понятия не имею, почему изображение в результате моих действий должно измениться. Я просто верчу антенну до тех пор, пока картинка не примет положенный вид и Микки Маус не предстанет, наконец, во всей красе.

Фирмы маркет-мейкеры занимаются уточнением модели Блэка-Шоулза — так же, как я менял положение антенны, пока шкура Микки Мауса из зеленой не стала коричневой, — пока их модель не позволит получить те же цены, по которым опционы торгуются в данное время на бирже. Тогда они кричат: «Вау, победа! Модель получена!» Эта модель позволит им распечатать листы с ценами на опционы, потом эти листы будут разосланы ребятам, которых мы звали «обезьянами с фиговым листочком», ребята встанут на бирже и начнут «делать рынок». Разве они задумываются о том, какие недостатки есть у формулы Блэка-Шоулза и возможно ли эти недостатки исправить? Нет. Они всего-навсего крутят антенну до тех пор, пока картинка не совпадет с изображением событий на бирже.

Возможно, подобный подход оправдан с точки зрения маркет-мейкера, чья задача — получить прибыль от разницы между спросом и предложением и которому нет дела до выявления фундаментально недооцененных или переоцененных опционов. Я же, как трейдер, стараюсь открывать позиции на основании данных об ошибках, совершенных рынком в оценке опционов. Мне приходится заниматься вычислением

реальной цены, я не могу подгонять свои цены под цены на бирже.

Вы управляете четвертью миллиарда долларов и, тем не менее, предпочитаете не распространять информацию о себе. По правде сказать, я ни разу не встречал вашего имени в прессе. Это сознательное решение?

Мой принцип — не давать интервью средствам массовой информации.

Почему?

Я полагаю, что управляющему портфелем почти невозможно оставаться честным, давая интервью прессе. С какой стати я стану популяризировать идеи своих инвестиционных проектов? Предположим, я, фондовый менеджер, вчера понял, что наиболее выгодная на данный момент сделка — покупка XYZ. Вы думаете, мне стоит поделиться своим открытием с телезрителями? Если я уверен в своих выводах, значит, я сам завтра куплю акцию. А если я собираюсь купить, зачем мне нужны конкуренты?

Да, но позиция к моменту интервью может быть открыта.

Вот именно. Если управляющий портфелем публично расхваливает позицию — будьте уверены: она у него открыта, и он собирается закрываться. Когда в какой-нибудь телевизионной программе, посвященной финансам, зрителям предлагают купить акцию, скорее всего, человек уговаривает вас купить то, что сам хочет продать. Я не раз наблюдал, как фондовый менеджер, утром расхваливавший акцию с экрана, вечером размещал на бирже ордер на продажу.

Возможен другой сценарий. Вы открыли крупную бычью позицию по XYZ. В этом случае, хотя вы не на-

мерены продавать, для вас будет выгодно, если другие участники рынка также приобретут акцию.

Да, но разве в такой ситуации вы действуете этично? Все равно речь идет о вашей собственной выгоде.

Почему неэтично? Согласен: если я, владелец XYZ, решивший избавиться от позиции, прихожу на телевидение и расхваливаю акцию — это аморальный поступок. Но если я только что купил XYZ, являюсь ее держателем и долгосрочным инвестором, в чьи намерения входит ликвидировать позицию не раньше, чем через шесть-восемь месяцев, почему бы мне не порекомендовать акцию другим?

Пожалуй, в этом случае, действительно, человек поступает этично. Но на бирже я видел слишком много примеров того, как торговые рекомендации, которые дает фирма, не совпадают с ее собственной торговой деятельностью.

Например?

Приведу пример, послуживший поводом для разбирательства, — он относится к акциям внебиржевого рынка, на котором особенно процветает мошенничество. Стало известно, что некие компании рекомендовали акции клиентам, а затем сами в течение всего дня распродавали эти акции. Причем эти фирмы были не только крупнейшими продавцами акции в день, следующий за тем, когда акция была ими рекомендована, — они совершили наиболее крупные покупки акции несколькими неделями раньше. Вот как они объяснили свое поведение, суть именно такова, хотя я не помню точных выражений: «У этих внебиржевых акций очень низкая ликвидность. Мы рекомендуем акцию, но наши клиенты не имеют возможности ее приобрести. Для того, чтобы помочь им, мы сначала закупаем несколько миллионов акций, а потом, после того, как клиенты, следуя нашему совету, изъявили желание стать ее владельцами, прода-

ем». Комиссия по ценным бумагам и биржам, привлеченная к расследованию, приняла объяснение, и фирмы продолжают спокойно надувать граждан. Их действия вполне легальны.

Можно неплохо зарабатывать, если не гнушаться распространенным на Уолл-стрит обычаем рекомендовать акции, от которых собирается избавиться твой самый крупный клиент или ты сам. У меня был друг, который получал деньги именно этим путем. Если я моделирую распределение вероятностей для цены на акцию и тут же несколько фирм с Уолл-стрит рекомендуют эту акцию для покупки, мне приходится вносить заметные уточнения в вычисления — в этом случае существенно увеличивается вероятность резкого падения цены.

Почему?

Предположим, несколько брокерских фирм рекомендовали своим клиентам AOL. Для меня это знак: через две-три недели спрос на акцию прекратится. Многие менеджеры показывают результат, худший, чем S&P, именно потому, что следуют аналогичной схеме: покупают акции с явно выраженным трендом и акции, демонстрирующие хорошие новости. Скорее всего, они действительно приобретают хорошую компанию, однако по наихудшей цене. И наоборот: если новости плохи и аналитики громят акцию, то, возможно, следует ее купить. Даже если компания окажется плохой, вы получите ее по хорошей цене. Затем эти акции поднимутся, пусть не сразу, а через пару недель после того, как кончатся продажи, вызванные поступившей отрицательной информацией. Важно не текущее мнение рынка об акции, но потенциально возможное изменение мнения.

По-видимому, вы не слишком высокого мнения об аналитиках с Уолл-стрит?

Вы включаете CNBC и видите, что некая компания объявила ужасные результаты и упала на 40%, на следующее утро все аналитики Уолл-стрит исключают ее из списка рекомендаций. Спрашивается, где они были днем раньше? Новости уже поступили, акция уже торгуется на 40% ниже, а они делают вид, что рекомендовали ликвидировать позицию по цене закрытия предыдущего дня, поскольку официально рынок еще не открылся. Глядя на их отчеты, можно подумать, что они советовали продавать акцию по \$50, в то время как в реальности, в момент, когда совет поступил, акции уже торговались по \$30 в предторговый период. И наоборот: если новости хорошие и еще до официального открытия торгов на бирже акция резко вырастает, аналитики советуют покупать по цене закрытия предыдущего дня и делают вид, будто совет был дан своевременно.

Интервью с Бендером может стать источником полезной информации для торговцев опционами, но к его советам коллегам мы вернемся чуть позже. А сейчас обратим внимание на мысль, лейтмотивом проходящую сквозь всю нашу беседу: ничего не принимайте на веру; оспаривайте даже те факты, о которых известно, что они неоспоримы. Этот принцип может стать силой, направляющей деятельность любого трейдера и, полагаю, любого специалиста в других областях. Блестящих результатов добивается только тот, кто задает вопросы в то время, когда остальные молчат. Один только пример: до Эйнштейна мысль о том, что время — постоянная величина, казалась настолько очевидной, что к этой области ученые и не думали обращаться. Усомнившись в общепринятой истине и установив, что традиция ошибается (а время является переменной величиной, зависящей от относительной скорости), Эйнштейн сделал величайший шаг в истории знания.

Традиционная теория опционов подразумевает, что распределение вероятностей в некий момент времени в будущем может быть описано нормальной кривой."

Многие трейдеры по-разному уточняли существующую модель. Например, участники рынка опционов нередко приходят к выводу о том, что редкие события (необычно сильный рост или падение цен, такие как крах фондового рынка 19 октября 1987 года) случаются в действительности чаще, чем можно предположить, исходя из анализа нормальной кривой, — соответственно, кривая претерпевает ряд изменений (ее «хвосты» утолщаются). Бендер, однако, пошел в своих выводах еще дальше. Он задался вопросом: допустимо ли вообще использование нормальной кривой для описания цен? Он также подверг сомнению обычай использовать единую модель для описания поведения различных рынков и акций. Пересмотрев подразумеваемую нормальной кривой гипотезу о случайном движении цен, а также подвергнув критике целесообразность применения универсальной модели, Бендер смог добиться потрясающей точности в вычислении цен на опционы.

В идеале опционы следует использовать в ситуации, когда ваши торговые ожидания не совпадают с выводами, которые делает большинство на основании стандартных моделей оценки опционов. Скажем, вы полагаете, что для данной акции в период, предшествующий мо-

* Точнее логнормальной кривой, то есть нормальной кривой для логарифмов цен на акции. Для логнормального распределения цен увеличение в x раз столь же вероятно, сколь и падение в $1/x$. Скажем, при $x = 1,25$ увеличение цены в 1,25 раз (25%) вероятно в той же степени, что и уменьшение в $1/1,25$ или 0,80 раз (20%). Логнормальная кривая описывает движение цен более точно, чем нормальная, поскольку увеличиваться цена может в любое количество раз, а уменьшаться — только на 100%. Откладывая на шкале цены, а не логарифмы цен, для достижения симметрии нормальной кривой приходится использовать отрицательные цены (невозможные в реальной практике) — именно так поступали когда-то исследователи опционов.

менту исполнения опциона, существует высокая вероятность быстрого и масштабного роста, — в этой ситуации, вместо того, чтобы покупать акцию, имеет смысл приобретать колл-опционы не при деньгах. (Данная стратегия оказывается более выгодной с точки зрения соотношения прибыль/риск. Колл-опционы не при деньгах стоят недорого, поскольку на момент исполнения контракт не обесценится лишь в том случае, если цена резко вырастет.)

Другой пример. Предположим, ожидается некое событие, которое может оказаться как медвежьим, так и бычьим сигналом для акции. Однако вы уверены, что если сигнал будет бычьим, цена не станет медленно подниматься, а резко пойдет вверх. Напомним, что стандартная модель оценки опционов всегда приписывает небольшому росту цены большую вероятность, чем существенному росту. Итак, если ваше предположение верно и еще не учтено рынком в господствующих ценах на опционы, вы получаете возможность выстроить выгодную сделку с опционами. Скажем, имеет смысл продать колл-опцион при деньгах, а на премию купить большее количество дешевых колл-опционов не при деньгах. В случае падения цен вы останетесь при своем, в случае небольшого роста — фиксируете небольшой убыток, но в случае высокого роста получите огромную прибыль.

Трейдера, решившему торговать опционами, следует прежде всего составить четкое представление о распределении вероятностей движения акции к различным ценовым уровням. Если полученный результат отличается от ожиданий большинства основанных на анализе нормальной кривой распределения и использовании стандартной модели оценки опционов, вы получаете возможность применить торговую стратегию, обладающую высоким потенциалом успеха, при условии, разумеется, что ваши выводы не являются случайными догадками.

... НОВОЕ О ДЖОНЕ БЕНДЕРЕ ...

В 2000 году, после аневризма мозга, случившегося у Бендера несколькими месяцами раньше, фонд Бендера был закрыт. В течение 2000 года, в то время, как фондовые рынки неуклонно ползли вниз (S&P 500 упал на 10%, Nasdaq — на 39%), фонд демонстрировал удивительные результаты: прибыль составила ни много ни мало 269%.

Закрыв фонд, Бендер посвятил все силы и время сохранению тропических лесов Коста-Рики. На прибыль, полученную на фондовом рынке, он организовал заповедник величиной около 5 000 акров. К огромной радости Бендера не так давно наметилась тенденция к увеличению численности животных — обитателей заповедника. Говоря о браконьерах, он замечает: «Наша территория патрулируется, а в радиусе 30 миль — неохраемые земли, так что у нас им нечего делать». Следующий планируемый Бендером шаг — заселение заповедника дикими видами, находящимися на грани вымирания. По словам Бендера, единственным стимулом возвращения к торговле является желание поддерживать свое начинание в Коста-Рике. Он рассчитывает в ближайшее время начать торговать, однако, сообразуясь с медицинскими показаниями, собирается заметно снизить интенсивность работы.

Мне бы не хотелось будить неприятные воспоминания, но я не знаю, как избежать этой темы. Если вопрос покажется вам неуместным — не отвечайте. Аневризм случился в то время, когда вы торговали на рынке?

Как ни странно, он произошел, когда я отдыхал в Коста-Рике. Тогда я увидел в этом перст свыше. Потом я прочел, что аневризм, как правило, случается в период, следующий за сильным нервным напряжением, а не в сам момент стресса. Скажем, он чаще происходит в выходные, чем в будни.

Насколько я знаю, фонд был закрыт примерно через полгода после того, как произошел انهаризм. Вы чувствовали себя в силах заниматься делами фонда во время ликвидации или служащие сами постепенно закрывали позицию за позицией?

Примерно через месяц после приступа я смог опять изучать рынок и оценивать портфель с точки зрения управления риском. Правда, торговать я почти не мог, потому что с речью были проблемы. Я не мог взять трубку и разместить торговый приказ, поскольку человек на другом конце провода меня бы не понял, и, кроме того, я сам стеснялся своей неразборчивой речи. Но я мог общаться со своей женой Энн, а она передавала послание адресату.

Ваше состояние, с точки зрения врачей, оставалось весьма тревожным. Почему вы так быстро вернулись к деятельности, требующей крайнего напряжения сил?

У фонда были открыты позиции огромных объемов. Я чувствовал себя обязанным наблюдать за ними, чтобы ликвидация прошла должным образом. Как выяснилось, в период, предшествовавший закрытию фонда — во втором и третьем квартале 2000 года, — на рынках произошло несколько важных событий, которые я предвидел, и нашему фонду удалось получить огромную прибыль.

Вы бросили торговлю на рынке из-за анеаризма?

Он стал сигналом того, что мой образ жизни нуждается в серьезном пересмотре. Я понял, что торговать по двадцать часов в день и спать в будни по два часа — режим, неподходящий для человека, который хочет продолжать оставаться дееспособным. Примерно в это же время у одного из моих друзей случился инфаркт — ему был всего сорок один год, и он тоже работал трейдером. Кроме того, меня все больше увлекала деятельность по сохранению тропических лесов в Коста-Рике. Я чувствовал, заповедник — мое настоящее призвание. Так что

решение уйти из торговли сложилось из нескольких факторов.

Это окончательное решение или в будущем вы думаете снова вернуться в торговлю?

Если бы вы задали свой вопрос в момент, когда фонд ликвидировался, я ответил бы: «Да, окончательное». Но, как выясняется, поручиться нельзя даже за самого себя.

Вы снова открыли позиции на фондовом рынке?

Нет, но пару недель назад я начал серьезно изучать рынок. Если я опять начну торговать, рабочий режим будет щадящим: только американская временная зона, никакого 24-часового торгового дня.

За время, прошедшее с нашей первой беседы, рынок заметно упал. Как вы оцениваете сложившуюся ситуацию?

Если бы я не боялся показаться вашим читателям излишне высокомерным, я бы сказал, что в то время, когда давал первое интервью, я предвидел нечто подобное.

Что именно?

То, о чем все время говорил Уоррен Баффет. Если компании используют новые технологии, это не значит, что они непременно получают прибыль. Баффет очень верно сказал, что в свое время многие авиакомпании потерпели крах, хотя самолет — великое изобретение, которое использует масса людей. Точно так же разорились многие производители автомобилей, хотя у каждого из нас есть машина. На последних стадиях бычьего рынка нам со всех сторон кричали: инвестируйте в интернет! Интернет перевернет мир! Согласен, интернет перевернет мир, но кто сказал, что в него стоит инвестировать?

Кроме того, на рынке имело место образование кольца положительной обратной связи: рост цен на акции

интернет-компаний вызвали новые покупки акций интернет-компаний, обуславливавшие новый рост, и так далее. Такая ситуация могла длиться до тех пор, пока не начнет образовываться кольцо отрицательной обратной связи. Обратите внимание на судьбу IPO на последних стадиях бычьего рынка. Компании, владеющие компьютерным оборудованием стоимостью \$10 млн. и работающие в сфере, где, в принципе, преуспеть может каждый, продавались с капитализацией, равной \$4 млрд. Как только люди начинают платить миллиарды за компанию, для организации которой требуется миллион, еще двадцать умников организуют еще двадцать таких же компаний. Именно так и случилось.

Очевидно, что сочетание безумно раздутых цен с простотой вхождения в сектор оказало медвежье действие на интернет-компаниях. Но почему кризис интернет-компаний привел к коллапсу всего рынка в целом?

Потому что благодаря интернету новичку стало намного легче организовать бизнес во многих отраслях экономики. Во всех случаях, когда развитие бизнеса не связано с наличием интеллектуальной собственности, количество конкурентов не ограничено. Сегодня каждый может организовать web-сайт и продавать ту же продукцию, что и крупная компания с развитой инфраструктурой. Вместо отдела маркетинга с успехом используется интернет. Вместо дистрибьюторов используются интернет-магазины. Кроме того, благодаря интернету покупателю стало легче искать товар и покупать по выгодной для себя цене. Если только компания не производит продукцию, связанную с использованием интеллектуальной собственности, рано или поздно ее прибыль сравняется с нулем.

Вы полагаете, что рынок и дальше будет падать, не смотря на то, что цены в настоящее время опустились намного ниже максимума 2000 года? Каковы ваши долгосрочные оценки рынка?

Являются ли акции на текущем рынке корректно оцененными, как это бывало на минимумах прочих медвежьих рынков? Нет, но я и не жду, что этот медвежий рынок завершится тем же, чем кончились его предшественники, а именно — падением цен к крайне низким уровням. Этого не случится, ведь в наше время рынок постоянно подпитывается за счет новых денег, инвестируемых в финансовые инструменты. Следует учитывать демографический фактор. Мы приближаемся к моменту, когда поколение бэби-бума достигнет расцвета карьеры и максимума доходов. В то же время их расходы уменьшатся: кредиты за жилье выплачены, дети окончили учебу и образовали собственные семьи. Подобное сочетание тенденций приведет к высвобождению огромных сумм денег, которые должны будут куда-нибудь инвестироваться. Сейчас многие люди предпочитают держать сбережения в наличных: фондовый рынок внушает страх. Но наличные не приносят прибыль. Очевидно, что скоро инвесторы снова начнут покупать акции, чтобы обеспечить себе возможную прибыль.

ДЭВИД ШОУ

ЧИСЛЕННЫЕ МЕТОДЫ В ТОРГОВЛЕ

Водном из небоскребов, стоящих в центре Манхэттена, расположился офис компании, в которой сотрудничают лучшие математики, физики и программисты страны. Дэвид Шоу собрал их здесь с одной целью: использовать лучшие умы для получения стабильной прибыли на мировых финансовых рынках. Сегодня для торговли тысячами акций (а также связанными с ними финансовыми инструментами — опционами, конвертируемыми облигациями и пр.) на рынках более чем десяти стран в компании D.E. Shaw (названной в честь своего основателя) применяют множество сложнейших взаимосвязанных математических моделей. Цель разрабатываемых здесь торговых стратегий — получать прибыль за счет расхождения цен, избегая риска, связанного с направленными движениями на рынке акций и прочих финансовых рынках (рынке валют и рынке процентных ставок).

О секретности, соблюдаемой Шоу в отношении информации об используемых компанией торговых стратегий, среди сотрудников ходят легенды. При поступлении в штат с новичка берут подписку о неразглашении служебной тайны, но даже внутри самой фирмы каждый работник имеет понятие только о том участке торговли, за который непосредственно отвечает. Зная эту

особенность фирмы, я не решался задавать Шоу вопросы, непосредственно касающиеся его торговых методов. Хотя мне казалось, что Дэвид Шоу мог бы согласиться поделиться некоторыми менее значимыми сведениями, а именно:

- Описать стратегии, применявшиеся в прежние годы и признанные неподходящими в данный момент.
- Назвать области математики, изучение которых необходимо для разработки торговых стратегий, аналогичных его собственным.
- Какие аномалии рынка, позволившие в свое время получить прибыль, в настоящее время не существуют — имея в виду, разумеется, только те факты, о существовании которых уже отлично осведомлены конкуренты.

Между тем, даже эти вполне невинные вопросы были встречены с вежливой холодностью. Уклончивые ответы Шоу в целом сводились к одному, вслух, впрочем, не высказанному: «Мне не хотелось бы вдаваться в подробности из опасения, что конкуренты, готовые ухватиться за каждый намек, извлекут для себя пользу из нашей беседы».

Главная из торговых программ Шоу, запущенная в 1989 году, неизменно давала стабильную прибыль. За одиннадцать лет существования ее среднегодовой прирост капитала с учетом реинвестиций торговых прибылей и с учетом комиссионного вознаграждения составил 22%, уровень риска при этом оставался минимальным. За весь описываемый период наибольшее падение капитала с максимума до последующего минимума равнялось всего 11% — замечу, что в течение последующих четырех месяцев убыток был полностью компенсирован.

Каким образом Шоу удавалось более десятилетия получать прибыль как на бычьем, так и на медвежьем

рынке? Шоу не рассказал мне об этом, во всяком случае, не обозначил специфики ни одной из своих торговых стратегий. И все же, основываясь на его замечаниях, а также на информации, которую удалось прочитать «между строк», можно составить хотя бы приблизительное представление о методах торговли, принятых в компании. Нижеследующие параграфы — напомним, что во многом они строятся на чистых догадках, — призваны дать читателю некоторое представление о методах Шоу.

Начнем с торгового метода, известного среди специалистов под названием «классический арбитраж». Сам Шоу не использует приемов классического арбитража, однако именно эта концепция, скорее всего, послужила отправной точкой его поисков. Классический арбитраж — это безрисковая сделка, состоящая в одновременной покупке и продаже одной и той же ценной бумаги (или товара) по разным ценам, дающая возможность фиксировать свободную от риска прибыль. Вот пример классического арбитража: мы покупаем в Нью-Йорке золото по \$290 за унцию и одновременно продаем то же количество золота в Лондоне по цене \$291 за унцию. К сожалению, в наш век компьютеризации и мгновенной коммуникации возможности классического арбитража практически исчерпаны.

«Статистический арбитраж» расширяет понятие классического арбитража, заменяя одновременную продажу и покупку *идентичных* финансовых инструментов, позволяющую *фиксировать* прибыль, на продажу и покупку *тесно связанных* друг с другом финансовых инструментов — сделка в этом случае обуславливает увеличение *вероятности* прибыли. В статистическом арбитраже каждая отдельная сделка уже не обязательно является выигрышной — она становится звеном в цепи, ведущем к победе. Трейдер, занятый статистическим арбитражем, может проигрывать на многих позициях, но в долгосрочной перспективе

он остается в прибыли при условии, разумеется, что вероятностные характеристики и расходы на транзакции сделок были подсчитаны правильно. Хорошей аналогией может послужить игра на рулетке, рассматриваемая с точки зрения владельца казино: шансы выигрыша на каждом конкретном повороте колеса у казино только слегка превышают 50%, и все же законы теории вероятности диктуют неизбежность прибыли казино в долгосрочной перспективе.

Статистический арбитраж существует в нескольких разновидностях. Рассмотрим всего один пример: торговлю парой акций. Для иллюстрации принципов статистического арбитража мы выбрали этот тип сделок, поскольку, во-первых, его несложно описать и понять и, во-вторых, именно его широко использовала в своих стратегиях торговая группа Morgan Stanley, где до момента основания собственной фирмы работал Шоу.

Торговля парой акций представляет собой процесс, состоящий из двух этапов. Прежде всего на основании исторических данных выявляются пары акций, цены на которые движутся параллельно. Далее проводится мониторинг каждой из пар и определяются моменты расхождения цен. В случае если между двумя акциями в паре существует статистически значимое расхождение цен, сильнейшая акция в паре продается, а слабейшая покупается. Идея, лежащая в основе стратегии, такова: цены тесно связанных одна с другой акций имеют тенденцию к сближению. Таким образом, если данная теория верна, торговля парами акций дает преимущество над рынком и оказывается эффективной в долгосрочной перспективе, несмотря на то, что в ходе каждой конкретной сделки инвестор может с большой вероятностью проиграть.

Прекрасное описание основ торговли парами акций и тестирование результатов одной из стратегий этого типа было дано в научной работе, опубликованной в

1999 году профессорами Школы менеджмента Йельского университета.*

На материале данных за 1963-1997 годы исследователи показали, что описываемая стратегия на основе торговли парами акций продемонстрировала статистически значимую эффективность при относительно низкой волатильности. Иными словами, если рассматривать весь двадцатипятилетний период в целом, следует признать, что стратегия на базе торговли парами акций показывает большую прибыль при меньшем риске (волатильности), чем S&P 500. В последние годы, однако, торговля парами акций оказалась менее эффективной: за четыре года — с 1994 по 1997 — ее прибыль почти сравнялась с нулем. Одно из возможных объяснений этому факту — растущая популярность стратегий такого типа среди различных торговых компаний (включая, в частности, фирму Шоу), практически уничтожившая возможность получения торговой прибыли.

Каким образом торговая тактика Шоу связана с принципами торговли парами акций? Скорее всего, в основу его торговых систем также положен механизм выявления акций, недооцененных по сравнению с другими акциями. Впрочем, на этом сходство заканчивается. Сложнейшие торговые методы Шоу заметно разнятся с системой простого статистического арбитража. В приведенном ниже далеко не полном списке я попытался суммировать качества, характерные для стратегий, принятых в компании D.E. Shaw:

- Каждый торговый сигнал, в отличие от простых систем, базируется на показаниях двадцати, а то и больше, индикаторов.
- Любая из используемых методологий по своему устройству более сложна, чем торговля парами

Evan G. Gatev, William N. Goetzmann, and K. Geert Rouwenhort. Pairs Trading: Performance of a Relative Value Arbitrage Rule. National Bureau of Economic Research Working Paper No. 7032; март 1999.

акций. В основе некоторых из них также может лежать изучение дивергенций между имеющими определенную корреляцию акциями, однако специалисты компании Шоу едва ли станут тратить время на анализ взаимоотношений двух акций — их будет интересовать структура, включающая множество связанных одна с другой ценных бумаг.

- Стратегии, принятые Шоу, предполагают проведение торговых операций на мировых рынках, а не только на рынке США.
- Стратегии нацелены как на торговлю акциями, так и на сделки с производными финансовыми инструментами: варрантами, опционами и конвертируемыми облигациями.
- Одной из задач компании является установление определенного баланса инвестиций, позволяющего защитить портфель от влияния общего рыночного тренда. С этой целью размеры позиций уточняются в соответствии с такими факторами, как различная волатильность разных ценных бумаг, а также корреляция акций в портфеле.
- Балансировка портфеля проводится не только для защиты от влияния движения цен на широком рынке, но и для смягчения отрицательных последствий скачков валютных курсов и изменения процентных ставок.
- Используются стратегии открытия и закрытия позиций, позволяющие минимизировать расходы на проведение транзакций.
- Все используемые стратегии и модели проходят постоянный мониторинг в реальном времени. Изменение одного из элементов торговли может существенным образом отразиться на состоянии всех остальных элементов. Так, поданный одним из индикаторов сигнал к покупке лота акций и продаже другого лота акций влечет

необходимость пересмотра баланса портфеля в целом.

- Торговая модель является динамичной, то есть меняется с течением времени, проходя «настройку» в соответствии с меняющимся состоянием рынка: одни методы прогнозирования признаются негодными или пересматриваются, другие, напротив, включаются в работу.

Я не знаю и, боюсь, не узнаю, насколько данное описание торговых систем Шоу соответствует реальности. Полагаю, однако, что оно до некоторой степени объясняет, почему компания в то или иное время проводит определенные сделки.

Предпринимательские способности Дэвида Шоу обнаружили очень рано. Уже в возрасте двенадцати лет ему удалось собрать у друзей около \$100 на съемку фильма ужасов. Так как дело происходило в Лос-Анджелесе, то в ближайшем окружении нашлось несколько взрослых, согласившихся бесплатно помочь со спецэффектами и пленкой. Согласно проекту, фильм должен был демонстрироваться соседским детям по цене 50 центов за билет. К сожалению, затея сорвалась: лаборатория, проявлявшая ролик, потеряла пленку. Учась в старших классах, Дэвид затеял производство модных галстуков. Была куплена швейная машинка и наняты одноклассницы, готовые стать швеями. На этот раз неудачным оказался маркетинг: Шоу и его друзья обошли множество магазинов, так и не сумев продать свой товар.

Впрочем, первое его серьезное деловое начинание увенчалось успехом. Готовясь к защите диссертации в Стэнфорде, он взял двухгодичный отпуск и организовал компанию, занятую разработкой компиляторов (компьютерных кодов, позволяющих перевести инструкции, написанные на языке пользователей, в инструкции на машинном языке). Предприятие оказалось чрезвычайно прибыльным, но и с ним пришлось

в скором времени расстаться: научный руководитель дал понять Шоу, что получить Ph.D., отдавая половину времени работе на стороне, будет невозможно. Дэвид продал компанию и продолжил в Стэнфорде работу над Ph.D. Он говорит, что никогда не собирался бросать диссертацию ради коммерческой деятельности. «В то время мне было крайне важно окончить университет», — объяснил он. «Чтобы пользоваться авторитетом в среде высококлассных программистов, надо работать на кафедре в одном из лучших университетов или хотя бы, имея Ph.D., быть сотрудником какой-нибудь известной научной лаборатории».

Докторская диссертация Шоу «Алгоритм поиска в реляционных базах данных» подводила теоретические основы под идею создания компьютеров с несколькими параллельными процессорами. Одна из доказанных в работе теорем гласила: существует широкий круг задач, для решения которых теоретическое преимущество компьютеров с множеством процессоров над компьютерами с единичным процессором возрастает пропорционально объему задачи. Применение теоремы в компьютерной практике очевидно: достижение значимых успехов в развитии компьютерных технологий невозможно без использования компьютерных систем с параллельными процессорами.

Достижения Шоу позволяют поставить его в ряд блестящих специалистов сразу в нескольких областях. Компания D.E. Shaw, успешно занимаясь торговлей на фондовом рынке, в то же время явилась основательницей целого ряда других фирм. Пожалуй, наиболее известная из них — Juno Online Services, второй по величине (после American Online) мировой провайдер интернет-услуг по телефонным линиям. Juno была организована в 1999 году как публичная компания; в настоящее время она торгуется на Nasdaq (торговый символ: JWEB). D.E. Shaw также явилась основателем DESoFT, финансовой технологической компании, проданной Merrill Lynch, —

приобретение, позволившее Merrill Lynch заняться оказанием торговых услуг через интернет. FarSight, фирма, оказывающая брокерские услуги через интернет, и компания D.E. Shaw Financial Products — еще одни, затеянные D.E. Shaw и затем проданные деловые начинания.

Будучи организатором нескольких успешно функционирующих фирм, компания D.E. Shaw в то же время является организацией, обеспечившей начальный капитал Schrodinger Inc. (где сам Шоу является председателем совета директоров) и Molecular Simulations Inc. — двум фирмам, в настоящее время лидирующим в области разработки программного обеспечения для химической промышленности. Данные инвестиции явились следствием уверенности Шоу в том, что производство новых лекарственных средств, равно как и новых материалов, в наши дни перемещается из химических лабораторий в компьютерные. Шоу считает, что процесс создания новых лекарств будет ускорен за счет использования принципиально иных типов компьютеров и программ — революция, в которой сам он надеется принять непосредственное участие.

Думаю, что, подсчитав количество часов, необходимых Дэвиду Шоу для того, чтобы совмещать все эти виды деятельности, мой читатель уже мысленно восклицает: позвольте, да когда же этот человек спит? Скажу честно: не представляю. Знаю только, что у него хватает сил еще и на политическую карьеру: Шоу участвует в работе Комитета советников президента Клинтона в области науки и технологии (Committee of Advisors on Science and Technology), а также является председателем Отделения образовательных технологий (Panel on Educational Technology).

Приемная в D.E. Shaw — полупустое кубическое пространство, разделенное прямоугольниками перегородок, подсвечиваемых откуда-то изнутри солнечными лучами, проходящими сквозь цветное стекло, — больше всего напоминает зал выставки современного искусства. Не-

многословное, аскетическое и неброское архитектурное решение призвано, по-видимому, подчеркнуть приверженность компании самым современным технологиям.

Наша беседа состоялась в кабинете Шоу — просторной комнате с высоким потолком и идущими вдоль двух стен широкими окнами, открывающими вид на южную и западную оконечности Манхэттена. Шоу, должно быть, — увлеченный собиратель кактусов, во всяком случае, этими растениями заставлены все подоконники, а один экземпляр величиной с дерево стоит в особой кадке в углу. Центр кабинета занимает необычной пятиугольной формы стол, часть которого приспособлена для работы с документами, другая, очевидно, используется во время заседаний. Мы с Шоу расположились друг напротив друга на той половине пятиугольника, за которой проходят общие собрания.

Ваша карьера началась с разработки суперкомпьютеров. Не могли бы вы рассказать об опыте работы в этой сфере?

Со времен колледжа мне не давала покоя идея исследования человеческой мысли — тех черт, которые отличают мыслительный процесс от функционирования компьютера. Когда я учился на старших курсах в Стэнфорде, мне захотелось разработать машину, которая действовала бы наподобие мозга, то есть, в отличие от обычных компьютеров, имеющих один очень быстрый процессор, состояла бы из огромного числа очень медленных процессоров — нейронов, — функционирующих одновременно.

Кто-нибудь кроме вас в то время занимался разработкой параллельных суперкомпьютеров?

К тому времени существовало немало великолепных научных работ, исследующих проблему параллельных компьютеров, однако все они предлагали строить си-

стему из восьми-шестнадцати процессоров. Я же хотел задействовать миллионы процессоров, каждый из них должен был быть наделен очень небольшим объемом памяти. Игра стоила свеч. Хотя процессоров было больше, они оказывались меньше и дешевле. Кроме того, теоретически, для некоторых типов задач, скорость решения могла превысить скорость самых мощных из существовавших компьютеров. Сказать по правде, в тот момент кое-кто уже заинтересовался этой проблемой — скажем, некоторые ученые, которые занимались исследованием визуальных компьютерных технологий, но в целом эта область не пользовалась большой популярностью в среде программистов.

Вы сказали, что решили устроить свой компьютер наподобие мозга. Нельзя ли уточнить это определение?

В то время одним из основных препятствий к увеличению скорости работы компьютера являлся феномен, получивший название «бутылочного горлышка фон Ньютмана». Традиционная схема компьютера фон Ньютмана (названная по имени своего создателя Джона фон Ньютмана) имела единственный центральный процессор (CPU), соединенный с единственным блоком памяти. Изначально оба блока идеально подходили друг другу по объемам и скорости. Однако с течением времени процессоры становились быстрее, а блоки памяти больше, поэтому связь между блоками — время, которое требовалось CPU, чтобы достать из памяти информацию, совершить вычисления и затем поместить результаты обратно в память, — все больше напоминала узкое бутылочное горлышко, препятствующее протеканию жидкости.

Такое «бутылочное горлышко» не существует в мозгу, поскольку память хранится здесь в миллионах разных блоков, соединенных друг с другом огромным количеством связей. Хотя мы не до конца понимаем принцип работы мозга, нам точно известно, что все вычисления

проходят на самом близком расстоянии от блоков памяти. Очевидно, что мышление и запоминание взаимодействуют в мозге намного теснее, чем в традиционной машине фон Н്യюманна. В своей работе я исходил из того, что компьютер, имеющий множество крохотных блоков памяти, каждый из которых соединен с особым процессором, не должен подпадать под действие эффекта «бутылочного горлышка».

Насколько я понимаю, в то время еще не существовало технологических разработок, необходимых для создания подобной машины.

Они только-только появлялись. Я защитил Ph.D. в 1980 году. К тому времени, как я пришел на факультет в Колумбийском университете, появилась возможность поместить несколько самых простых и маленьких процессоров в одну микросхему. Мы первыми стали исследовать возможность построения микросхемы, содержащей несколько настоящих многобитных компьютеров. В то время в одну микросхему нам удалось поместить восемь восьмибитных процессоров. Сегодня в микросхему можно поместить 512 или даже 1024 таких процессора.

В те дни к разработке суперкомпьютеров уже приступил Крей. Ваш подход к проблеме отличался от его методов?

Я думаю, что Сеймур Крей — величайший из разработчиков однопроцессорных суперкомпьютеров. Он знаменит постоянными прорывами в область новых технологий. Для каждой новой модели компьютера он применял особый, ранее не использовавшийся в компьютерах тип полупроводников, вентиляторов, проводов. Его причисляют также к лучшим создателям компьютеров, но, на мой взгляд, его талант — сочетание отличных инженерных способностей и технологической оригинальности. Он блестящий специалист в области

высокоскоростных *технологий*, а я был занят, в первую очередь, *архитектурой* — изобретением принципиально новых *типов* компьютеров.

Вы сказали, что увлечение компьютерами началось в вашем случае с изучения принципов работы человеческой мысли. Как вы полагаете, существует теоретическая возможность создать думающий компьютер?

С точки зрения теории я не вижу к этому никаких препятствий.

Значит, Hal* в 2001 году — это не научная фантастика?

В этой области невозможно ничего гарантировать, но я думаю, что до некоторой степени такие предсказания могут сбыться. В то же время, если речь идет о создании по-настоящему «умных» машин, скорее всего, их появления не следует ожидать в ближайшее время.

Но вы полагаете, что теоретически такая машина может существовать? Компьютер может обладать самосознанием?

Я не очень понимаю, что является «самосознанием» компьютера, так же, как не совсем понимаю, что имеется в виду под самосознанием человеческого существа. Я просто хочу сказать, что когнитивные процессы могут протекать не только в гидрокарбонной среде, аналогичной человеческому организму. Очевидно, что мы до сих пор не имеем четкого понятия о том, как именно думает человек, однако, скорее всего, нас с вами можно рассматривать как весьма любопытную коллекцию высокоорганизованных взаимодействующих друг с другом молекул. Я пока не встречал научно обоснованных доказательств, что феномен мысли появляется только в

Персонаж «Космической Одиссеи» С. Кубрика — компьютер, обладающий человеческим разумом — прим, переводчика.

системе молекул, организованной тем самым образом, какой установился в результате эволюции.

Вы пытались применить свои теоретические построения на практике и собрать работающую модель суперкомпьютера?

Да, хотя и в уменьшенном масштабе. Получив Ph.D., я пришел на факультет вычислительной техники Колумбийского университета. Мне повезло: мы подписали многомиллионный контракт на проведение исследовательских работ с АКРА (Комитет перспективных научных исследований Департамента обороны США, известного прежде всего созданием ARPAnet — предшественника интернета). Этот грант позволил мне собрать команду из тридцати пяти ученых и построить уменьшенную работающую модель параллельного компьютера. Машина была очень маломощной, но с ее помощью можно было протестировать наши идеи и собрать данные, необходимые для вычисления скоростей, возможных на полномасштабных суперкомпьютерах, созданных в соответствии с аналогичными принципами.

Вы решили, кому будут принадлежать авторские права в случае, если попытки создания суперкомпьютера увенчаются успехом?

Сначала мы об этом не думали. Когда было завершено строительство модели, стало понятно, что для создания полномасштабного варианта потребуется еще \$10-20 млн. — такие деньги правительство едва ли согласилось бы выделить на финансирование исследования. Так что мы принялись искать начальный капитал, чтобы самим организовать компанию. Хотелось заработать, но, кроме того, нам было важно продвинуть свои научные разработки.

Вы знали людей, которые так же, как вы, были заняты созданием суперкомпьютеров, основанных на принципах параллельно работающих процессоров?

Было несколько групп, придумавших многопроцессорные машины, состоящие из относительно небольшого числа процессоров, но в то время, когда мы сделали свою уменьшенную модель, людей, которые разработали бы мощный параллельный суперкомпьютер на базе принципов, сходных с нашими, не существовало.

Вам удалось найти начальный капитал?

Нет, во всяком случае в первые несколько месяцев поисков, а потом моя жизнь приняла совсем иной оборот. Не знаю, что было бы, не брось я эту затею: смогли бы мы найти человека, готового рискнуть несколькими десятками миллионов долларов ради воплощения крайне ненадежного, с общепринятой точки зрения, бизнес-плана? Судя по реакции, которую встречали наши первые попытки собрать начальный капитал, предприятие имело мало шансов на успех. А с моей карьерой дело обстояло следующим образом: как только стало известно, что я частным образом занимаюсь изучением рынка опционов, поступило предложение принять на себя руководство крайне интересной исследовательской группой в Morgan Stanley. К тому моменту я уже почти не сомневался в неудачном исходе попыток набрать сумму денег, достаточную для организации серьезной компании, занятой разработкой суперкомпьютеров. Так что, как только Morgan Stanley предложили мне контракт — по тем временам он казался мне необыкновенно выгодным, — я сбежал на Уолл-стрит.

До этого момента вам приходила в голову мысль начать работать на финансовых рынках?

Ни разу.

Я читал, что ваш отчим был экономистом и что именно он познакомил вас с теорией эффективно-

го рынка.' Явилась ли эта усвоенная в относительно юном возрасте информация причиной проявившегося позднее нежелания разрабатывать стратегии, позволяющие опередить рынок? Кстати, ваш отчим до сих пор верит в теорию эффективного рынка? Его не смущают отчеты о прибылях вашей компании?

Мой отчим действительно первым рассказал мне о том, что почти вся, если не вся, известная большинству участников рынка информация о данной компании уже отражена в ее текущей рыночной цене, но я сомневаюсь в том, что он считал, будто опередить рынок *невозможно*. Сведения, полученные от него, скорее, заставили меня с некоторым скептицизмом относиться к идее «победы над фондовым рынком»; в то же время он никогда не говорил, что отсутствие аргументов, опровергающих гипотезу эффективного рынка, означает, что эта гипотеза — непреложная истина.

Собственно говоря, доказать это действительно невозможно. Единственное, что исследователь в состоянии сделать, — путем тестирования установить, что специфическая стратегия не эффективна в реальности. Не существует способов, позволяющих установить, что стратегий, способных «побить» рынок, нет.

Совершенно верно. Так вот я и рос в убеждении, что опередить рынок не то чтобы невозможно, но крайне трудно. Даже сейчас я каждый раз с удивлением обнаруживаю, до какой степени, оказывается, эффективны рынки. Было бы замечательно, если бы получить необычно большую прибыль мог человек, идентифицировавший на исторических данных конкретной акции некий по-

* Теория, существующая в трех вариантах: (1) слабая форма — прошлые ценовые данные не могут использоваться для предсказания будущих цен; (2) полусильная форма — текущие цены отражают известную большинству участников рынка информацию; (3) сильная форма — текущие цены отражают всю информацию, вне зависимости от того, известна она большинству участников рынка или нет.

вторяющийся рисунок. К сожалению, большинство «достижений» так называемых технических аналитиков, рисующих уровни сопротивления и поддержки или фигуры типа «голова и плечи», опровергаются результатами серьезных эмпирических исследований.

Возможно, многие из этих фигур не проходят тестирования, поскольку не существует их объективных определений. Вы опишете фигуру «голова-плечи» одним способом, я — другим. Собственно говоря, для большинства фигур теоретически существует бесконечное число возможных дефиниций.

Великолепная мысль. Отсутствие четких определенных тестируемых гипотез — это и есть один из признаков лженауки. Но даже если протестировать только те из фигур, относительно которых людям, называющих себя «техническими аналитиками», удалось сойтись во мнении, окажется, что такие фигуры не имеют абсолютно никакой прогностической силы. Меня всегда удивляло, что даже самые уважаемые фирмы на Уолл-стрит имеют среди сотрудников по несколько таких предсказателей, хотя получаемые ими результаты сравнимы по ценности разве что с гороскопами.

Но послушайте, я беседовал с множеством трейдеров, ориентированных исключительно на технический анализ: их блестящие результаты не могут объясняться простым совпадением.

Я думаю, многое зависит от того, что именно человек понимает под «техническим анализом». Исторически сложилось, что большинство людей, пользующихся этим термином, принадлежат к мощному лагерю приверженцев псевдонаучных теорий «голова-плечи-сопротивление-поддержка». В наше время люди, занятые серьезной научной работой в области финансов, как правило, именуют себя «квантитативными аналитиками» — некоторые из этих ученых действительно суме-

ли обнаружить ряд присущих рынку аномалий. Следует помнить, впрочем, что как только сведения об этих аномалиях становятся достоянием гласности, аномалии исчезают, поскольку их начинает использовать все больше людей. Один из ведущих специалистов в этой области — Эндрю Лоу из MIT. Именно он идентифицировал многие из исторически отмеченных аномалий и поместил свои результаты в печати. Если вы побеседуете с ним, он расскажет, что, во-первых, аномалии с течением времени исчезают и, во-вторых, их исчезновение, скорее всего, частично связано с торговой деятельностью фирм наподобие нашей.

Приведите пример рыночной аномалии, некогда существовавшей, но исчезнувшей благодаря тому, что сведения о ней стали достоянием гласности.

Мы не сторонники разглашения информации этого рода. В нашем деле знать, что именно *не работает*, не менее важно, чем знать, что работает на рынке. Таким образом, если нам пришлось, потратив немалые средства — а именно так и устанавливается «смерть» аномалий, описанных в литературе, — осознать, что некое явление перестало существовать, мы меньше всего хотим рассказывать о своем открытии конкурентам, которые в этом случае смогут совершенно бесплатно узнать, что не стоит концентрировать усилия на разработке того или иного материала.

Люди, которые публикуют исследования о рыночных аномалиях в финансовых газетах и журналах, являются учеными-теоретиками или некоторые из них сами торгуют на фондовых рынках?

Бывает, что исследователи, занятые торговлей на рынке, публикуют часть полученных результатов в периодических изданиях, например, в *Journal of Portfolio Management*, но, как правило, ученые-теоретики делятся своими достижениями *более* охотно, чем трейдеры.

Зачем человеку, торгующему на рынке, предавать гласности информацию, способную принести реальную пользу?

Это очень любопытный вопрос. По целому ряду причин огромное большинство высококлассных работ, появляющихся в научных изданиях, не может быть использовано на практике для получения прибыли. И, наоборот, подавляющее большинство ценнейших исследований, скорее всего, никогда не будет опубликовано. Существует, однако, несколько успешных квантитативных трейдеров, которые время от времени публикуют свои результаты, несмотря на то, что в их интересах, возможно, лучше было бы промолчать. Мой любимый пример — Эд Торп, настоящий пионер в этой области. Он начал свою работу задолго до того, как похожие идеи пришли в голову остальным. Эд с чрезвычайной легкостью делился сведениями о разработанных им за эти годы прибыльных стратегиях — как в финансовой области, так и вне ее. Он придумал, как обыграть казино в «блэк-джек», и немедленно опубликовал свою книгу «Обыграй крупье». Потом он нашел способ опередить рынок и издал книгу «Обыграй рынок», где с присущей ему профессиональной четкостью объяснял, как извлекать преимущества из некоторых существовавших в то время рыночных аномалий. Ясное дело, что публикация книги привела к исчезновению описанных аномалий.

Устранение аномалий в карточной игре выразилось в том, что казино установили систему нескольких колод?

Я не специалист по «блэк-джеку», но, насколько я знаю, игорные заведения не только приняли особые меры, изменив правила игры, но и стали с подозрением относиться к посетителям, «читающим карты», — их стали просто-напросто выставлять из заведений.

Я знаю, что возможности классического арбитража в наши дни исчерпаны. Сделки этого рода еще существовали в те времена, когда вы начинали работать?

Даже тогда возможности классического арбитража были крайне ограниченными и появлялись очень редко. Время от времени удавалось совершить несколько небольших по объему сделок с близко связанными финансовыми инструментами, благодаря которым компания фиксировала свободную или почти свободную от риска прибыль. Бывало даже, что сделки, входившие в одну арбитражную стратегию, проводились с разными отделениями одной и той же крупной финансовой организации — ситуация, невозможная в случае, если организация использует эффективные методологии, позволяющие осуществлять интегрированное управление всем множеством позиций. Но сделки такого рода даже в те времена совершались крайне редко, а сегодня их практически невозможно осуществить.

Не стало ли появление новых компьютерных технологий, значительно облегчивших поиск рыночных аномалий, причиной исчезновения части ранее существовавших аномалий? Не стало ли этих аномалий меньше в наши дни?

«Бесплатного сыра» на сегодняшнем рынке вы не найдете. Возможно, кто-нибудь когда-нибудь обнаружит сценарий, который мы все проглядели, но наш опыт показывает, что наиболее очевидные и логичные идеи получения торговой выгоды себя исчерпали. Осталось ограниченное число не слишком существенных рыночных неэффективностей, сложных по сути и необнаружимых с помощью стандартных математических моделей или аналитических методов, которым учат в университетах. Впрочем, даже если вам удастся набрести на одну из оставшихся аномалий, не потратив на исследования огромных денег, которые пришлось выложить нам в течение этих одиннадцати лет, вы, скорее всего, обнаружите, что прибыль не окупит даже расходов на транзакции.

Таким образом, существуют очень жесткие ограничения, препятствующие большинству фирм братья за работу в этой области. Только компании, подобные нашей, которым удалось идентифицировать пару дюжин неэффективностей на рынках нескольких финансовых инструментов, оказываются в состоянии получать прибыль, несмотря на транзакционные расходы. Очевидно, что новичкам, которые обнаружили одну-две неэффективности, намного труднее бороться за жизнь.

Что дает вам преимущество?

Методология чрезвычайно сложна. Одной рыночной неэффективности может быть недостаточно для покрытия расходов на транзакции. В то же время в случае совпадения нескольких подобных неэффективностей появляется статистическая вероятность прибыли, большей, чем связанные с ее получением расходы на проведение сделок. При прочих равных условиях чем больше рыночных неэффективностей вы обнаружите, тем больше ваша потенциальная прибыль.

Почему использование нескольких стратегий, каждая из которых в отдельности не генерирует прибыль, является выгодным? Приведем самый простой пример. Представьте, что существует две стратегии, каждая из которых в состоянии принести \$100 при расходах на проведение транзакций, равных \$110. Сама по себе ни одна из этих стратегий не может быть названа прибыльной. Далее предположим, что серия сделок, сигналы для которых дают одновременно обе стратегии, способна принести \$180 при расходах на транзакции, равных тем же \$110. Совершить серию сделок будет крайне выгодно, хотя каждая сделка в отдельности не является выгодной. Компания Шоу, торгующая многими финансовыми инструментами на множестве рынков, осуществляет более сложный вариант описанной здесь примитивной схемы.

Чем больше участников рынка занимается арбитражем, тем больше неэффективностей компания должна знать для того, чтобы осуществить выгодную сделку и тем более сложным становится процесс получения торговой прибыли для новичков. Когда мы начинали одиннадцать лет назад, фирме было достаточно выявить одну-две неэффективности — этого хватало для того, чтобы компенсировать расходы на проведение сделок. Это значит, что самое небольшое исследование давало возможность приступить к торговле, прибыль от которой позволяла финансировать новые исследования. В наше время работать куда труднее. Думаю, не начни мы свою деятельность так давно, добиться сегодняшних результатов было бы просто невыполнимо — настолько дорогим оказывается исследование.

В своих моделях вы используете только ценовые данные или фундаментальная экономическая информация также имеет значение?

Мы никогда не ограничиваемся ценовыми данными. Мы исследуем балансовые отчеты, документы, отражающие доходы компании, информацию об обороте и любые другие данные, доступные в цифровой форме. Мне не хотелось бы говорить о том, какие переменные считаются у наших специалистов наиболее значимыми, скажу только, что мы изучаем невероятное количество данных и тратим огромные деньги не только на то, чтобы их получить, но и на то, чтобы перевести эти данные в форму, с которой потом будет удобно работать.

Можно ли вкратце выразить торговую философию вашей компании следующим образом: состояние рынка с трудом поддается предсказанию, и каждая отдельно взятая стратегия не в состоянии обеспечить выгодный коэффициент прибыль/риск; между тем, комбинация достаточного числа стратегий позволяет создать тор-

говую модель, обеспечивающую преимущество перед конкурентами?

Вы прекрасно выразили суть нашего метода. Единственное, что хотелось бы добавить: мы стараемся защититься от действия возможно большего числа факторов систематического риска.

Полагаю, вы хотите сказать, что устанавливаете баланс между длинными позициями и соответствующими короткими позициями, таким образом ослабляя влияние такого фактора риска, как направленные движения цен.

Хеджирование против направленных трендов на рынках, где мы торгуем, — один из основных элементов нашей стратегии управления риском, однако существует целый ряд других факторов риска, от которых мы также стараемся защитить свои инвестиции, хотя, на первый взгляд, наши позиции от этих факторов вроде бы не зависят. Скажем, если вы инвестируете в IBM, ваша прибыль зависит не только от направления движения цены на рынке в целом и не только от показателей сектора экономики в сравнении с показателями фондового рынка вообще, но и от многих других обстоятельств.

Каких, например?

От общего состояния экономики, от изменений курсов валют, так или иначе связанных с экспортной активностью IBM, от процентных ставок, имеющих отношение к активам фирмы, от состояния ее долговых обязательств, торговой деятельности и прочих математически вычисляемых факторов риска, которые сложно описывать понятным широкому кругу людей языком. Разумеется, невозможно, да и слишком дорого защищать капитал от *всех* факторов риска, но мы пытаемся свести к минимуму влияние тех риск-факторов, которые не имеем возможности предсказать, а те, что

можем прогнозировать, используем с большой долей осторожности.

Некоторые стратегии, ранее использовавшиеся в практике вашей компании, в настоящее время полностью вышли из употребления. Не могли бы вы подробно описать хотя бы одну из них — таким образом читатели составили бы представление о неэффективностях рынка, когда-то предоставивших выгодную торговую возможность.

Я предпочитаю не говорить о прошлых неэффективностях, даже если на текущем рынке они не наблюдаются, поскольку такого рода информация может помочь конкурентам направить исследование в нужное русло, оттолкнувшись от наших «отрицательных выводов», — таким образом они несправедливо получают над нами преимущество. Единственный пример, который сейчас приходит мне в голову, — это недооцененные опционы (опционы, торгуемые по ценам более низким, чем те, что предусмотрены теоретической моделью). Сегодня, если появляется опцион, цена которого не соответствует теоретической, для такого расхождения, как правило, существует причина. Несколько лет назад такое могло случиться и безо всякого основания.

Предположим, на исторических данных вам удастся выявить аномалию или повторяющуюся фигуру — откуда вы знаете, что имеете дело с реально значимым фактом, а не со случайным совпадением?

Чем больше переменных вы рассматриваете, тем больше число статистических закономерностей, которые удастся найти, и тем острее встает вопрос: имеет ли обнаруженный сценарий предсказательную силу? Мы очень стараемся избежать промахов, связанных с «избыточной подгонкой» данных.

Несмотря на то, что для придания нашим стратегиям достоверности и прогностической силы, мы используем

самые разные математические методики, наиболее действенным орудием анализа является самое прямолинейное применение научного метода как такового. Вместо того, чтобы вслепую обшаривать данные, надеясь наткнуться на повторяющуюся фигуру — метод, опасность которого очень хорошо знают биологи или медики, — мы, как правило, начинаем с формулировки гипотезы, основанной на осмыслении характеристик, присущих рынку как структуре, а затем проверяем гипотезу, выясняя, насколько она значима для рыночных данных.

К сожалению, по большей части реальные данные не позволяют нам заявить, что в данной конкретной области теория эффективного рынка дает сбой. Однако пусть редко, но случается, что нам удается выявить новую аномалию рынка, которая выдерживает все проверки и, соответственно, ложится в основу новой торговой стратегии.

Я слышал, что в прошлом (1998) году у вашей компании были серьезные трудности, но, изучив отчет о прибылях, обнаружил, что наибольшее падение капитала составило всего 11% — причем даже этот убыток оказался полностью компенсирован в течение нескольких ближайших месяцев. Не понимаю, о каких трудностях тогда идет речь. В чем они заключались?

Отчеты о прибылях, на которые вы ссылаетесь, отражают результаты применения стратегий торговли акциями и производными инструментами, которые, собственно, и составляют наше «ноу-хау» в течение одиннадцати лет работы на рынке. Однако последние несколько лет мы также занимаемся разработкой стратегии торговли на рынке инструментов фиксированного дохода. Эта стратегия качественно отличается от исторически принятых в компании методов работы на фондовом рынке: используя ее, мы подвергаем инвестиции воздействию принципиально других факторов риска. Хотя вначале торговля на рынке фиксирован-

ного дохода принесла нам немалую прибыль, в конце 1998 года, в период глобального кризиса ликвидности, мы наравне с другими арбитражерами, совершающими сделки в этой области, понесли немалый ущерб. Несмотря на то, что наши потери как в процентном, так и в абсолютном долларовом выражении были несравнимы с убытком таких компаний, как, скажем, Long Term Capital Management, они оказались настолько значимыми, что мы решили больше не заниматься этим видом торговой деятельности.

LTCM — хедж-фонд, возглавляемый блестящим трейдером рынка облигаций, работавшим когда-то на Salomon, Джоном Мериветером; в руководство фонда входили Нобелевские лауреаты по экономике Роберт Мертон и Мирон Шоулс. Во второй половине 1998 года фонд оказался на грани банкротства. Зарегистрировав в первые три года существования среднегодовую прибыль в размере 34% и увеличив объем находящихся в управлении активов до \$5 млрд., в течение августа 1998 года LTCM потерял 44% (примерно \$2 млрд.). Появление убытков было обусловлено целым рядом причин, однако их катастрофические объемы в первую очередь связаны с необдуманно большим плечом: для левириджа позиций фонд использовал заемные средства, соотносившиеся с собственным капиталом как 40 к 1. Сочетание огромных потерь и больших долгов должно было привести компанию к гибели. LTCM был спасен Федеральной резервной системой, выделившей для помощи фонду \$3,5 млрд. (деньги не являлись частью государственных средств — они были получены от частных финансовых организаций).

У вас столько дел в самых разных областях науки и финансов — вы успеваете отдыхать?

Я только что брал неделю отпуска — первую за долгое время.

Похоже, вы нечасто бываете в отпуске?

Довольно редко. Я обнаружил, что даже в отпуске должен несколько часов в день проводить за работой, иначе настроение портится.

О вашей компании говорят, что в ней собрался весь цвет математики и естественных наук. Как проходит прием на работу? Вы сначала берете человека, а потом придумываете для него занятие?

Если сравнивать наши принципы с подходом многих других компаний, выясняется, что интеллектуальные способности для нас представляют больший интерес; опыт работы значит намного меньше. Когда на горизонте всплывает действительно одаренный человек, мы стараемся пригласить его к нам, даже если в данный момент не знаем, какую именно должность ему предложить. Классический пример — история с Джефом Безосом. Один из моих напарников пришел как-то раз и сказал: «У меня только что было интервью с великолепным кандидатом по имени Джеф Безос. Работы для него у нас нет, но я чувствую, что он когда-нибудь кого-нибудь озолотит, так что давай-ка встретиться с ним и побеседуй». Я поговорил с Джефом: у этого человека оказался мощнейший интеллект, огромный творческий потенциал и предпринимательское чутье, каких мало. Я сказал напарнику, что он прав: пускай у нас нет позиции, но Джефа надо принимать на работу, а потом уже думать, чем его занять.

Безос покинул вашу фирму, чтобы основать Amazon?

Да, в D.E. Shaw Джеф занимал самые разные должности; в последнее время мы вместе с ним разрабатывали новые предпринимательские проекты в связанных с технологией областях. Одна из идей вылилась потом в организацию универсального электронного книжного магазина. Когда мы узнали о существовании электронного каталога, включавшего миллионы наименований,

которые можно легко заказать через Ingram (крупнейший книжный дистрибьютор), мы с Джефом провели прикидочные подсчеты и доказали, что начать такого рода предприятие можно, имея не слишком крупный капитал. Хотя в то время ни один из нас не рассчитывал на бешеный успех, мы оба думали, что попробовать надо. Как-то раз — в то время магазин оставался еще чисто бумажным проектом — Джеф сказал, что хочет со мной кое-что обсудить. Мы бродили по Центральному парку, и он говорил, что его «укусила муха предпринимательства», и спрашивал, как бы я отнесся к его решению продолжить проект в одиночку.

И как вы отнеслись к этому плану?

Я сказал, что компании будет очень его не хватать, что я с благодарностью вспоминаю обо всем, что он сделал для D.E. Shaw, и что, останься он с нами, у него была бы масса интересной работы. В то же время, поскольку я сам когда-то поступил сходным образом, я отлично понимал его состояние, так что если, по его мнению, наступила пора разделиться, я не собирался его отговаривать. Я сказал, что план создания электронного книжного магазина обсуждался нами очень недолго, поэтому я не возражаю, если он исключит меня из проекта. Правда, я не мог обещать, что наша компания не станет ему конкурентом, и Джеф согласился, что это совершенно справедливое решение.

Мы расстались друзьями, и когда Джеф закончил первоначальную версию системы Amazon, он пригласил меня и других ребят из D.E. Shaw ее опробовать. До тех пор, пока я сам с помощью той первоначальной системы не заказал для компании книгу, я и представить не мог, какая это гениальная выдумка. И хотя *идея* электронного книжного магазина обсуждалась нами в то время, когда Джеф еще работал в D.E. Shaw, Amazon в том виде, в каком мы его знаем и ценим сегодня, — исключительно его детище.

Торговый метод Шоу, предполагающий использование крайне сложных математических моделей, широкого спектра компьютерных программ, постоянный мониторинг мировых рынков целым штатом трейдеров, а также почти мгновенное, требующее очень низких затрат исполнение сделок, очевидно, недоступен рядовому инвестору. Индивидуальному инвестору, однако, будет любопытен вывод, сделанный в свое время Шоу: рыночные фигуры («аномалии» в терминологии Шоу), не приносящие прибыль сами по себе, могут лечь в основу выгодной стратегии, если будут скомбинированы с другими фигурами. Шоу с явным презрением относится к графическим фигурам и традиционным техническим индикаторам, между тем я имел смелость изложить его мысль более понятным для нас, обычных инвесторов, языком: теоретически возможно, что сочетание фигур (или индикаторов) пригодно для создания полезных торговых моделей, даже если индивидуальные элементы, используемые по отдельности, не приносят пользы.

Подобного рода эффект может быть применен и к фундаментальным экономическим показателям. Допустим, было проведено исследование десяти фундаментальных факторов, позволившее предположить, что ни один из них не может быть использован в качестве индикатора движения цены. Значит ли это, что данные показатели должны быть отброшены как непригодные? Ни в коем случае. Несмотря на то, что ни один из факторов в отдельности не обладает предсказательной ценностью, их сочетание, вполне возможно, явится незаменимым индикатором изменения цены.

Другой важный вывод, который может сделать читатель, познакомившись с интервью, касается методов тестирования торговых идей. Трейдер, разрабатывающий торговые системы или любой другой подход, предполагающий использование повторяющихся моделей поведения цены, получаемых компьютерным путем, не должен «закапываться в данные», тестировать тысячи,

миллионы переменных в надежде отыскать стратегически выгодную фигуру. Хотя стоимость компьютерного времени в наши дни не является серьезной статьей расхода, убытки в данной ситуации неизбежны: результатом исследования явится торговая модель (система), с виду великолепная, но в действительности лишенная предсказательной силы; торговля на основе подобной модели обязательно повлечет за собой серьезные отрицательные последствия для капитала.

Почему? Потому что повторяющиеся сценарии могут быть обнаружены даже в случайных данных. Скажем, если вы десять раз одновременно подбросите миллион монет, то примерно 977 монет все десять раз упадут на решку. Предположение о том, что и в будущем на тех же монетах скорее всего выпадет решка, очевидно лишено смысла. Однако именно таким образом рассуждают наивные создатели торговых систем, проводящие тестирование огромного количества сочетаний параметров и ценовых данных, а затем создающие стратегии, исходя из наиболее прибыльных комбинаций. Проведите тестирование большого числа вариаций любой торговой системы — часть из них непременно окажется прибыльными, точно так же, как часть монет непременно каждый раз будет падать на орла, при условии, что будет сделано достаточное число попыток. Шоу решает проблему «зависимости от данных», требуя от исследователей, чтобы каждому компьютерному тестированию предшествовала теоретическая гипотеза, а также проводя самую тщательную проверку статистической значимости результатов.

... НОВОЕ О ДЭВИДЕ ШОУ ~

В последние годы торговые системы компании D.E. Shaw, определяющие торговлю на рынке акций и производных инструментов, по-прежнему приносят существенную прибыль, постоянно увеличивающуюся, несмотря на заметный рост находящихся в управлении активов. В 2000 году

стратегии Шоу обеспечили его фирме рост на 58%; 82001 году — на 23%; по итогам девяти месяцев 2002 года предполагаемый рост составит 22% (после уплаты налогов). Таким образом, среднегодовой прирост капитала с учетом реинвестиций торговых прибылей за четырнадцать лет работы компании составляет в настоящее время 24%. Отношение Шарпа (мера отношения прибыль/риск) за тот же период равняется 2.00 — небывалый результат для столь долгой торговой истории.

Прибыль компании за последние три с половиной года сама по себе должна была утроить размер находящегося в управлении активов. Какой капитал выделен в настоящее время для торговли на рынке акций и производных инструментов? Стало ли увеличение активов препятствием для успешной работы?

Сейчас у нас в управлении находится около \$4,3 млрд., из которых примерно \$2,9 млрд. отводится на торговлю акциями и производными инструментами. В настоящее время спрос на наши услуги в сфере управления инвестициями велик, так что мы легко могли бы увеличить капитал, однако мы не привлекаем новые деньги, поскольку хотим, чтобы наши активы не превышали размера, позволяющего осуществлять процесс инвестирования наиболее успешным образом. Несмотря на то, что результативность наших стратегий в последнее время увеличилась за счет проведения новых исследований, а также благодаря некоторым происшедшим на рынке изменениям, мы строго ограничиваем величину активов, которые, повторяю, могли существенно увеличить.

Для некоторых из ваших стратегий размер портфеля, находящегося в управлении, почти достиг максимально допустимого с вашей точки зрения уровня. Что происходит, когда прибыль заставляет активы подниматься выше установленного уровня?

Мы возвращаем прибыль инвесторам так, чтобы находящийся в управлении капитал вернулся к необходимому уровню.

Со времени нашей прошлой беседы ваша методология претерпела какие-либо существенные изменения?

Базовые принципы подавляющего большинства наших стратегий остались прежними. Правда, число неэффективностей, обнаруженных нами ранее — оно равнялось примерно двум дюжинам, — пополнилось новыми, недавно открытыми в ходе исследований. Мы также разработали новую стратегию, позволяющую торговать на рынках акций, переживающих стресс.

Рыночные аномалии или, как вы называете их, неэффективности, на основании которых вы строите свои торговые стратегии, имеют ограниченный срок жизни?

Одни — да, другие — нет. Рыночные аномалии, которые легко обнаружить и использовать, умирают быстрее других. В то же время менее очевидные эффекты, идентификация которых невозможна без применения сложных вычислительных методов, как правило, длятся долго. Именно эти аномалии составляют предмет наших исследований: более простые, а потому недолговечные эффекты нас не интересуют. Список аномалий, открытых нами много лет тому назад, уменьшился очень значительно.

Ваше отношение к корпоративным и бухгалтерским скандалам, свидетелями которых мы стали?

Я считаю, что вмешательство законодательных и регулирующих органов в корпоративную жизнь — факт весьма отрядный. Немало президентов компаний и финансовых директоров работали на грани — а последние разбирательства показали, что и за гранью, — дозволенного: «управление» прибылями и осуществление

сомнительных финансовых махинаций не позволяло оценить истинное положение дел в их компаниях. Такого рода поведение препятствует нормальному функционированию мирового рынка капитала и должно в первую очередь беспокоить страну, исторически всегда бывшую лидером в области прозрачной бухгалтерии. Мне очень приятно, что наконец были предприняты шаги к тому, чтобы обеспечить инвесторам и аналитикам возможность получения точной и достоверной информации относительно компаний, в которые они вкладывают капитал.

СТИВ КОЭН

ТОРГОВЫЙ ЗАЛ

«Он самый лучший», — без колебаний заявил мне "V^х" друг, хорошо знакомый с финансовым миром, в ответ на просьбу порекомендовать кандидата для интервью. В тех же или похожих выражениях характеризовали Коэна все, с кем я заводил о нем речь. Взглянув на его отчет о прибылях, я понял причину столь единодушной оценки. За семь лет, в течение которых он занят управлением капиталом, Стиву удалось продемонстрировать среднегодовой прирост капитала с учетом реинвестиций торговых прибылей, равный 45%; за весь рассматриваемый период у него было всего три убыточных месяца, причем самое крупное падение капитала не превысило 2%.

Впрочем, исходя только из приведенных цифр, невозможно в полной мере оценить талант Стива Коэна. Оказывается, Коэн в качестве комиссионных взимает 50% полученной прибыли, а это значит, что его реальная *торговая* прибыль в среднем составляет почти 90% в год. Несмотря на заоблачные комиссии — чуть ли не в два с половиной раза превышающие комиссии среднего хедж-фонда, — Коэн без труда находит инвесторов, готовых отдавать ему в управление деньги. Собственно говоря, в настоящее время желающих оказалось так много, что фонд пришлось закрыть для новых инвестиций.

Фирма Коэна — фонд S.A.C., названный инициалами его создателя, — расположилась в офисном здании, чей архитектурный стиль больше всего напоминает «Коннектикут Корпорейт»: невысокий прямоугольный фасад, состоящий из стеклянных прямоугольников. Я полагал, что найду Коэна в кабинете с окном во всю стену и мебелью из стекла и стали. Ожидания не сбылись: секретарша провела меня в огромный зал без окон, занятый шестью рядами столов, — здесь работали около шестидесяти трейдеров, возле каждого из которых мигали по шесть-двенадцать компьютерных мониторов. Огромное помещение, заставленное оборудованием и заполненное людьми, напоминало пещеру. Отсутствие окон только усиливало атмосферу подземного царства.

Одежда трейдеров отличалась разнообразием: от футболок и шорт — самой удобной экипировки в такую жару — до джинсов и флисовых курток (их надели те, кто чувствовал себя неуютно в охлажденном кондиционерами помещении). Коэн занимал стол в центре одного из рядов; как одеждой (он явно принадлежал к разряду мерзнущих), так и обстановкой рабочего места он полностью походил на остальных. Высокие прибыли позволили Коэну нанять целый штат сотрудников, специализирующихся практически во всех рыночных секторах. Он и в переносном, и в самом буквальном смысле окружил себя трейдерами.

Когда я вошел, Коэн разговаривал по телефону; ждать пришлось долго: по странному стечению обстоятельств в этот день он давал интервью Wall Street Journal. («Я становлюсь героем прессы!» — воскликнул он, видя, как я устанавливаю магнитофон.) В то время как он отвечал на вопросы невидимого собеседника, я, устроившись в соседнем кресле, разглядывал его стол. Перед глазами Коэна стоял включенный монитор — во время всей телефонной беседы он ни на мгновение не оторвал взгляд от котировок. В какой-то момент он,

извинившись, отложил трубку и отдал торговый приказ: «Продать 20 (20 000) Покемонов»; затем, обращаясь к коллегам, заявил: «Мои детишки без ума от них, ну да ладно!» Он напомнил мне Джейсона Александра в Seinfeld: похожая внешность, та же манера говорить, то же чувство юмора.

Несмотря на большое количество людей в зале было шумно. Через некоторое время я понял, почему возникало это ощущение покоя и тишины: в зале не звонил телефон — клерки, отдававшие торговые приказы, общаются с биржей через прямую связь. То и дело по помещению проходила волна голосов: трейдеры выкрикивали приказы на покупку и продажу, обменивались торговыми новостями, справлялись о чем-то у коллег. (Типичный диалог: «Слушайте, вы не знаете, Марга Стюарт хорошо идет?» «Да вроде ничего».) Время от времени торговые приказы на покупку или продажу отдавал Стив Коэн. Его голос звучал столь буднично, что можно было подумать, будто речь идет о заказе трески в ресторане, а не о продаже или покупке 25 000—100 000 акций за один раз.

Вы открыли короткую позицию на компанию, которую обожают ваши дети?

Да, на Nintendo. Они делают Покемонов. Знаете, кто такой Покемон?

Боюсь, что нет. (Мы беседовали до того, как в прессе прошла мощная реклама мультфильма, апофеозом которой стало изображение Покемона на обложке журнала Time.)

Это персонаж из японского мультфильма, самого модного среди детей.

Зачем же открывать короткую позицию?

Я думаю, что компания долго не продержится. Покемон — ее единственное достояние.

(Коэн продолжает, глядя на экран.) Возможно, рынок чуть подрастет, но в целом я настроен на падение.

Почему?

Компании крупной капитализации поднимаются выше, но рост не затрагивает широкого рынка. Рынок растет при очень слабом обороте. Кроме того, чем ближе конец года, тем сильнее людей станет волновать проблема 2000-го года.

На день нашей встречи было назначено заявление Федеральной резервной системы, касающееся процентных ставок. За пятнадцать минут до заявления Коэн выставил серию торговых приказов на покупку и продажу по ценам, заметно отличающимся от среднерыночных. «На случай, если рынок взбесится», — объяснил он. Иными словами, Коэн был готов занять позицию, противоположную любой крайней реакции (резкого роста или падения) рынка на заявления ФРС.

За несколько минут до заявления в зале на полную громкость включается телевизор, и я чувствую, что попал прямоком в телесериал «Торговые площадки». (Замечу, кстати, что многие другие детали этого фильма, действие которого происходит на товарной бирже, весьма далеки от реальности: скажем, сообщения, касающиеся сельского хозяйства, в реальной жизни намеренно откладываются до закрытия рынка фьючерсов — впрочем, это всего лишь комедия.) Чем ближе стрелка подходит к двум, тем сильнее чувствуется всеобщее нетерпение. Коэн принимается отхлопывать знакомый ритм, покрикивая: «А ну давай, а ну давай!» Теперь стучит, кричит и хлопает весь зал — чинное собрание клерков превращается в толпу футбольных болельщиков.

Заявление Fed о повышении процентных ставок на $\frac{1}{4}$ полностью соответствует ожиданиям, реакция рынка сдержанная. Трейдеры быстро производят несколько тор-

говых операций, затем все успокаивается. «Конец первого действия, антракт!» — шутливо провозглашает Коэн.

Коэн методично набивает символы акций со скоростью одна в секунду, выводя на экран компании, до сих пор не отображенные на одном из его мониторов. Рынок подскакивает, и Стив думает покупать, затем откладывает решение. Десятью минутами позже цены разворачиваются и падают ниже уровня открытия.

Насколько ваши решения определяются интуицией?

Как минимум на 50%.

Я пытаюсь задать еще несколько вопросов, но беседа не клеится: Коэн то отвлекается на совершение сделок, то просит подождать, пока он переговорит с коллегой. Он ни на минуту не отводит глаз от экрана, руки то и дело тянутся к телефонной трубке. Замечания, которыми мы успеваем обмениваться в редкие свободные промежутки времени, нельзя назвать содержательными. Остальная часть интервью, кроме заключительных пассажей, состоялась в более спокойной обстановке рабочего кабинета.

Когда и как вы узнали о существовании фондового рынка?

Когда мне было тринадцать. Отец каждый вечер приносил домой New York Post. Я любил просматривать спортивный раздел. В конце концов я обратил внимание на то, что большая часть остальных страниц заполнена цифрами. Меня очень удивило, что это цены и что они меняются каждый день.

Я стал заходить в местную брокерскую контору и разглядывать котировки акций. В старших классах летом я работал в магазине одежды, он находился всего в паре домов от конторы, так что во время обеда я успевал сбегать узнать, что происходит на рынке. В те дни котировочная лента двигалась так медленно, что ее нетрудно было читать самому. Было видно, как увеличивается оборот,

тогда я понимал, что скоро подрастет и цена. Сегодня такое невозможно: информация поступает с бешеной скоростью. Но все мои сегодняшние успехи — результат накопленного тогда опыта «чтения» ленты.

Экономическое образование, полученное вами в Вартоне, помогло работать трейдером на фондовом рынке?

Не особенно. Хотя кое-что из предметов, которые мы проходили, оказалось полезным.

Что именно?

Нас учили, что 40% движения цены определяется рынком, 30% — сектором и только 30% — самой акцией. Я думаю, это верно. Не знаю, насколько верно они подсчитали распределение долей, но в целом идея не лишена смысла.

Предположим, вы открыли позицию, а цена пошла в противоположном направлении. В какой момент вы признаете ошибку?

Если сделка была заключена в расчете на действие катализатора, первым делом я проверяю, существует ли еще этот катализатор. Скажем, примерно месяц назад, я решил, что отчет о прибылях IBM будет неутешительным, и, не дожидаясь официального заявления, открыл короткую позицию. Я выступил как «медведь», поскольку многие компании, производящие программное и компьютерное оборудование, в связи с «проблемой 2000» отчитывались о прибылях более низких, чем предполагалось ранее. Клиенты отказывались от установки новых систем, поскольку на носу был 2000 год и многие полагали, что стоит переждать, пока ситуация прояснится.

Короткая позиция была открыта по \$169. Поступил отчет о прибылях, они оказались превыше всяких похвал — полный провал для меня! Я немедленно вышел из рынка в послеторговый период: акции были откупле-

ны по \$187. Короткая сделка не сработала. На следующее утро акции открылись по \$197. Слава Богу, что я тогда догадался купить после закрытия торгов!

Вы всегда успеваете обернуть ситуацию в свою пользу: быстро выйти сухим из воды, зная, что совершили ошибку?

Во всяком случае, стараюсь. Трейдеры постоянно ошибаются. Я веду статистику сделок, совершенных у нас в фирме. Мой лучший трейдер выигрывает в 63% случаев. У большинства трейдеров прибыльными бывают 50-55% сделок. Это значит, что каждый из нас открывает множество неверных позиций. Поэтому важно следить за тем, чтобы убытки были как можно меньше, в то время как прибыль должна оставаться большой.

Какая из сделок особенно вам запомнилась?

Я удерживал 23% акций частной компании, которая была приобретена компанией XYZ. *(Казн просил меня не называть настоящих имен, поскольку этим может быть недовольно руководство компании.)* Так что в конце концов у меня оказалась позиция на XYZ — я удерживал ее четыре или пять лет на личном счету; акция все это время почти стояла на месте.

У XYZ была дочерняя компания, которая, в свою очередь, владела web-сайтом, где публиковались финансовые комментарии. Руководство решило начать публичное размещение акций дочерней компании. Дата размещения была объявлена, и акции XYZ поползли вверх. В какой-то момент они выросли до \$13 — уровень, превышающий все результаты, отмеченные за те пять лет, что я являлся владельцем акций. Я вышел из рынка и был страшно рад.

Сначала публичное размещение было назначено на декабрь, но потом отсрочено, так что акции стали падать. Через пару недель объявили новую дату, на этот

раз в январе, и цена подскочила до заоблачных высот: как вы понимаете, это было одним из проявлений всеобщего помешательства на почве интернета. За две недели XYZ с \$10 поднялась до \$30.

Я рвал на себе волосы: продержат акцию столько лет и продать ровно перед тем, как она взлетела. В то же время я отлично знал эту компанию: она, хоть ты тресни, не стоила больше \$30. Акции дочерней компании должны были поступить на широкий рынок по \$15. Торгуйся они по \$100, они принесли бы компании около \$10. Если они станут торговаться по \$200, к стоимости компании добавится еще \$20. Остаток компании оценивался в \$5, не больше. Вышло, что компания, чьи наиболее оптимистические оценки равнялись \$15-25, торговалась по \$30 и выше.

Я, как сумасшедший, стал открывать на нее короткие позиции. В конце концов я продал 900 000 акций и еще пару тысяч колл-опционов. В среднем цена моих продаж была равна \$35, при том, что акция в конце концов дошла до \$45. В пятницу, в день публичного размещения акций дочерней компании, XYZ обрушилась. В пятницу днем я покрыл короткие позиции по \$22, \$21 и \$20. Колл-опционы, которые я продавал по \$10-15, были откуплены по \$1.

Великолепная сделка. И все же, открывая короткую позицию, вы подвергаете капитал неограниченному риску. Даже в данном случае риск был велик: вы сказали, что ваша средняя цена продажи равнялась \$35, а акция остановилась только на \$45. Что, если бы она продолжила идти вверх? В какой момент вы поняли бы, что сделка не выгорела? Или, если бы ваше мнение о том, что компания крайне переоценена, не изменилось, вы так и продолжали бы удерживать позицию открытой?

Короткая позиция, как правило, открывается только при наличии катализатора. В нашем случае катализатором служило публичное размещение. Оно было назначено на пятницу, а я начал продавать коротко во вторник,

так что к установленной дате позиция была открыта в полном объеме. Если бы после публичного размещения акция не пошла вниз, я, возможно, покрыл бы позицию. В тот раз я очень волновался и злился на себя за то, что продал акции в первый раз.

Так что вы получили компенсацию.

Да, получил компенсацию. И был страшно доволен.

Как вы поступаете, если, открыв короткую позицию, обнаруживаете, что цена пошла в нежелательном направлении, а катализатора нет? Вы коротко продали по \$40, а акция поднялась до \$45, до \$50. В какой момент позиция закрывается?

Если цена растет, я, скорее всего, закрою короткую позицию в течение дня.

Даже если фундаментальные экономические показатели компании не изменились?

Я всегда говорю трейдерам: «Если вам кажется, что произошла ошибка, или если рынок по непонятной причине пошел против вас, сократите позицию вдвое. Оставшуюся часть всегда можно дополнить». Если такая операция совершается дважды, из рынка выводится три четверти денег. Оставшаяся часть — не такой большой капитал. Главное — шевелиться, не застывать. Слишком многие трейдеры привыкли бездействовать, наблюдая, как их позиция рушится. Общая ошибка трейдеров, открывающих короткие позиции, — инвестировать в них слишком большую долю портфеля. В этом случае, если цена движется в нежелательном направлении, убытки кажутся слишком большими, трейдер впадает в панику и у него опускаются руки.

Какие еще ошибки распространены среди трейдеров?

Сделки совершаются без серьезного обоснования. Поезд чуть замедляет ход, и люди сломя голову бро-

саются перебегать рельсы. Короткие позиции открываются потому, что акция растет, — как будто этот факт что-нибудь значит. Такие трейдеры говорят: «С какой стати она так взлетела!» — вот и все их аналитическое исследование. По-моему, это безумие. В таких случаях я отвечаю: «А если пораскинуть мозгами?» У меня есть друзья, которых рынок приводит в состояние возбуждения. Они думают, что сражаются с ним. Нужно ли постоянно находиться в состоянии войны?

Но разве сделка с XYZ, о которой вы рассказали, — это не сражение с рынком?

Разница в том, что я рассчитывал на катализатор. Я знал, что в пятницу предполагалось начать публичное размещение. Я знал, какие события произойдут в ближайшее время. Я знал, какой реакции ожидаю от рынка. Я действительно был вне себя, потому что так дешево продал предыдущую позицию, но эту сделку нельзя назвать «взрывом эмоций» — у нее был четкий план.

Что еще в поведении инвесторов и трейдеров вызывает у вас неприятие?

Надо четко представлять свои возможности и не лезть не в свое дело. Если ты торгуешь внутри дня — торгуй. Если инвестируешь — инвестируй. Знаете, бывают актеры, которые вдруг воображают, что они великие певцы. С какой стати ты поешь — твое дело играть в спектаклях. Точно так же люди организуют хеджевые фонды и занимаются одновременно и активной торговлей, и акциями малой капитализации. Акции малой капитализации практически неликвидны, их приходится держать годами — эта деятельность прямо противоположна активной торговле.

Как в компании распределяются обязанности между вами и трейдерами?

По целому ряду причин разные трейдеры у меня занимают разными секторами. Вы видели торговый зал — он набит людьми, так что было бы неудобно, если бы разные люди торговали одними и теми же акциями. К тому же, поскольку в настоящее время мы имеем в управлении почти \$1 млрд., нам хотелось бы использовать как можно больше возможностей. Компания строится не иерархично, я просто передаю остальным направление движения. Можно сказать, что я — ось, а трейдеры — спицы колеса.

Что происходит, если трейдер хочет заключить сделку, с которой вы лично не согласны?

Я не люблю указывать своим трейдерам. У меня нет монополии на истину. Мне важно быть уверенным в том, что они располагают той же информацией, что и я, и если, зная все факты, они настаивают на своем решении заключить сделку — это их право. Я поощряю ребят к самостоятельности. Иначе нельзя. Я управляю миллиардом долларов. В одиночку с этой задачей не справиться.

Как вы подбираете трейдеров?

Многие из тех, кто сейчас работает в компании, попали сюда «по знакомству». Кроме того, я провожу обучение людей, «выросших» внутри фирмы. У нас есть ребята, которые начинали как младшие клерки, а сегодня торгуют десятками миллионов долларов, причем торгуют с большим успехом.

Я очень люблю, когда трейдеры работают в паре. Надо, чтобы у человека был надежный тыл. Чтобы кто-нибудь мог сказать: «Объясни-ка, зачем ты открыл эту позицию?» В этом случае соблюдается равновесие, существует контроль и трейдер не замыкается в мире собственных фантазий.

Кроме того, в компании принято, чтобы трейдеры работали в команде с аналитиком, специализирующим-

ся в той же области. Таким образом, трейдер начинает вникать в тонкости функционирования своего сектора и получает более полное представление о том, почему в действительности движется цена на акцию.

Такого рода команды создаются спонтанно или это формально существующие группы, имеющие общую прибыль?

Это официальные группы. Заработок каждого зависит от степени участия остальных.

Торговая прибыль увеличивается благодаря внедрению в практику командной формы работы?

Результаты компании говорят сами за себя.

Вы с самого начала предлагали трейдерам работать в группах?

Идея родилась постепенно. Как правило, трейдеры любят хвататься за все, что подвернется под руку. Только что они торговали Yahoo!, глядишь — уже продают и покупают Eххон. Такие уж они люди. Я хочу, чтобы у каждого из моих сотрудников была узкая специализация. Мне важно, чтобы они знали много об одном, а не обо всем понемножку.

Это значит, что они не имеют возможности диверсифицировать инвестиции.

Каждый в отдельности не имеет такой возможности, но портфель в целом диверсифицирован. Всем, кто сидит в этом зале, позволено открывать и длинные, и короткие позиции, так что торговля внутри одного сектора не кажется моим трейдерам скучной.

Какие навыки и умения требуются от кандидатов при поступлении на работу?

Нам нужны люди, которые не боятся рисковать. Один из вопросов, который я задаю на собеседовании:

«Расскажите о самом рискованном предприятии, в котором вам довелось поучаствовать». Я хочу собрать в этом зале ребят, уверенных в собственных силах; тех, для кого нет безвыходных ситуаций.

Какие качества внушают вам недоверие к профессиональным возможностям человека?

Я не доверяю трейдерам, которые ждут от других совета, как поступить. Я знаю одного человека, у которого есть все задатки великого трейдера. Единственный его недостаток — он отказывается принимать решения самостоятельно. Он хочет, чтобы ему указали, когда и что продать или купить. А если он ошибается, у него не хватает сил исправить положение. Мы знакомы очень давно — он всю жизнь страдал нерешительностью.

Вы указывали ему на этот недостаток?

Еще бы! Но это не помогает. Он не в состоянии исправиться. Он пытается показать, что действует на свой страх и риск, а сам все время прячется за чью-то юбку. Обидно, потому что стоит ему самому решиться на сделку, результат бывает потрясающим! Видимо, он просто боится. Может быть, опасается попасть впросак.

У вас за плечами годы блестящей работы — огромные успехи и солидный капитал в управлении. Вы не думаете, что пора обратить прибыль в наличные и уйти на покой?

Я знаю, что многие успешные трейдеры под конец своей карьеры впадают в панику: чувствуют, что заработали порядочно и боятся потерять капитал. Такие настроения очень мешают работать. У меня прямо противоположный характер. Я хочу, чтобы фирма росла. Зачем и куда уходить? Во-первых, мне нечем будет заняться. Не играть же целыми днями в гольф. Знаете поговорку: «Три раза в неделю гольф — радость, больше — обязанность». Во-вторых, я обожаю свою работу.

Я все время направляю компанию в русло, которое интересно мне самому. Кроме традиционной торговли мы разрабатываем целый ряд оригинальных стратегий в области нейтральных систем, арбитража и других. Кроме того, от трейдеров я узнаю много нового об их секторах. Я постоянно учусь — это очень весело. Десять лет назад я делал одно, сегодня — совершенно другое. Я не стою на месте и думаю продолжать идти вперед.

Вы представляете себе, как дальше будут развиваться события на сегодняшнем долгосрочном бычьем рынке?

Ему придет конец; таким рынкам всегда приходит конец. Сегодня весь мир помешался на акциях. Каждый норовит сделаться трейдером. С моей точки зрения, это знак приближения конца. Должно существовать равновесие, нельзя, чтобы весь груз скопился на одной чаше весов. Мир устроен иначе.

Последний совет нашим читателям.

Вы не в состоянии контролировать реакцию рынка, однако каждый может следить за собственными реакциями. Я постоянно отслеживаю свои действия. В этом — суть успешной торговли.

На этом наше интервью не было закончено. Через некоторое время у меня появилось еще несколько вопросов, и я по телефону задал их Коэну. Ниже приводится заключительная, «телефонная», часть беседы.

Как вы определите свой торговый метод?

Решение об открытии позиции принимается на основе изучения информации, поступающей из самых разных источников, а также исходя из внутреннего чутья.

Что отличает вас от прочих трейдеров?

Я не волк-одиночка. Многие трейдеры с успехом обходятся без коллег. Мне нравится чувствовать локоть то-

варища. Мне удалось добиться больших успехов только потому, что я смог сколотить великолепную команду.

Предположим, обстоятельства сложились так, что вы вынуждены торговать один. Каковы будут ваши результаты?

Прибыль по-прежнему будет большой, но не такой, как сейчас. Один человек не в состоянии охватить столь широкий рынок.

Что вы скажете о тайминге своих сделок? Почему позиция открывается сегодня, а не завтра; почему в этот час, а не часом позже?

Все зависит от сделки. Причиной открытия позиции становится множество различных факторов. Иногда на выбор времени влияет движение цены на отдельную акцию; в другой раз я исхожу из особенностей сектора; случается, что за основу принимается катализатор.

Когда я был у вас на прошлой неделе, вы открывали позиции в расчете на бычий тренд облигаций. С тех пор цены, слегка поднявшись, резко пошли вниз. Вы по-прежнему удерживаете длинную позицию?

Нет, позиция была закрыта. Мой основной принцип: начать сделку, исходя из теоретических предпосылок, а затем посмотреть, подтвердит ли рынок мою правоту.

Я слышал, что в штат компании входит психиатр, это правда?

Да, с моими трейдерами работает Ари Киев. Он проводит у нас три дня. *(Интервью с Киевым также помещено в этой книге.)*

Почему вы пригласили его?

Ари работает с олимпийскими чемпионами. По-моему, между профессиями трейдера и спортсмена есть некоторое сходство: оба существуют в среде, характеризуемой высо-

чайшей конкуренцией; и тот, и другой чувствует зависимость от достигнутых результатов. Мне казалось, что некоторым трейдерам не удастся добиться успеха не столько из-за того, что их торговые теории неверны, сколько из-за существования каких-то проблем личностного порядка. В сущности, каждого из нас что-нибудь тянет назад.

Участие Ари действительно помогает улучшить результаты работы?

Да, я в этом уверен. Все знают, что в бейсболе для игроков организована психологическая поддержка, теннисистов поддерживают психиатры, почему бы трейдерам не обзавестись такими помощниками?

Самая выдающаяся из совершенных вами сделок?

Как-то раз я открыл короткую позицию на миллион акций, и они через день упали на \$10. Я чувствовал себя победителем.

Что именно произошло?

Не буду называть имен, иначе руководство компании меня не одобрит — так вот, в одном из секторов была компания, дела у которой шли неважно, но цены на акции росли, поскольку компанию только что включили в индекс S&P. Я рассчитал, что как только индексные фонды закончат покупку, начнется массовая распродажа акций. Через день после того, как была открыта короткая позиция, компания сообщила о низких прибылях — сделка оказалась супервыгодной.

Позиция, заставившая вас потерять покой и сон?

Нет, таких не было. Меня пушками не разбудишь. Чтобы из-за позиции я перестал спать — не будет такого. Лучше спросите, какой день я считаю худшим в своей жизни.

Хорошо. Итак, худший день в вашей жизни?

День, когда я потерял почти \$5 млн.

Как это случилось?

Можете себе представить — не помню. Но когда долго торгуешь, бывает всякое.

Что мы называем интуицией? Это обозначение, принятое для явления, которое не поддается логическому осознанию. Я знаком со многими трейдерами, объяснявшими свой успех интуицией, — эти люди обладают той же информацией, что и мы с вами, однако для них направление, в котором пойдет рынок, почему-то не составляет загадки. Наблюдая за работой Стива Коэна, приходишь к выводу: этому трейдеру известно, куда движется рынок. Это знание, или интуиция, — не что иное, как квинтэссенция опыта, извлеченного из десятка тысяч совершенных сделок. Создается ощущение, что у «интуитивно» торгующего трейдера в голове постоянно включен некий вычислительный механизм.

Так называемая интуиция — это сочетание опыта и таланта. Ей невозможно обучиться. Новичок не в состоянии обладать ей, впрочем, и опытный участник рынка не часто ее имеет. Напомню, что об отсутствии у себя интуиции говорили многие мои собеседники, интервью с которыми помещены в разных выпусках «Магов рынка»; успех таких трейдеров объясняется другими факторами — скажем, умением анализировать рынок или выстраивать торговые системы.

Торговый метод Стива Коэна не может быть усвоен посторонним, между тем, новичкам стоит попытаться перенять его дисциплинированность. Поведение Коэна на рынке — наглядная демонстрация черт, присущих любому успешному трейдеру, а значит, его опыт ценен для тех, кто хочет получать прибыль. С этой точки зрения особенно полезной оказывается информация об отношении Стива Коэна к вопросу контроля риска.

Коэн — великолепный трейдер, но даже он не застрахован от оплошностей, и порой это действительно серьезные ошибки. Вспомним историю о том, как, не до-

жидаясь поступления отчета о прибылях, он открыл короткую позицию по IBM. Его расчеты оказались в корне неверны, и акция на первой же сделке, совершенной после поступления информации, выросла на \$] 8. Теоретические рассуждения не оправдались, и Коэн немедленно закрыл позицию. Он не тратил сил на осмысление ситуации, он не стал давать рынку время «на исправление». Убыток оказался велик, но помедли трейдер немного — всего лишь до следующего утра — акция выросла бы еще на \$10. Ошибаются все; великим становится тот, кто умеет свести убыток к минимуму.

Фиксация убытков производится Коэном почти механически, это действие, не требующее размышлений. Подобное умение контролировать риск приходит с годами, а новичкам Коэн дает следующий весьма полезный совет: «Если вам кажется, что произошла ошибка, или если рынок по непонятной причине пошел против вас, сократите вдвое позицию. Оставшуюся часть всегда можно будет дополнить».

Еще одна мысль Коэна, к которой стоит прислушаться, вкратце сводится к следующему: стиль торговли должен соответствовать характеру трейдера. Не существует единого, для всех пригодного способа торговли на фондовом рынке. Выясните, что вас интересует. Скажем, не стоит пытаться выступать в ролях внутрисуточного трейдера и инвестора одновременно. Выберите сферу деятельности, наиболее подходящую лично вам.

Коэн настаивает на том, что для трейдера жизненно важно иметь четкую мотивацию открытия позиции. Покупать акцию, потому что она «слишком низко упала», или продавать, поскольку она «забралась чересчур высоко», неразумно. Если ваш анализ не идет дальше подобных утверждений, не стоит рассчитывать на прибыль в торговле.

Становление трейдера — долгий процесс. Это гонки без финиша. Рынки не обладают статичностью. Ни одна стратегия, ни один метод не может успешно функциони-

ровать на протяжении долгих временных промежутков. Опережают рынки только те трейдеры, которые постоянно совершенствуются и движутся в своем развитии вперед. Коэн непрерывно усваивает новую информацию: ему важно получить сведения о ранее неизвестных акциях, секторах и методах работы. По словам Коэна, торговля сродни «процессу эволюции».

- НОВОЕ О СТИВЕ КОЭНЕ -

Стив Коэн отклонил мое предложение встретиться и подробно побеседовать еще раз. На текущем рынке он по-прежнему демонстрирует феноменальный результат. По-видимому, ему просто забыли сообщить о том, что на мощном медвежьем рынке, начавшемся в апреле 2000 года, торговать стало гораздо сложнее. С начала медвежьего рынка по август 2002 прибыль Коэна составила 100% — речь идет только о чистой прибыли инвесторов фонда; в целом торговая прибыль, по-видимому, была вдвое больше! Еще более удивительный факт: за весь период медвежьего рынка у Стива Коэна не было ни одного убыточного месяца. Собственно говоря, убыточных месяцев его фирма не знает уже несколько лет (с августа 1998 года). Возможно, кто-то из вас видел трейдера, чьи показатели прибыль/риск лучше, чем результаты Коэна, — мне до сих пор не встречался такой человек.

АРИ КИЕВ, ДОКТОР МЕДИЦИНЫ

ХАРАКТЕР ЧЕМПИОНА

Ари Киев — не «маг рынка», более того: он не трейдер. Почему я поместил в этой книге советы «непрофессионала» и зачем вам, читатель, прислушиваться к его мнению? Напомню: Стив Коэн — человек, которого без преувеличения можно назвать величайшим трейдером в мире (см. интервью в предыдущей главе), — настолько высоко ценит помощь Ари Киева, что сделал доктора штатным сотрудником своей компании S.A.C. Доктор Киев работает с трейдерами S.A.C. с 1992 года. Первые несколько лет сотрудничество ограничивалось еженедельными семинарами; постепенно масштабы работы росли: в настоящее время Ари Киев занят в фонде три полных дня, занятия с трейдерами сегодня проводятся как в группах, так и индивидуально. Клиентами Киева посчастливилось стать и некоторым трейдерам — сотрудникам прочих фирм.

Ари Киев окончил Гарвард, степень доктора медицины получил в Корнелле. Проработав несколько лет в лондонских больницах — госпитале Джона Хопкинса и госпитале Модели — и одновременно являясь научным сотрудником Колумбийского университета, Киев вернулся в Медицинский колледж Корнелла, чтобы возглавить кафедру социальной психиатрии: темой его исследования стали методы предотвращения суицида.

В 1970 году Киев создал Институт социально-психиатрических исследований, принимавший участие в создании и тестировании нового поколения антидепрессантов («Прозак», «Паксил», «Золофт», «Келекс» и др.).

Доктор Киев — первый психиатр, принятый на работу Американским Комитетом спортивной медицины в качестве консультанта Олимпийской сборной (в этой должности он проработал с 1977 по 1982 год). Задача, поставленная перед ним — помогать олимпийским чемпионам поддерживать и улучшать свои результаты, — по мнению Стива Коэна, должна быть решена и на материале рыночной торговли: Коэн склонен видеть множество родственных черт, сближающих психологию успешного спортсмена и хорошего трейдера.

Доктор Киев — автор четырнадцати книг. «Торговать, чтобы выиграть: как подчинить себе рынок. Психологический курс» и «Торгуем в зоне» написаны по материалам, собранным в ходе занятий с профессиональными трейдерами. Настоящими бестселлерами стали его «Стратегия жизни: день за днем» и научно-популярное антропологическое издание «Магия, вера, исцеление: современные исследования примитивной психиатрии».

Наша беседа проходила в манхэттенском офисе Ари (нет, я не требовал, чтобы он улегся на кушетку).

Ваша профессиональная деятельность начиналась с изучения менталитета самоубийц и людей, переживающих психические стрессы, а через несколько лет вы уже работали с олимпийскими чемпионами и трейдерами — довольно резкая смена интересов, вы не находите? Едва ли между этими двумя сферами можно найти много общих черт.

Одна из задач врача, который хочет помочь пациентам суицидального и депрессивного типов, — внушить им уверенность в своих силах, поднять самооужание. Те же методы я применяю, работая со спортсменами или трейдерами.

Как случилось, что вы стали психиатром в Олимпийской сборной?

Мои дети ходили в спортивный клуб, чьим директором был председатель Олимпийского медицинского Комитета США; там я познакомился с несколькими членами сборной. В конце концов меня пригласили стать официальным психиатром Комитета.

Какими видами спорта занимались ваши пациенты?

Бобслеем (мой сын в 1981 году входил в сборную США на чемпионате мира), баскетболом, стрельбой из лука, академической греблей, греблей на каноэ, фехтованием и некоторыми другими.

Короче говоря, самыми разными. Для каждого вида спорта требуются особые методы или со всеми спортсменами можно работать примерно одинаково?

Методы, подходящие для всех, есть, но их немного: каждый вид спорта требует от человека особых усилий, поэтому и терапия всякий раз строится особым образом. Скажем, соревнования по бобслею начинаются с того, что спортсмены бегут и толкают санки: все внимание в этот момент должно быть сосредоточено на скорости движений, повышении физической активности мышц. Затем бобслеист садится в санки: теперь главное для него — мгновенно успокоиться, снизить количество выбрасываемого в кровь адреналина и сосредоточиться, выбирая лучший путь вниз по трассе. То же умение переключаться крайне важно в биатлоне: спортсмен бежит на лыжах по пересеченной местности, сердце у него бьется со скоростью более 120 ударов в минуту — затем остановка, замедление сердцебиения до нормы, то есть до 40 ударов в минуту, и предельная концентрация для того, чтобы направить выстрел в цель. Спортсменам этого типа я даю упражнения на быстрый переход из сферы возбуждения в сферу релаксации.

Совершенно другие задачи решают те, кто занят, например, стрельбой из лука. Им стоит прежде всего научиться «освободить» сознание ото всех не связанных с конкретной задачей мыслей и образов. Один раз мне пришлось работать с лучником, получившим на предыдущей Олимпиаде золотую медаль — как ни странно, но именно это событие стало мешать ему сосредоточиться и попадать в цель. Я учил его «забывать» о том, что он чемпион, обладатель медали: в момент соревнований его сознание должно быть «пустым», в эти мгновения важна только висящая впереди мишень.

Разве это достижимо?

Да, мы делали упражнения на релаксацию и развитие воображения. Существует множество техник, но суть у всех одна: вы должны «поймать» мысль, а затем ее «выбросить». Скажем, мысль можно представить в виде мыльного пузыря, а потом смотреть, как она улетает и лопается.

Какие качества нужны для того, чтобы стать чемпионом, — независимо от конкретного вида спорта?

В любом спорте выиграть золотую медаль невозможно до тех пор, пока вы не *решите*, что выиграете ее рано или поздно. На то, чтобы попасть в Олимпийскую сборную и получить золотую медаль, может потребоваться десятилетие. Если вы решили стать чемпионом, надо сегодня начинать делать подходящие по уровню подготовки упражнения, и делать их лучше, чем любой из ваших товарищей. Большинство людей думают, что это невозможно, и не стараются, во всяком случае, не стараются в полную меру сил. Важно, чтобы человек вступил в соревнование, рассчитывая на победу, даже если его мучает мысль о том, что проигрыш будет особенно унижительным для того, кто поклялся занять первое место.

Поклялся окружающим или себе самому?

Поклялся всем вокруг — только такое обещание имеет силу. Человек, давший обещание, вынужден тратить энергию на то, чтобы его сдержать, у него не остается выбора, если он не хочет прослыть обманщиком. Когда окружающие знают, что вы поставили перед собой цель и трудитесь для ее достижения, вам проще будет продолжать движение вперед — к лучшему спортивному результату, торговой прибыли, к любой намеченной планке.

Семь лет назад я ввел в S.A.C. такой обычай: раз в год я обхожу торговый зал, и каждый трейдер — а его в это время слушают все коллеги — обещает добиться каких-либо результатов. В первое время возмущались все, кроме Стива Коэна, разумеется: он всегда готов пообещать самую невероятную прибыль. Люди очень долго привыкали к этому нововведению, но сегодня это — часть традиций компании, часть ее культуры. Трейдеры с удовольствием дают обещания, причем, как правило, все хотят улучшить — часто удвоить — результаты прошлого года. Дело не в том, чтобы просто «настроиться на успех»: трейдеры именно обещают, а значит, вынуждены ежедневно прилагать усилия, которые позволят им не осрамиться.

На этот год Стив Коэн запланировал необыкновенно высокую прибыль. Ему пришлось разработать стратегию, чтобы цель оказалась достижимой. Ему приходится по воскресеньям в четыре часа дня усаживаться за компьютер и работать до десяти вечера. «Ненавижу работать в выходные, — говорит Стив, — но иначе придется опустить планку. Ненавижу каждое утро являться на работу в 7:30. Ненавижу по ночам сидеть над графиками. Но иначе мы не получим прибыли, которую запланировали, и я окажусь лжецом».

Вы считаете, что человеку достаточно захотеть, и результат будет достигнут?

Уверенность в том, что результат достижим, ведет к его достижению. Классический пример — преодоле-

ние Роджером Баннистером «четырёхминутного» барьера. До 1954 года считалось, что человек физически не в состоянии пробежать милю меньше, чем за четыре минуты. После того, как Баннистер побил этот рекорд, пробежав свою «волшебную милю», вдруг тех же «невероятных» результатов стали добиваться один за другим остальные спортсмены.

Стоит Стиву добиться очередной «рекордной» прибыли, вслед за ним многие трейдеры фирмы начинают осознавать, что и они способны добиться куда более впечатляющих, чем прежние, результатов. У нас есть трейдер, который пять лет назад работал младшим клерком, а в этом году поставил задачу заработать \$70 млн.

А что, если человек поставил перед собой цель, но до нее не дошел? Очевидно, что улучшить свой результат может не каждый.

Ставить цель нужно не только для того, чтобы ее достигать: скорее, это мерка, позволяющая оценивать полученную прибыль. Если задача не выполнена, человек начинает задумываться: что я делал неверно, чего, поленившись, не сделал? В этом случае трейдер оценивает свою работу более критично и объективно.

Почему одни спортсмены и трейдеры добиваются блестящих результатов, в то время как другие, равные им по способностям, отстают?

Иногда, если человек добивается хорошего результата без особой затраты сил, он расслабляется и перестает относиться к делу с тем же вниманием и полной концентрацией, что в прошлые периоды. Эта психическая особенность объясняет распространенную ситуацию: после момента успеха люди нередко начинают проигрывать. Они не умеют трудиться. Когда человек достигает поставленной цели, перед ним, как правило, встает вопрос: «Что теперь?» Мой ответ — я основываю его на сравнении поведения спортсменов, завоевавших золотую ме-

даль, с поведением тех, кто ее еще не получил, — подумайте о новых результатах, они должны быть еще менее достижимыми, пусть ради них вам придется потратить еще больше труда. Призеры очень часто оказываются в ситуации стресса, не зная, как строить жизнь дальше.

Неумение составить четкий план на будущее не дает возможности достичь большего. Один прыгун несколько лет готовился к вступлению в Олимпийскую сборную, без конца представляя, как на отборочном турнире совершит свой «идеальный прыжок». Он попал на турнир, прекрасно прыгнул и вошел в Олимпийскую сборную. К сожалению, квалификационный прыжок остался лучшим его достижением: этот человек никогда не задумывался и даже не мечтал о том, что будет дальше.

Некоторым трейдерам после того, как они берут некую планку, трудно бывает поддерживать ту же строгую дисциплину, которая однажды позволила им преуспеть. Я работал с трейдером, который неизменно в начале месяца показывал прекрасный результат, но стоило прибыти дойти до \$300 тыс., капитал терпел убыток за убытком. На вопрос, почему к концу каждого месяца его стиль работы столь кардинально меняется, он ответил: «В начале месяца я торгую с сознанием того, что нахожусь в нуле и не имею права проигрывать. Поэтому я с большой тщательностью отбираю сделки и провожу строжайший контроль риска. Но как только на счету появляется прибыль, я расслабляюсь. Благоговение перед рынком уходит».

Какие еще факторы мешают преуспеть трейдерам или спортсменам?

Бывают спортсмены, которым удастся побить мировой рекорд, но они не умеют выигрывать в Олимпиадах. Я знал человека, который побил мировой рекорд в своем виде спорта, но на четырех Олимпиадах ни разу не завоевал золотую медаль. Выяснилось, что в тот момент, когда он побивал мировой рекорд, его укусила пчела, что

позволило ему отвлечься от мыслей типа: «Меня вот-вот опередят. Я не должен проигрывать».

В торговле такая ситуация тоже возможна?

Да, забота о том, как бы не проиграть, отвлекает от выигрыша. Торговать, чтобы не проиграть, — это плохая стратегия. Торговать следует, чтобы заработать прибыль.

Почему вы начали работать с трейдерами?

О моей работе с олимпийскими чемпионами узнал Стив Коэн, и ему показалось, что те же методы можно применить к тренингу трейдеров. В его компании я работаю последние семь лет. Когда мы начинали сотрудничать, это был хедж-фонд, распоряжающийся \$25 млн.; сегодня они выросли до \$1,5 млрд. Я знаю, что вы беседовали со Стивом. Любопытно было бы знать ваше мнение об этом человеке.

Меня потрясло, что торговлю он рассматривает как занятие вполне будничное. Он раздавал торговые приказы на сделки со 100 000 акций, возбуждаясь не больше чем если бы заказывал сэндвич на обед. Чувство юмора не покидало его ни на минуту. Еще одно качество Стива — я наблюдал его проявление у многих других великих трейдеров — умение, зная сотню известных всем вокруг фактов, часть из которых указывает на бычьи, другая — на медвежьи перспективы, извлекать один-два ключевых элемента, наиболее точно описывающих состояние рынка в данный момент времени.

Вы тоже это заметили? Я думаю, что частично эта черта врожденная, частично — приобретенная за счет накопленного опыта. Сделки, которые он заключает, не уникальны. У Стива огромный репертуар сделок, и он часто к нему обращается. Кроме того, он, как и все великие трейдеры, умеет распознавать наиболее перспективные сделки. Если верить статистике отдела управления

риском S.A.C., то почти вся прибыль Стива бывает получена от 5% сделок. Еще одна особенность Коэна: как только он понимает, что ошибался, позиция немедленно закрывается.

Вы работаете исключительно с профессиональными трейдерами или среди ваших пациентов есть обычные люди, которые мечтают об успехах на фондовом рынке?

Только с профессионалами. Я — тренер «трейдерской Олимпийской сборной» — помогаю человеку, добившемуся определенных успехов, улучшить результат, а не обучаю новичков. Моя задача — диагностировать «болезнь» трейдера, особенности его эмоциональной реакции на рынок, а затем помочь человеку измениться таким образом, чтобы проблема ушла.

Например?

Один трейдер пришел ко мне и сказал: «Я начинаю выигрывать и выигрываю подолгу — за весь период ни единой ошибки; начинаю проигрывать — и проигрываю без конца, ни единого верного шага». Моя помощь заключалась в том, чтобы объяснить ему, как в периоды проигрыша воссоздать душевное состояние, соответствующее выигрышу.

И как это сделать?

Вернуться в атмосферу успеха. Когда этот человек чувствует, что все ему удастся, он бесстрашен и чуток, поэтому умеет сделать верный выбор. В момент ошибки ему важно вспомнить, почувствовать, мысленно увидеть себя победителем для того, чтобы, усевшись перед компьютером, он сумел вести торговлю так же, как работал в потоке удач. От трейдеров очень часто приходится слышать: «Если начинает везти, я не ошибаюсь». Я предлагаю пациентам внутренне воссоздать ощущение «везения».

Использовали ли вы этот прием и в работе со спортсменами: они тоже должны были воображать, что безупречно проходят дистанцию?

Как-то я работал с фигуристом, которому не удавался тройной прыжок. Стоило ему выйти на тройной прыжок, он спотыкался и падал. Я попросил его представить себе, что он прыгает. В первое время, когда он представлял, как совершает на льду тройной прыжок, он немедленно вообразил и свое падение. Мы до тех пор продолжали мысленно воспроизводить ситуацию, пока фигурист не смог мысленно проделать упражнение без ошибки. Для того чтобы по-настоящему прыгнуть на коньках, ему нужно было зафиксировать свой успех в воображении. Очень скоро после того, как прыжок стал получаться «в уме», мой пациент действительно начал прыгать.

Другой спортсмен, с которым я работал, — бобслеист, перевернувшийся на зигзаге в Лейк-Плэсиде во время поворота на 90°. После той неудачи всякий раз, совершая маневр, он перенапрягался. Мне важно было заставить его мысленно увидеть, как санки идеально правильно совершают спуск. В реальности спуск занимает около минуты, воспроизвести его в воображении можно примерно за десять секунд. Он по сто раз представлял себе, как без единой ошибки съезжает вниз. Такой мысленный тренинг помог ему справиться с беспокойством, и в конце концов поворот перестал требовать особого напряжения.

Описанные приемы не обладают никакой магической силой, и в то же время не стоит думать, что они так уж просты. Я не хочу, чтобы у читателя создалось впечатление: решить проблему — значит овладеть парочкой техник зрительного повторения событий. Мой метод — это диалог, в ходе которого я выясняю, что именно стоит на пути достижения отличного результата.

Ваши собеседники бывают в состоянии ответить на этот вопрос?

Как правило, да. Скажем, я работал с трейдером, который, решив ликвидировать позицию, обязательно оставлял открытой малую ее часть на случай, если рынок вдруг двинется в направлении, на которое он рассчитывал раньше. В среднем этот остаток позиции приносил убыток. Ему пришлось научиться расставаться с позицией целиком — раньше такое решение вызывало у него приступы беспокойства.

Я не пытаюсь «кодировать» своих пациентов. Я хочу подтолкнуть их к исполнению выгодных для них самих решений. Человеку свойственно стремиться к комфорту. Я — назойливый овод, который заставляет людей переменить положение.

Назовите еще свойства, мешающие трейдерам реализовать свои способности к торговле.

Я знал трейдера — он управлял делами огромного хедж-фонда, — который никогда не покупал акцию по рыночной цене: ему было необходимо совершить сделку подешевле. В результате он пропускал множество прекрасных возможностей.

Как вы узнали об этом его недостатке?

Я спросил: «Как сегодня работалось?»

Он ответил: «Довольно плохо. Только пропустил отличную сделку с XYZ. Пытался купить акции, но не смог открыть позицию из-за слишком высокой цены. Пока я поставил заявку, рынок вырос на доллар, а я не люблю переплачивать».

Я попытался изменить его взгляд на торговлю. Он много лет работал крайне успешно. Большая часть из его сделок приносит прибыль. Для чего быть таким крохобором?

Как вы считаете, почему на рынке он ведет себя таким образом?

Думаю, это черта характера. Его так воспитали. Он прижимист во всем.

И это свойство мешает ему работать?

Оно мешает ему добиваться еще больших успехов. Мое дело — выслушать трейдера, понять, в чем проблема, а затем помочь самому пациенту увидеть, что его «тянет назад».

Какие еще модели поведения могут «тянуть назад» трейдера?

Один трейдер тщательно изучал фундаментальное экономическое состояние компании, а потом в период падения акции открывал длинную позицию. Он сознательно выбирал для открытия позиции момент, когда цены опускались, однако когда сделка выходила в ноль, чувствовал такое облегчение, что, как правило, закрывался.

Разве он не понимал, что стратегия предполагает обязательный убыток в первое время удержания позиции, не отменяющий последующего выигрыша?

Умом он, конечно, все понимал, но психологически воспринимал ситуацию как проигрыш. Именно поэтому, стоило позиции выйти в ноль, он с радостью от нее избавлялся. На первом этапе тренинга мне нужно было заставить его осознать, что, собственно, происходит. Сегодня он в состоянии не поддаваться эмоциям довольно продолжительное время. Критическое осознание собственных поступков — одно из упражнений, которое я предлагаю пациентам особенно часто. В описанном случае трейдеру надо было понять, что он сам себя надувает.

Его поведение на рынке изменилось?

Да, он научился отслеживать ситуации, когда мотивом для закрытия позиции служит всего лишь возвращение ее в ноль. Мало того: я сам научился отслеживать подобный тип поведения в действиях других трейдеров.

Его прибыль возросла?

Во много раз. В прошлом году он заработал \$28 млн. В начале этого года я спросил у него: «Какие планы на этот год?»

Он сказал: «Пятьдесят (миллионов)».

Я переспросил: «Пятьдесят?»

«В общем-то...»

Я быстро проанализировал это «в общем-то» и сказал: «Давай прибавим твое «в общем-то» к результату. Сколько в нем долларов?»

«Наверное, я бы сумел заработать чуть больше...»

«На сколько?»

«Не скажу».

«Давай, говори».

«Не скажу, иначе ты заставишь меня их получить».

«Как я могу тебя заставить? Но все-таки, на какую прибыль ты мог бы рассчитывать?»

«Может быть, на сто миллионов», — он сказал это шепотом.

«Ладно, тогда повтори это громко».

Он повторил: «Я могу заработать сто миллионов».

Я сказал: «Давай позовем ребят, которые работают вместе с тобой».

Мы позвали других трейдеров, и он сказал: «Мы посоветовались с Ари и решили, что в этом году надо заработать сто миллионов».

Три недели назад он пришел ко мне и сказал, что по результатам за год уже получил свои сто миллионов. Оказалось, достаточно было обратить внимание на нерешительный тон, которым он произнес свои «пятьдесят миллионов». Если бы в тот момент наш разговор прервался, я уверен, он не заработал бы так много. Необходим был диалог, в ходе которого мы оба поняли, что он действительно рассчитывает на сотню. Сумму в сто миллионов придумал не я, число назвал он. Моя роль — это роль чуткого слушателя, который улавливает моменты колебания трейдера, моменты, в которые он хочет попятиться назад.

Вы написали толстую книгу о психологии трейдера. Что, если бы вас попросили уместить на трех строчках совет профессионалу, желающему получить прибыль?

Определите цель, разработайте соответствующую цели стратегию, установите правила дисциплины, наладьте контроль риска. Затем торгуйте, отслеживайте прибыль, улучшайте результат.

Советы доктора Киева людям, желающим добиться успеха в любой области, в частности, в торговле на рынке, вкратце сводятся к следующим положениям:

- Уверенность в успехе приносит успех.
- Добивается цели тот, кто не только верит в возможность выигрыша, но и обещает решить поставленную задачу.
- Обещание, данное другим, более действенно, чем клятва самому себе.
- Чемпионам в своих областях — спортсменам, завоевавшим олимпийскую медаль, трейдерам, добившимся сверхприбылей, — приходится постоянно переосмысливать планы на будущее, чья неопределенность порой вызывает стресс. Блестящих результатов невозможно достичь, оставаясь в зоне комфорта.
- Поставив задачу, трейдеру, как и спортсмену, следует разработать стратегию, позволяющую воплотить планы в жизнь.
- Трейдерам, спортсменам, а также любым профессионалам, нацеленным на достижение и улучшение результата, нужно постоянно оценивать свою деятельность, следя за тем, чтобы она проходила в соответствии с заданными установками. Если же лаемый результат не получен, следует диагностировать недостаток, препятствующий успешному движению вперед.

****• НОВОЕ ОБ АРИ КИЕВЕ **•**

За время, прошедшее с нашей первой беседы, доктор Киев успел расширить свою практику среди трейдеров, а также издать еще две книги, имеющие непосредственное отношение к торговле на рынке: «Торгуя в зоне» и «Психология риска».

В последние годы на рынке установился и занял господствующее положение мощный медвежий тренд. Какие психологические изменения вы наблюдаете у своих пациентов в связи с изменением рынка?

У людей заметно понизилась самооценка. Ко мне приходит все больше трейдеров, сомневающих в своем профессионализме и потерявших «вкус» к рынку. Многие жалуются на то, что их аналитические исследования и торговые методологии перестали работать. Они хотят знать, как следует поступить в подобной ситуации.

Что вы советуете в этом случае?

Я говорю, что следует отдохнуть и набраться сил, а затем начать торговать меньшими объемами. Как правило, я стараюсь опустить планку ожиданий так, чтобы у человека даже при малом успехе появлялось чувство гордости за свои действия. Если человек рассчитывает на многое, а получает чуть-чуть, он, скорее всего, будет растерян и недоволен. Я также предостерегаю трейдеров, думающих большими по объему позициями окупить прошлые убытки.

Не могли бы вы на конкретном примере изобразить трудности, с которыми сталкивается типичный трейдер в современном рыночном окружении?

Не так давно я работал с трейдером, имеющим явно выраженные бычьи наклонности; у него в управлении находилось \$35 млн., по итогам за год убыток составил более \$3 млн. Пытаясь вернуть прежние прибыли, он

заметно сократил объем позиции. Он находился в состоянии тяжелейшего стресса. Чем хуже шли дела, тем меньше он выходил из рабочего кабинета и тем реже общался с коллегами. Его состояние демонстрировало классические признаки депрессии. Человек попал в замкнутый круг: плохие результаты привели к понижению самооценки и отстранению от дел, что, в свою очередь, обусловило дальнейшее ухудшение результатов.

Что вы ему посоветовали?

Он оценивал свою личность исключительно по результатам торговли. Я велел ему вести более открытый образ жизни, прислушиваться к свежим мнениям, общаться с товарищами по работе.

Как в период медвежьего рынка изменились ваши методы работы с трейдерами?

Базовая стратегия осталась прежней. Я все так же настаиваю трейдеров на «золотую медаль», беру почти невыполнимые обещания, а затем предлагаю разработать стратегию, необходимую для воплощения мечты в жизнь. В такую стратегию входит быстрая фиксация убытков, а также расширение объема позиции в случае, если трейдер абсолютно уверен в сделке, имеет преимущество над рынком и достаточный запас прибыли «на черный день».

Данный метод все так же хорошо работает применительно ко многим рынкам и торговым системам: торговле на рынке Forex, торговле на основе фундаментального макроэкономического анализа, арбитражу на рынке конвертируемых облигаций и даже торговле, использующей системы типа «черный ящик». На фондовом рынке этот метод может помочь трейдерам, умеющим торговать на коротких позициях и знающим, как использовать ситуации панического закрытия коротких позиций, не забывая о принципиальной уязвимости короткой позиции как таковой. В то же время многим

трейдерам в последние годы недостает умения приспособиться к текущему медвежьему рынку. Перед этими трейдерами не стоит задача «получить золото», им важно «не вылететь из игры». Я всегда предпочитаю концентрировать внимание пациента на улучшении результатов (помогать ему получить больше денег, поняв, что он на это способен), однако сейчас, работая с некоторыми группами, я нередко переношу акцент на сохранение капитала и управление риском.

Вы можете более подробно рассказать о том, как работаете с трейдерами, испытывающими трудности?

Часто бывает достаточно перевести их стремление отвернуться от решения проблем в область сознательного. Скажем, есть люди, которым психологически трудно фиксировать убытки в случае, когда экономическое состояние компании не внушает опасений. Другим надо помочь преодолеть дискомфорт, связанный с открытием коротких позиций. Я всегда советую трейдерам принимать большой риск только в том случае, когда на счету есть «запас на черный день». Впрочем, и эта стратегия имеет обратную сторону. Некоторым особо бережливым людям, не желающим целиком использовать предоставленный в их управление капитал, приходится настоятельно советовать рисковать в случае, если у них есть достаточный «задел» и если их отношение Шарпа позволяет идти на риск.

Какие еще изменения произошли в вашей работе?

Мне все чаще приходится решать проблемы, возникающие в ходе осуществления руководства сотрудниками: проблемы корпоративной морали, поддержания командного духа, налаживания общения с подчиненными, взаимной поддержки трейдеров. Например, не так давно ко мне обратился управляющий хедж-фондом: «Я велел трейдеру открыть короткую позицию на 100 000 акций, а он продал всего 40 000». Я спросил, почему бы просто-напросто не

приказать трейдеру продать оставшиеся 60 000. Он сказал: «Понимаете, мне не хотелось приучать его к слепому повиновению». На бычьем рынке руководители могли довольствоваться самым поверхностным присмотром за действиями персонала: на многих фирмах сотрудники так и не осознали, что когда начальник говорит «А», он имеет в виду именно «А», а не «Б». На нынешнем рынке недопонимание подобного рода чревато серьезной опасностью.

Я полагаю, что многие управляющие, с которыми вы работаете, на бычьем рынке показывали хороший результат не столько благодаря собственным способностям к торговле, сколько из-за того, что рынок постоянно двигался в одном направлении. Как понять, какой человек перед вами: испытывает ли он временные трудности или торговля — это вообще не его дело?

Прежде всего следует изучить его торговые результаты. Если менеджер постоянно терпит убыток, тогда, скорее всего, ему действительно не следовало заниматься торговлей на рынке. Кроме того, мне важно понимать размах работы и степень сложности используемых стратегий, если таковые вообще применяются. Не так давно мы обедали с одним менеджером — он сумел привлечь крупный капитал для создания нового хедж-фонда. Я поразился, до чего примитивно он представлял себе будущую работу. Он попросил аналитика составить список акций, упавших до минимума, — их он собирался покупать; второй список должен включать акции, приблизившиеся к максимуму, — они будут продаваться. Уверяю вас, я не преувеличиваю, он действительно собирался торговать исключительно на основании подобного рода «анализа». Я пришел в ужас. Посоветовал пригласить более сведущих аналитиков, чтобы процесс инвестирования прошел осмысленно.

В первом интервью вы несколько раз подчеркивали, как важно трейдеру постоянно стремиться к более вы-

сокой цели. Очевидно, что на медвежьем рынке многие трейдеры не решают поставленных заранее задач или терпят убытки. Что вы советуете людям, попавшим в подобную ситуацию?

Трейдер мог поставить перед собой задачу заработать \$10 млн., а к середине года получить прибыль, равную всего \$2 млн. В этом случае ему, возможно, следует пересмотреть прежнее решение и снизить планку до \$5 млн. В таком поведении нет ничего постыдного. Лучше опустить планку, чем мучиться из-за того, что более высокая цель недостижима.

Значит, сегодня вы часто советуете трейдеру опустить планку, тогда как раньше вы убеждали пациента поднять уровень планируемой прибыли выше?

Совершенно верно.

А что, если человек не только не дошел до намеченной цели, но и потерпел заметный убыток? Предположим, он думал заработать \$10 млн., прошло полгода, а он в минусе на \$3 млн.

Как правило, беда такого человека в том, что он слишком много думает об этих злосчастных трех миллионах. Не стоит строить планы о том, как бы вернуть проигранное, — они обычно кончаются полным провалом. Начинать следует с того места, где находишься в данный момент. Итак, вы в убытке, а теперь подумаем, что вы сможете сделать за эту неделю, чего добьетесь за месяц, чего — за оставшийся год. Важно вернуть ощущение контроля над ситуацией.

УРОКИ МАГОВ

1. К успеху приходят разными путями

Не существует одного, пригодного для всех участников рынка, рецепта успеха. Каждый из великих трейдеров воплотил в жизнь свою, особую стратегию, таких методов, стилей, стратегий — великое множество. Кто-то торгует, исходя исключительно из анализа фундаментальных характеристик компании; для кого-то важны данные технического анализа; третьи в том или ином виде сочетают черты обоих подходов. Для некоторых трейдеров два дня удержания позиции — долгий срок, другие считают краткосрочными инвестиции, сделанные на два месяца. Есть специалисты, принимающие торговое решение только на основании сложных вычислений; есть профессионалы, проводящие только качественный анализ рынка.

2. Всех великих трейдеров роднят общие черты

Трейдеры, интервью с которыми я предложил вниманию читателей, разнятся как по используемым методам торговли, так и по образованию, по опыту работы, по характеру, наконец. Между тем, всех их объединяет несколько родственных черт. Одна из этих черт — высочайшая дисциплинированность.

Успешная торговля — это процесс, как правило, разбиваемый на два этапа:

1) Разработка эффективной торговой стратегии и соответствующего торгового плана, предусматривающая действия трейдера во всех возможных ситуациях.

2) Следование плану, не признающее исключений из правил. (Любое исключение, скажем, изменение размера позиции при возникновении экстремальной ситуации, должно являться одним из пунктов плана.) Любая, даже самая эффективная стратегия не даст положительного результата, если в течение этой второй фазы работы трейдер не будет соблюдать самую жесткую дисциплину.

3. Стиль торговли должен выбираться в соответствии с характером трейдера

Коэн настаивает на том, что стиль торговли должен являться прямым следствием наиболее ярких черт характера трейдера. Не существует единого, всеми признанного способа торговли на финансовых рынках. Разрабатывая стратегию, человек должен выяснить, какие методы близки лично ему. Например, не следует пытаться одновременно выступать в ролях внутридневного трейдера и долгосрочного инвестора. Займитесь тем видом торговли, который вызывает наибольший интерес у вас. Аналогичный совет дает читателям Минервини: «Сосредотачивайтесь на овладении методом, отражающим особенности вашего склада; это процесс, который длится всю жизнь».

Каждый из «великих» пришел, порой путем долгого и мучительного поиска, к осознанию стиля, наиболее подходящего для его темперамента. Кук, например, приходит в восторг всякий раз, когда удается заработать — пусть даже прибыль мала, — и впадает в уныние от любых самых незначительных убытков. Размышляя над этой своей особенностью, он создал стратегию, где для каждой сделки предполагается низкий коэффициент прибыль/риск, однако вероятность выигрыша для каж-

дой позиции высока. Заметим, что описанный метод, используя его другой человек, вполне может оказаться причиной возникновения стресса и, как следствие, не даст положительного результата. Конкретная торговая стратегия — это не «панацея от всех болезней», подбирать ее следует тщательно и осторожно.

4. Не падать духом после провала

Вы помните, что в то время, как ко многим моим собеседникам рынок с самого начала повернулся лучшей своей стороной, для других ранний опыт торговли оказался настоящим провалом. Марк Кук не только несколько раз целиком терял вложенный в инвестиции капитал, но и оказывался в долгу: долг, равный нескольким сотням тысяч долларов, поставил его на волосок от банкротства. Стюарт Уолтон проиграл все деньги, данные ему отцом, а затем, через несколько лет, едва не расстался со всем торговым капиталом, частично состоящим из денег, взятых под залог единственного дома. Марк Минервини также потерял на рынке не только собственные деньги, но и деньги, взятые займы.

И все же, несмотря на столь тяжелое начало финансовой карьеры, все мои собеседники рано или поздно добились блестящих успехов. Как удалось совершить этот труднейший переход от провала к победе? Очевидно, что достигнутый результат не в последнюю очередь объясняется умением этих людей противостоять трудностям. Замечу, однако, что стойкость без гибкости — не большое достоинство. Продолжи они торговать так, как делали это прежде, неудача повторилась бы снова. Важно, что они, оставшись на рынке, полностью изменили свои методы и стратегии.

5. Великие трейдеры — люди, умеющие меняться

Даже великие трейдеры — особенно в начале их профессиональной карьеры — не застрахованы от самых глупых ошибок. Успех этих людей объясняется тем, что

они находят в себе силы меняться. Ларошфуко писал: «Одна из величайших трагедий, которые нам приходится переживать, — гибель прекрасных теорий, падающих под напором грубых фактов». Великие трейдеры умеют видеть в подобной трагедии урок для себя и, несмотря на то, что теория бывает им дорога, склоняются перед правотой реальности.

Вспомним, как начинал свою торговую деятельность Уолтон: он продавал акции хороших компаний и покупал бросовые бумаги по низким ценам. Потратив долгое время на наблюдение за рынком и обнаружив, что его первоначальный вывод не согласуется с действительным положением вещей, он нашел в себе мужество полностью отказаться от прежнего метода. Еще один пример — стратегия Минервини: если в начале карьеры он отдавал предпочтение дешевым акциям, дошедшим до новых минимумов, в более поздние годы торговля стала вестись в соответствии с прямо противоположными принципами.

Рынки подвержены динамике. Метод, отлично рекомендовавший себя в некий период времени, через несколько лет может стать бесполезным. Успех на фондовом рынке связан со способностью приспосабливать свой стиль работы к меняющимся обстоятельствам. Вот несколько примеров:

- Уолтон постоянно «настраивает» стратегию в соответствии с господствующими на рынке тенденциями. В результате, в течение одного года он покупает акции, исходя из их тренда, в течение другого года — исходя из оценки «справедливой» стоимости компании. «Вот моя торговая философия, — говорит он, — дрейфуй, как медуза, и дай рынку тебя направлять».
- Лескарбо создал торговые системы, чья эффективность кажется почти невероятной, между тем, он без усталости продолжает исследование

для того, чтобы в случае изменения состояния рынка системы могли быть заменены на более успешные.

- Текущая торговая стратегия Флетчера — сложная вариация его более примитивного первоначального метода, сформировавшаяся в ходе нескольких этапов исследования. Как только конкуренты приближаются к овладению методами Флетчера, он тотчас меняет свой торговый подход.

- «Я постоянно учусь, — говорит Коэн, — поэтому торговля для меня — занятие всегда новое и интересное. Сегодня я занят не тем, над чем работал десять лет назад. Я иду вперед и не собираюсь останавливаться».

6. Успешным трейдером невозможно стать «в мгновение ока»

Одно из обязательных условий достижения успеха в торговле, как и в любой другой сфере деятельности, — наличие профессионального опыта, который может быть получен только в ходе реальной, а не «смоделированной» работы на рынке. Как верно заметил Кук, «врачом или адвокатом не станешь за пару недель; трейдер — это тоже профессия».

7. Ведите дневник наблюдений за рынком

Процесс приобретения опыта, разумеется, невозможно ускорить, но можно заметно повысить его эффективность, если, не полагаясь исключительно на собственную память, записывать сделанные в ходе торговли важные выводы. Превратиться из неудачника в блестящего профессионала позволил Куку именно торговый дневник, в котором он ежедневно фиксировал свои наблюдения за поведением рынка. Из этих заметок впоследствии выросла не одна успешная торговая система. Мастер набрасывает свои заметки на обороте неиспользованных визиток. Тщательно обработанная картотека стала основой его торговой модели.

8. Разработайте свою торговую философию

«Маги» советуют каждому трейдеру разработать торговую философию, включающую собственное видение рынка, и принципы, на которых будет строиться торговля: такая философия должна строиться на основе накопленного опыта и в соответствии с личными качествами трейдера (см. пункт 3). Развитие торговой философии — динамический процесс: чем больше знаний о рынке появляется у трейдера, тем более детальной и точной она может быть.

9. В чем состоит ваше торговое преимущество?

Без ясного и определенного ответа на этот вопрос нет успешной торговли. У каждого из моих собеседников особое мнение на этот счет. Вот только несколько примеров:

- Модель Мастера, позволяющая заключать сделки, характеризующиеся высокой вероятностью выигрыша, основана на изучении действия катализаторов.
- Кук обнаружил графические ценовые фигуры, верно предсказывающие краткосрочное направление рынка примерно в 85% случаев.
- Коэн основывает торговое решение как на изучении информации, получаемой от группы высокопрофессиональных трейдеров и аналитиков, так и на собственном внутреннем чутье.
- Небольшие рыночные аномалии стали источником прибыли для компании Шоу — их использование стало возможным благодаря мощнейшему инвестиционному анализу и низким расходам на проведение транзакций.
- Флетчер проводит транзакции, для которых характерна высокая вероятность прибыли практически при любом развитии событий: его метод основан на сочетании умело структурированного

финансирования с использованием эффективных технологий хеджирования.

- Исследование Уотсона базируется, в первую очередь, на общении с представителями компаний — такая стратегия позволяет идентифицировать акции, которые в ближайшем будущем ожидают резкий рост, задолго до того, как сведения о них получают аналитики с Уолл-стрит.

10. Уверенность в победе — необходимое условие выигрыша

Один из самых потрясающих выводов, который я сделал, обрабатывая собранные интервью: всем без исключения «магам рынка» присуща непоколебимая уверенность в своих силах. Разумеется, передо мной немедленно встал вопрос: что было в начале — уверенность или победа? Эти люди знают себе цену, потому что выиграли много денег или, наоборот, удача сопутствовала им, поскольку они были уверены в себе? Конечно, нас не удивляет, что люди, демонстрирующие блестящий профессиональный результат (а именно с такими трейдерами я беседовал), высоко оценивают собственные заслуги. И все же, чем ближе я знакомился с этими людьми, тем яснее становилось: уверенность в себе — не только следствие успеха, но и его причина. Приведу несколько конкретных примеров:

- На вопрос о том, почему он, не имея никакого опыта подбора акций, был уверен, в том, что сможет управлять портфелем, Уотсон ответил: «Стоит мне решить, что я сделаю то-то и то-то, я иду к успеху, невзирая ни на какие препятствия. Такой уж у меня характер, а иначе я не добился бы ничего».
- Мастеру, который организовал фонд, будучи безработным фондовым брокером, не имеющим практически никаких достижений на рынке, на аналогичный вопрос ответил: «Я подумал, что

если другие зарабатывают на торговле, я тоже смогу. Я побеждал на многих турнирах по плаванию, значит, и на рынке я сумею обойти конкурентов».

- Самоуверенность Лескарбо, по видимости, не имеет никаких логических обоснований. На вопрос о том, почему он не отсрочил расставания с партнером, управлявшим портфелем компании, до тех пор, пока сам не выработал подходящей торговой стратегии, Лескарбо ответил: «Я знал, что скоро придумаю стратегию. В этом не было ни малейшего сомнения. Мне всегда удавалось выполнить то, что я задумал; тот случай не был исключением».

Пожалуй, одним из лучших «тестов на профессиональную пригодность» может стать для будущего трейдера беспристрастная оценка уровня уверенности в собственном успехе. Меня специальность или собираясь рискнуть на финансовом рынке значительной суммой денег, спросите себя, точно ли вы уверены в том, что получите прибыль. Любое колебание при ответе на этот вопрос должно рассматриваться как «тревожный звоночек».

11. Тяжелый труд

Как ни странно, в то время, когда большинство новичков приходит на фондовый рынок в надежде, не особенно напрягаясь, заработать большие деньги, настоящие профессионалы, получающие большую прибыль, — это настоящие «трудоголики». Вспомните хотя бы несколько рассказанных моими героями историй:

- Шоу, который успешно управляет огромной торговой компанией, нашел время и силы на организацию работы нескольких технологических компаний, финансирование и поддержку двух фирм, производящих компьютерные программы для нужд химической промышленности, а также

на участие в деятельности комитета советников президента. Он признается, что даже в редкие дни отпусков каждый день должен хотя бы понемногу работать.

- Лескарбо проводит часы и дни за компьютером, его не останавливает тот факт, что уже созданные им системы чрезвычайно удобны в употреблении и приносят огромную прибыль. Он работает так напряженно, словно системы завтра же должны оказаться абсолютно непригодными. Он не пропустил ни одного дня торгов: в день операции на коленном суставе Лескарбо, преодолевая боль, добрался до компьютера, чтобы проверить текущее состояние рынка.
- Рабочая неделя Минервини состоит из шести дней, каждый из которых — 14-часовой. Минервини уверяет, что за десять лет не пропустил ни одного торгового дня, даже когда серьезно болел пневмонией.
- Проводя по 50-60 часов в неделю за торговлей, Кук в свободное время регулярно занимается сельским хозяйством. В течение нескольких лет, последовавших за неудачной сделкой, которая поставила его на грань банкротства, Кук полноценно трудился на двух рабочих местах.
- Бендер проводит весь день, торгуя на финансовых рынках США, а половину ночи — заключая сделки на японском фондовом рынке.

12. Маниакальная привязанность к работе

Между любовью к труду и маниакальной привязанностью порой проходит весьма тонкая граница, различить которую в поведении некоторых из «магов» бывает непросто. Очевидно, часть приведенных выше примеров указывает не столько на обычную трудоспособность, сколько на маниакальную страсть к рынку. По-видимому, эта черта иногда также является частью успеха.

13. «Маги рынка» — не последователи, а новаторы

Вот всего несколько примеров:

- Когда Флетчер был принят на работу, ему указали на письменный стол и велели «начинать придумывать». Он последовал указанию — и следует ему до сих пор. Профессиональная карьера Флетчера со стоялась благодаря умению вникать в самую суть старых стратегий и вносить в них принципиально новые черты.
- Бендер сумел не только разработать оригинальный стиль торговли опционами: он создал метод, позволяющий получать прибыль, играя против участников рынка, пользующихся традиционными моделями ценообразования опционов.
- Жизнь Шоу постоянно связана с новыми идеями и технологиями: будучи студентом, он создал компанию, занятую разработкой нового программного обеспечения; работая в научной лаборатории, посвятил себя дизайну суперкомпьютеров; организовал несколько компаний, работающих в сфере технологий будущего; придумал сложнейшую математическую торговую модель, правом использования которой обладает исключительно его компания D.E. Shaw.
- Обработав материал, заключенный в детальнейшем дневнике рынка, который вел в течение десятилетия, Кук сумел создать несколько оригинальных высокоэффективных торговых стратегий.
- Минервини вместо того, чтобы использовать графические фигуры, описанные в популярной финансовой литературе, сформировал свой собственный «набор» повторяющихся фигур.
- Объединив собственные наблюдения за рынком в единое целое, Мастере получил торговую модель,

построенную на изучении действия катализаторов.

- Лескарбо так и не открыл тайну своих торговых систем, однако сама их эффективность указывает на то, что такие системы, без сомнения, уникальны.

14. Хочешь выиграть — не бойся проигрывать

По словам Уотсона, «не следует бояться убытков. Люди, преуспевающие в торговле, — это люди, готовые потерять часть капитала».

15. Контроль над риском

Минервини считает, что основная ошибка новичков — «стремление тратить время только на поиск условий успешного открытия позиций и пренебрежение мерами риск-контроля». «Ограничение убытков, — замечает он, — это 90% успеха вне зависимости от того, какую стратегию вы выбрали». Коэн следующим образом объясняет необходимость ограничения убытков: «Большинство трейдеров зарабатывает в 50-55% сделок. Моему лучшему трейдеру удастся получить прибыль в 63% случаев. Таким образом, значительную часть времени трейдер ошибается. А значит, следует позаботиться о том, чтобы убытки оказались по возможности минимальными».

Методы риск-контроля, наиболее широко применяемые трейдерами, у которых я брал интервью, сводятся к следующим:

- **Защитные остановки (стоп-лосс).** Как Минервини, так и Кук заявляют, что закроют позицию при неблагоприятном движении цены. Подобная тактика позволяет им ограничить потенциальный убыток на каждой позиции заранее установленной суммой (за исключением случаев гигантского скачка цены за ночь). И Минервини, и Кук гово-

рят, что уровень стопа связан с величиной ожидаемой прибыли: чем выше потенциальный заработок, тем дальше размещается стоп (выше риск).

•**Сокращение объема позиции.** К компьютеру Кука прикреплен девиз: «Сокращайся». «Первое, что я делаю, осознав потерю, — говорит он, — останавливаю кровотечение». Коэн иными словами выражает аналогичную мысль: «Если вы думаете, что ошиблись, или если рынок по непонятным причинам идет против вас, сокращайте позицию на половину. Вы всегда сможете ее увеличить. Если такая процедура будет проведена дважды, позиция сократится на три четверти. Оставшаяся сумма не приведет к существенным потерям».

•**Выбор позиций, представляющих наименьший риск.** Часть трейдеров устанавливает крайне жесткие правила выбора акций: таким образом, контроль над риском осуществляется без установления стоп-сигналов или сокращения объема позиции. (Подробнее см. пункт 17.)

•**Ограничение первоначального размера позиции.** Коэн говорит, что «многие трейдеры непредусмотрительно открывают позицию, являющуюся чересчур большой относительно портфеля в целом. В случае если цена движется в неподвижном направлении, они чувствуют, что потери будут огромными, впадают в панику и опускают руки». Флетчер, цитируя своего наставника Элиота Уолка, предупреждает: «Никогда не инвестируйте капитал, который боитесь потерять».

•**Диверсификация.** Чем более диверсифицирован портфель, тем ниже риск. В то же время диверсификация сама по себе не является достаточным способом риск-контроля, поскольку большинство акций в сильной степени коррелируют с широким рынком и, следовательно, друг с другом. Кроме того, как указано в пункте 52, слишком высокая

диверсификация имеет существенные недостатки.

•**Короткие позиции.** Несмотря на то, что короткие позиции по традиции считаются рискованными, они могут стать прекрасным оружием в борьбе за сокращение риска для портфеля в целом (см. пункт 58).

•**Стратегии хеджирования.** Некоторые трейдеры (Флетчер, Шоу и Бендер) используют торговые методологии, предполагающие изначальное хеджирование позиций. Для этих трейдеров контроль риска означает ограничение размера кредитного плеча, поскольку даже стратегия, сопряженная с небольшим риском, может стать крайне рискованной, если леверидж чересчур велик. (Пример тому — материалы о деятельности LTCM, помещенные в интервью с Шоу.)

16. Не бойтесь рисковать

Контроль над риском не следует путать с боязнью риска. Готовность принять риск — возможно, самая характерная черта каждого успешного трейдера. Как заметил Уотсон, «следует быть готовым в определенной степени рисковать, иначе вам никогда не спустить курок». На вопрос о том, какие черты характера кандидата вызывают симпатию при приеме на работу в его фирму, Коэн ответил: «Я ищу людей, которые не опасаются рисковать».

17. Внимание к недооцененным акциям позволяет ограничить убыток

Часть моих собеседников ограничивает выбор акций для открытия длинных позиций областью недооцененных компаний. Уотсон обращает особое внимание на акции с относительно низким коэффициентом цена/прибыль (от 8 до 12). Окумус покупает акции, чья цена опустилась на 60 и более процентов ниже максимума и торгу-

ется при отношении цена/прибыль меньше 12. Он также предпочитает приобретать те акции, чья цена наиболее близка к балансовой стоимости.

Одна из причин, заставляющих трейдеров покупать акции, имеющие перечисленные стоимостные характеристики, — стремление ограничить падение капитала. Другое преимущество, даваемое покупкой акции, переживающей временные трудности, — огромный потенциал роста, присущий этой группе финансовых инструментов.

18. Низкая стоимость — не единственный критерий покупки

Следует подчеркнуть, что хотя многие трейдеры рассматривают в качестве возможных кандидатов на покупку только недооцененные акции, сама по себе эта характеристика никем не признается единственно необходимым условием открытия позиции. Сделка может быть заключена только при соблюдении целого ряда других дополнительных условий, поскольку недооцененная акция годами может оставаться на низком уровне цены. Несмотря на то, что при покупке такой недооцененной акции убыток едва ли будет большим, общее состояние портфеля ухудшится, поскольку капитал, который мог бы быть употреблен с выгодой, будет размещен в инструменты, не приносящие пользы.

19. Значение катализатора

Акция может являться сильно недооцененной и, однако, в течение долгих лет не расти, так что инвестиции в нее окажутся «мертвым грузом». Именно поэтому каждый трейдер перед открытием позиции обязан задаться вопросом: что нужно для того, чтобы цена на акцию пошла вверх?

Процесс выбора акции в стратегии Уотсона состоит из двух этапов. Во-первых, проводится идентификация акций, отвечающих определенным разнообразным критериям: это достаточно легкая часть работы,

ее цель — ограничить круг, из которого впоследствии будут выбраны надежные кандидаты. Второй этап — поиск катализатора (уже действующего или готового начать действовать в будущем): таким образом выявляются акции, цена на которые в установленный промежуток времени вырастет с наибольшей вероятностью. Поиск катализатора предполагает значительные финансовые затраты, общение с представителями компаний, их конкурентами, дистрибьюторами и клиентами. Сделка совершается не раньше, чем бывает обнаружен катализатор.

Вся торговая модель Мастерса строится на изучении действия катализаторов. Несколько лет наблюдений за рынком и тщательные аналитические исследования позволили ему составить представление о том, как реагируют разные акции на действие катализаторов различных типов. Обнаруженные закономерности по отдельности приносят не большую пользу, однако все вместе позволяют успешно вести поиск сделок с высокой вероятностью прибыли.

20. Закрыться вовремя не менее важно, чем вовремя открыть позицию

Многие трейдеры, заботясь о том, чтобы позиция была открыта в наиболее благоприятный момент, забывают разработать стратегию выхода из рынка. Между тем, любая торговая система, не определяющая набор условий, необходимых для ликвидации позиции, является неполной. Основой для разработки стратегии ликвидации может стать внимательное изучение следующих принципов и положений:

- **Защитные остановки (стоп-лосс).** Подробнее см. пункт 15.
- **Достижение заранее намеченной цели.** Многие из трейдеров, с которыми мне пришлось говорить (Окумус, Кук и другие), ликвидируют позицию по

акциям (или индексу акций) в случае, если рынок дошел до некоего заранее установленного уровня.

•**Временной стоп.** Позиция по акциям (или индексу акций) закрывается, если в течение установленного временного промежутка она не приносит ожидаемой прибыли. Как Мастере, так и Кук считают временные стоп-сигналы чрезвычайно ценными стратегическими инструментами.

•**Изменение условий, явившихся причиной открития позиции.** Сделка немедленно ликвидируется в случае, если условия, наличие которых стало основой для совершения сделки, перестают существовать. Так, когда IBM, на которую Коэн в ожидании отчета о низких прибылях, открыл короткую позицию, сообщила о доходах более высоких, чем предполагалось, позиция немедленно была закрыта. Несмотря на то, что убыток, понесенный трейдером, был велик, потери, связанные с дальнейшим удержанием позиции, оказались бы намного больше.

•**Поведение рынка, идущее вразрез с ожиданиями трейдера** (см. пункт 21).

•**Соображения портфельного характера** (см. пункт 22).

Некоторые из перечисленных выше принципов (например, закрытие позиции в ситуации, когда рынок начинает вести себя неожиданным образом) значимы для всех моих собеседников; другие важны для одних трейдеров и не принимаются в расчет остальными. Так, использование стоп-сигналов, позволяющих ограничить убытки, — основной элемент стратегии Минервини, чья методология строится на основе тайминга рынка; с точки зрения Окумуса и Уотсона, занятых покупкой недооцененных акций, переживших резкое падение, подобный подход к торговле на длинных позициях не имеет смысла. (Замечу, однако, что и эти трейдеры применяют стоп-лосс стратегии, торгуя на коротких позициях с не-

ограниченным риском.) Еще один пример: ликвидация позиции при получении прибыли установленного размера может стать ключевым элементом стратегии одних трейдеров и инвесторов, тогда как для других тот же метод окажется неподходящим, поскольку ограничит потенциал их торговых достижений.

21. Рынок ведет себя неожиданно? Закрывайте позицию!

Из слов большинства моих собеседников следует: если рынок реагирует на событие (скажем, на отчет о прибылях) не так, как предполагалось, значит, ваши умозаключения оказались ошибочными и позиция должна быть ликвидирована. В интервью Коэн говорил о намечающемся, по его мнению, росте рынка облигаций, который в то время переживал период затянувшегося упадка. Коэн указал целый ряд причин, заставляющих его надеяться на заметный рост рынка в ближайшие несколько месяцев. В момент нашего разговора на облигации была открыта длинная позиция. В течение следующих нескольких дней рынок действительно вырос, однако затем тенденция к падению снова возобладала, и облигации направились к новым минимумам. Беседуя с Коэном по телефону неделю спустя, я спросил, удерживает ли он длинную позицию на рынке облигаций, на рост которого так рассчитывал. «Нет, — ответил он. — Я открываю позицию, руководствуясь теоретическими соображениями, и закрываю, если рынок показывает, что я был не прав».

22. Вопрос о ликвидации позиции должен решаться не только на основе изучения поведения акции: важно, чтобы капитал был вложен в наиболее выгодные на данный момент финансовые инструменты

Инвестируемый капитал не бесконечен. Удержание одной позиции делает невозможным открытие другой. Случается, что «маги» ликвидируют неплохую позицию, чтобы перевести капитал в другие, более выгодные, с их

точки зрения, акции. Уотсон, например, руководствуется в торговле методом, который сам называет принципом «свиньи у корыта». В портфеле проводятся постоянные преобразования: акции, несмотря на то, что они могут пойти вверх, заменяются другими акциями с лучшим коэффициентом прибыль/риск. Таким образом, основной вопрос, на который предстоит ответить инвестору, формирующему портфель, это не вопрос «Вырастет ли эта акция?», а, скорее, «Представляет ли эта акция наилучшие инвестиционные возможности или тот же капитал может с большей выгодой быть вложен в иной финансовый инструмент?»

23. Быть терпеливым

Какой бы критерий выбора акций и времени открытия позиций вы ни приняли для себя, вам следует запастись терпением и не приступать к торговле, прежде чем не будут соблюдены стратегически значимые условия. Окумус, например, неизменно дожидается, пока акция упадет до заданного «супернизкого» уровня цены, «пропуская» 80% выбранных в качестве кандидатов к покупке акций. В середине 1999 года в фондовый рынок было вложено всего 13% капитала, поскольку, по словам трейдера, в тот момент все вокруг было «слишком дорого. Я никогда не рискую; длинная позиция не открывается до тех пор, пока не найдется действительно дешевая акция».

24. Как важно уметь ставить задачу

Доктор Киев, имеющий большой опыт работы как с олимпийскими чемпионами, так и с профессиональными трейдерами, считает, что постановка задачи сама по себе — важнейший элемент успешной работы. По его мнению, существование цели и вера в возможность ее достижения приближают положительный результат. Впрочем, одной уверенности в победе недостаточно. Киев говорит, что успеха добивается тот, кто не толь-

ко ставит задачу, но и твердо намеревается ее решить. Доктор Киев полагает, что одним из действенных способов улучшения торговой прибыли является обещание улучшить ее, данное не только себе самому, но и коллегам по работе.

Доктор Киев напоминает: чрезвычайно высокая прибыль возможна, только если трейдер ставит перед собой цель, расположенную вне его зоны комфорта. Следовательно, трейдеру нужно постоянно уточнять постановку задачи таким образом, чтобы ее выполнение неизменно требовало особых усилий. Кроме того, трейдеру следует проводить постоянный мониторинг собственных торговых результатов: важно знать, что движение совершается в сторону намеченной цели, а если результат не может быть достигнут, следует выявить причины неудач.

25. На этот раз все будет, как прежде

Всякий раз, когда на рынке наблюдается период «массового помешательства», со всех сторон слышится: «На этот раз все будет по-другому. Пусть цены уже взлетели до заоблачных высот, нынешний бычий рынок, не в пример прежним, продлится долгие-долгие годы». У толпы всегда есть наготове несколько объяснений, непреложно доказывающих, что «на этот раз» рынок особенный, неподвластный вечным законам. Когда в 1980 году цена на золото поднялась до \$1 тыс. за унцию, принято было говорить, что «золото — это совершенно необычный товар». Соответственно, и обычные законы баланса спроса и предложения не могли быть приложимы к рынку золота, поскольку именно этот металл является хранилищем стоимости в мире, где все обесценивается. (Инфляция и в самом деле описывалась в то время двузначными цифрами.) Когда японский фондовый рынок в 1980-х годах забирался все выше, причем отношения цена/прибыль в пять-десять раз превышали коэффициенты аналогичных компаний США, «быки» горели оптимизмом: японский рынок —

это особенный рынок. Одни компании являются держателями крупных пакетов акций других компаний; такие пакеты, как правило, не продаются.

В период, когда я собирал напечатанные здесь интервью, на рынке наблюдался взлет технологических акций, в особенности акций интернет-компаний. Компании, не имеющие прибыли, а подчас и отдаленной перспективы прибыли, продавались по неслыханно высоким ценам. И на этот раз охотников объяснять, почему нынешний рынок «особенный», почему на прибыли (во всяком случае, на прибыли этих компаний) не следует обращать никакого внимания, было хоть отбавляй. Многие из моих собеседников со всей определенностью указывали на «маниакальные» черты подобного рыночного поведения. К моменту, когда книга была готова к печати, заметная часть акций интернет-компаний упала. Между тем, предостережения, повторенные «магами», не потеряли своей актуальности. В каждый период времени есть рынок или рыночный сектор, откуда слышны бодрые голоса: «На этот раз все будет по-другому». «Маги» предупреждают: «Не верьте! Все будет, как прежде».

26. Фундаментальные показатели компании сами по себе не дают ни бычий, ни медвежий сигнал; их следует рассматривать только в соотношении с ценой

Отличная компания может оказаться ужасным инвестиционным проектом, если бычья информация о фундаментальных ее показателях к данному моменту полностью отражена в росте цены. И, наоборот, чрезвычайно выгодной может оказаться покупка компании, переживающей трудности и являющейся сюжетом отрицательных новостей — в случае, если медвежья информация уже полностью отражена в падении, разумеется. Как сказала Таланте, когда я попросил ее дать совет инвесторам: «Хорошая компания — иногда плохая акция, и наоборот».

27. Успех в инвестировании и торговле не связан с умением предсказывать будущее

Лескарбо уверяет, что никогда не занимался предсказанием рынка, — он с насмешкой отзывается о трейдерах, занятых составлением прогнозов. На вопрос, почему мое замечание, касающееся предсказания рыночных тенденций, заставило его рассмеяться, Лескарбо ответил: «Смешны люди, которые считают себя провидцами фондового рынка. Откуда они знают будущее? Его никто не знает».

28. Составляя мнение о рынке, никогда не полагайтесь на прочитанное или услышанное от других, а самостоятельно проверяйте всю информацию

Когда Кук впервые заинтересовался интерпретацией тик-индикатора («тик» — разность между количествами акций Нью-йоркской фондовой биржи, поднявшихся во время последней сделки на тик вверх и упавших на тик вниз), от опытного брокера он узнал, что при крайне высоких значениях тика поступает сигнал к покупке. Между тем, проведенное самостоятельно исследование, а также тщательное наблюдение за рынком показали, что истинным оказывается прямо противоположное утверждение.

В самом начале своей торговой карьеры Бендер поставил под сомнение основные положения модели оценки опционов, повсеместно используемые в финансовом мире. Убеждение в том, что традиционный метод грешит целым рядом ошибок, заставило трейдера разработать собственную стратегию, суть которой — использование ошибок общепринятых моделей ценообразования опционов.

29. Никогда не слушайте чужих советов

Преуспеть на фондовом рынке может только тот, кто полностью полагается на самого себя. Большинство моих собеседников вспоминают сделки, в которых торговые

решения были приняты под влиянием чужих советов, как наиболее серьезные свои ошибки. Уолтон и Минервини потеряли начальный инвестиционный капитал только из-за того, что действовали несамостоятельно. Вспоминая о прошлом, Минервини говорит: «Я глубоко ошибался, думая, что ответственность за принятие решений можно переложить на чужие плечи». Уотсону повезло больше: ту же истину он постиг во время учебы, и за урок на этот раз пришлось заплатить не деньгами, а провалом курсового проекта. Коэн рассказывает о своем знакомом трейдере, у которого есть все задатки для того, чтобы стать прекрасным специалистом, но этот человек никогда не добьется блестящего результата, поскольку «боится брать на себя ответственность».

30. Отказаться от личных амбиций

Вот, что говорит новичкам Уолтон: «Давать волю личным амбициям, чувствам — никогда. В этой работе нельзя давать волю своему эго, иначе один телефонный звонок — и ты разорен».

31. Необходимость осознания своих недостатков

Каждый трейдер должен хорошо представлять собственные недостатки, мешающие успешному ведению торговли, и уметь преодолевать их. Уолтон, например, осознал, что его беда — в неспособности поступать вразрез с мнением окружающих. Зная за собой эту слабость, трейдер старается работать в одиночку даже в ситуации, когда размер находящихся в управлении активов, казалось бы, предполагает сотрудничество с целым штатом специалистов. Кроме того, удовлетворяя свою страсть к игре и любовь к следованию чужим советам, Уолтон отложил небольшое количество денег — мизерную сумму в сравнении с основным капиталом — для заключения этого рода сделок.

Доктор Киев описывает свою работу с трейдерами как «диалог», в ходе которого врач «выясняет, что имен-

но (то есть какие отрицательные личные качества) стоит на пути достижения отличного результата». Напомним несколько описанных Киевом случаев:

- Некий трейдер, охотясь за дешевыми акциями, пропускал отличные сделки, поскольку постоянно старался открыть позицию по более низкой, чем это было разумно, цене.
- Стратегия, предполагающая покупку падающих акций, не могла быть воплощена в жизнь, поскольку трейдер каждый раз переживал снижение цены после покупки, отлично согласующееся с изначальным планом, как убыток.
- Трейдер, решая — и весьма разумно — ликвидировать позицию, постоянно оставлял часть ее не закрытой, опасаясь, что акция впоследствии может пойти вверх.

Напомним, что одного знания своих недостатков для трейдера мало: должна существовать воля к их преодолению. Кук, который также много работает с трейдерами, не раз имел возможность наблюдать, как люди, наделенные хорошими способностями, терпят на рынке неудачу, поскольку не хотят бороться с собственными слабостями. Герой одной из рассказанных им историй — человек, испытывавший особое возбуждение во время торговли в пятницы истечения опционов. Этот трейдер, успешно работавший в течение всего года, четыре раза в год по пятницам целиком терял полученную прибыль. Несмотря на то, что Куку удалось выявить эту особенность его торгового стиля, трейдер не пожелал отказаться от «удовольствия» и в конце концов разорился.

32. Не позволяйте эмоциям одерживать победу над разумом

Любопытно, что, хотя многие люди приходят на фондовый рынок в надежде на «эмоциональную встряску», «маги» рынка постоянно советуют новичкам подавлять

эмоциональное начало в процессе торговли. По словам Уотсона, «инвестор должен оставаться бесстрастным. Стоит эмоциям возобладать над рассудком, и торговое решение окажется ложным».

33. В периоды, отмеченные неприятностями в личной жизни, следует торговать с особой осторожностью

Плохое состояние здоровья или переживаемый трейдером эмоциональный стресс — факторы, способные крайне отрицательно повлиять на прибыль. Так, один из наиболее неудачных торговых периодов Кука (по окончании которого он перестал терпеть убыток) совпал с полосой неприятностей в личной жизни (болезненная травма, случившийся с отцом сердечный приступ). Знаком профессиональной зрелости Уолтона явилось его решение оставить торговлю на время развода. Итак: трейдер, переживающий время личных неудач или имеющий серьезные проблемы со здоровьем, должен с особым вниманием отнестись к собственным торговым результатам. Возможно, лучшим решением в подобной ситуации явится значительное сокращение позиций или приостановка торговли.

34. Стройте планы на будущее, исходя из анализа прошлых сделок

Анализ заключенных в прошлом сделок поможет выявить закономерности, которые помогут вам улучшить эффективность торговли в будущем. Минервини, например, проводя анализ своей прошлой работы, обнаружил, что прибыль могла быть заметно увеличена, если бы он фиксировал убытки на заранее установленном уровне. Это открытие обусловило появление в стратегии ряда новых правил, позволивших резко улучшить результат.

35. Не бойтесь показаться глупцом

Принимая торговые решения, вы ни в коем случае не должны думать о том, как воспримут их окружающие.

Вспомним, как в самом начале торговой карьеры Минервини удерживал целый ряд убыточных позиций, зная, что их давно пора ликвидировать, только потому, что боялся насмешек своего брокера.

36. Опасность работы с кредитным плечом

Любопытный пример демонстрирует нам торговая деятельность Марка Кука: несмотря на то, что в первые годы торговли на фондовом рынке большинство его сделок были прибыльными, из-за чрезмерно большого плеча на одной позиции капитал полностью был потерян. Трейдеру, торгующему с необоснованно большим плечом, достаточно совершить единственную ошибку — и она, скорее всего, окажется роковой.

37. Важно верно определить объем позиции

Блестящие результаты — следствие не только умелого выбора акций, но и знания точного объема, наиболее подходящего для той или иной позиции. Доктор Киев, постоянно изучающий торговую статистику фирмы Коэна, уверяет, что около 100% огромной прибыли Коэна является результатом всего 5% сделок. При этом сам Коэн заявляет, что выигрывает всего в 55 случаях из 100. Очевидно, таким образом, что, открывая крупные позиции, Коэн не ошибается. И действительно: этот человек обладает потрясающим чутьем на сделки, в которых можно «сыграть в полную силу».

Несмотря на то, что свои позиции Лескарбо открывает исключительно по сигналу торговых систем, он, как правило, использует увеличенный лeverидж там, где, по его мнению, вероятность прибыли особенно высока. Любопытно, что ни на одной из таких сделок он до сих пор не потерпел неудачу.

Итак, важно помнить: у разных сделок свои особые характеры. Позиции, для которых существует особенно выгодное соотношение потенциальная прибыль/возможный риск или особенно высокая вероятность успеха,

должны иметь больший по сравнению с прочими объем. Разумеется, «большой» объем у каждого инвестора свой, однако общий принцип равно действителен как для трейдера со средним размером позиции, равным ста акциям, так и для управляющего портфелем, заключающего сделки с миллионами акций.

38. Сложность стратегии — не обязательное условие победы

Целый ряд закономерностей и индикаторов, которые использует Кук, отличаются чрезвычайной простотой, между тем, его торговля успешна благодаря, в первую очередь, умелому и своевременному использованию аналитических инструментов.

39. Торговля — не развлечение, а труд

И Кук, и Минервини замечают: «За развлечения принято платить». Уолтон советует новичкам: «Либо трудитесь в поте лица, либо не ввязывайтесь в это дело. Торговля не может быть хобби».

40. Торговля, как и любое другое деловое предприятие, невозможна без солидного бизнес-плана

Кук считает, что каждый трейдер перед началом торговли обязан составить бизнес-план, включающий ответы на следующие вопросы:

- На каких рынках я буду торговать?
- Какие размеры позиций я буду использовать?
- Что послужит сигналом к открытию позиции?
- При каком падении капитала торговля будет приостановлена и стратегия пересмотрена?
- Какой прибыли я хочу добиться?
- Каким образом будет проходить анализ сделок?
- Как изменится процесс торговли в период неудач в личной жизни?
- Как я организую рабочее пространство?
- Как вознагражу себя за успехи в торговле?

- Каким образом я стану совершенствовать свое профессиональное мастерство?

41. **Учитесь выявлять сделки с высокой вероятностью прибыли**
Несмотря на то, что у каждого из моих собеседников свой, отличный от других, торговый метод, все они тем или иным способом выявляют сделки, характерной чертой которых является высокая вероятность успеха.

42. **Учитесь находить сделки с низкой степенью риска**
Многие «маги» обращают особое внимание на поиск сделок с низкой степенью риска. Трейдер, решивший торговать с минимальным риском, обязан развить в себе два ключевых качества: терпение (поскольку только небольшая часть задуманных позиций будет в действительности открыта) и контроль над риском (необходим по определению).

43. **Убедитесь в том, что основания для открытия позиции на самом деле существуют**
По словам Коэна, покупка акции, которая «упала слишком низко», или продажа той, что «взлетела чересчур высоко», — стратегия, не выдерживающая никакой критики. Уотсон, перефразируя Питера Линча, заявляет: «Если вы в четырех предложениях не можете изложить принципы, заставляющие вас удерживать позицию, избавляйтесь от этой акции».

44. **Инвестируйте, руководствуясь здравым смыслом**
Вслед за своим кумиром Питером Линчем Уотсон горячо проповедует важность обычного здравого смысла в процессе инвестирования. Приведенные им многочисленные примеры показывают: порой наилучшим образом оценить компанию можно, испробовав ее продукцию или посетив магазин, где эта продукция продается.

45. Покупайте акции, на которые есть спрос

Уолтон говорит: «Когда я собираюсь покупать акцию, мне важно знать, что купить ее трудно. Я разместил рыночный приказ на покупку Dell, когда рынок торговался по 42 — мой приказ был исполнен по 45. Меня это радует». А вот что говорит Минервини: «Акции, которые вот-вот рванут вверх, как правило, невозможно купить, не подняв цену». Он считает, что трейдеры-непрофессионалы, ожидающие «отката вниз для открытия длинной позиции», неправы, потому что «такого отката, как правило, не бывает».

46. То, что ранее вы продали акцию дешевле, чем она торгуется в данный момент, не должно стать причиной для отказа от ее покупки

Уолтон заявляет о своей готовности купить хорошую акцию несмотря на то, что ранее эта акция была продана им по более низкой цене, — эта черта торгового стиля, по мнению трейдера, обусловила его успех. Минервини настаивает на необходимости торгового плана, позволяющего снова открыть позицию на ранее проданную акцию. «В противном случае, — говорит трейдер, — вы не раз окажетесь пассивным наблюдателем в ситуации, когда акция будет расти на 50%, а то и на все 100%».

47. Удержание убыточной акции — ошибочная стратегия даже в случае ее отскока к прежней цене, если капитал мог быть более эффективно инвестирован в другой финансовый инструмент

Когда акция опускается намного ниже уровня, на котором была приобретена, инвесторы нередко рассуждают следующим образом: «Стоит ли закрываться сейчас? Все равно хуже уже не будет». Между тем, даже если подобное рассуждение верно, данная стратегия ошибочна, поскольку капитал без пользы простаивает в то время как им можно было распорядиться более эффективно. Отвечая на вопрос о том, почему он избавился от ряда

акций в момент, когда их цена упала на 70% ниже уровня покупки, Уолтон сказал: «Очищая портфель и инвестируя капитал в лучшие акции, я выигрываю куда больше, чем получил бы, продолжая удерживать эти позиции в надежде на отскок дохлой кошки».

48. Торговые решения не обязательно принимать, исходя из принципа «все или ничего»

Этот совет Минервини иллюстрирует следующим образом: если вы не знаете, стоит ли в данный момент фиксировать прибыль, лучше всего закрыть часть позиции, продолжая удерживать другую ее часть.

49. Важно изучать реакцию акции на поступающую информацию

Уолтон выбирает акции, которые растут, реагируя на хорошие новости, но не сильно падают в ответ на информацию негативного свойства. Если после поступления плохих новостей акция резко идет вниз, рынок, по словам Уолтона, «ей не благоволит».

50. Существенный подтверждающий фактор — наличие инсайдерских покупок

Стремление руководства компании приобретать акции своей компании нельзя рассматривать в качестве достаточного условия для открытия длинной позиции, однако этот факт может служить подтверждением тому, что акция была выбрана верно. Многие «маги» говорят об изучении инсайдерских покупок как о ключевом элементе процесса выбора акций для инвестирования (см. интервью с Окумусом и Уотсоном).

Окумус настаивает на том, что размер инсайдерских покупок должен рассматриваться в качестве относительной величины. «Я сравниваю количество приобретенных акций с «чистой стоимостью» покупателя и его зарплатой. Если сумма, инвестированная в акции, превышает годовую зарплату, я считаю размер инсайдерской покупки значительным». Окумус советует внимательно

изучать каждый факт покупки акций руководством: следует непременно удостовериться в том, что это действительно приобретение новых акций, а не исполнение опциона.

51. Надежда — плохой советчик

По мнению Кука, трейдер, произнесший слова «надеюсь, эта позиция снова вернется к уровню безубыточности», обязан немедленно закрыть позицию или сократить ее объем.

52. Довод против диверсификации

Диверсификация, как правило, признается большим достоинством портфеля, поскольку рассматривается в качестве инструмента, позволяющего сократить риск. Подобный довод, безусловно, является значимым: неразумно рисковать всеми активами, разместив их в одну-две акции, — лучше распределить капитал между многими разнообразными по характеру компаниями. Между тем, диверсификация, превышающая минимально необходимый уровень, может иметь отрицательные последствия для портфеля. Окумус, например, таким образом объясняет свое намерение ограничить число позиций десятью: «Логика проста: десять лучших акций принесут большую прибыль, чем сотня лучших».

Приведенный аргумент не следует в действительности рассматривать как довод против диверсификации. Минимальная диверсификация необходима — это бесспорный факт. «Маги» говорят только о том, что, хотя диверсификация в разумных пределах несет благо, в чрезмерных количествах она опасна. Каждый трейдер должен самостоятельно определить необходимый для его инвестиций уровень диверсификации.

53. Опасность «закопаться в данных»

Анализ большого количества данных порой приводит к выявлению ложных, появившихся чисто случайно за-

кономерностей. Трейдер, «закопавшийся в данных», обрабатывающий с помощью компьютера огромное количество разнородного материала, тестирующий тысячи, а то и миллионы комбинаций в поисках повторяющейся модели поведения цены, скорее всего, разработает торговую модель (систему), на первый взгляд, блестящую, но в реальности не имеющую никакой предсказательной силы. Аналитики, чрезмерно увлекающиеся работой с прошлыми данными, часто являются создателями большого количества бесполезных торговых моделей. Стараясь избежать этой «ловушки», Шоу предлагает сначала составить гипотезу о поведении рынка, а затем проверять ее — методика прямо противоположная «слепому» поиску повторяющихся фигур на исторических данных.

54. Сочетание индикаторов

Шоу замечает, что найденные его сотрудниками отдельные «аномалии» рынка сами по себе не могут обеспечить основу для выгодной сделки. Между тем, в сочетаниях друг с другом они позволяют разработать прибыльную торговую стратегию. Точно так же и прочие технические и фундаментальные индикаторы, по отдельности не являющиеся эффективными, вместе становятся базой результативной торговой модели.

55. Прошлые результаты повторятся в будущем только в случае сохранения неизменного состояния рынка

Важно иметь четкое представление о том, почему данный финансовый инструмент (акция или фонд) в прошлом показал результат выше среднерыночного. Скажем, в конце 1990-х годов ряд фондов имел высокую прибыль за счет покупки акций, характеризующихся крайне высокой степенью капитализации. В результате компании высокой капитализации подняли свои отношения цена/прибыль намного выше остального рынка. Новые инвесторы, ожидающие, что данные фонды по-

прежнему смогут опережать рынок, в сущности, открывают позиции в расчете на то, что компании высокой капитализации станут еще более переоцененными.

Как отметил когда-то журналист Джордж Дж. Черч, «каждое поколение безумствует по-своему, но суть заблуждений одна: люди неизменно верят в то, что будущее будет похоже на недавнее прошлое, даже если земля уже трещит у них под ногами».

56. Популярность идет во вред торговой стратегии

Классический пример, иллюстрирующий это положение, — проведенный в 1980-х годах опыт *страховки портфеля* (систематическая продажа фьючерсов на индекс акций при уменьшении стоимости портфеля акций, позволяющая снизить риск). В первые годы своего существования страхование портфеля являлось неплохим способом ограничить убыток в случае падения рынка. Между тем, по мере роста популярности стратегии, она становилась все менее и менее действенной. Ко времени краха октября 1987 года страхование портфеля было распространено повсеместно, именно оно отчасти послужило причиной «эффекта падающего домино»: понижение цен заставляло осуществлять продажи в целях страхования, в результате цены двигались ниже, из-за этого продажи нарастали, и т.д. Существует мнение, что само знание участниками рынка о наличии крупных приказов на продажу с целью страхования портфелей способствовало тому размаху, который принял крах 19 октября 1987 года.

57. У рынка, как и у монеты, две стороны, трейдеры, как правило, отдают предпочтение одной

Подбрасывая монету, игроки ставят либо на орла, либо на решку — так и на рынке трейдер может открыть длинную или короткую позицию. Между тем, в отличие от игры «в монетку», где шансы у обеих сторон равны, на рынке в каждый период существует массовое предпо-

чтение: так долгосрочный растущий тренд акций привел к появлению стойкого неприятия коротких продаж. По словам Лескарбо, «открывать короткую позицию глупо, потому что рынок играет против тебя. Фондовый рынок несколько десятков лет рос более чем на 10% ежегодно. Зачем идти против тренда?» (У коротких продаж может быть вполне обоснованная причина, но о ней мы поговорим позже.)

Другой недостаток короткой позиции — ограниченный размер потенциальной прибыли. В то время как при удачной покупке трейдер может заработать на сделке сотни, а то и тысячи процентов прибыли, наилучшая из коротких позиций в состоянии принести не более 100% (при условии, что акция упадет до нуля). И наоборот: если на длинной позиции невозможно потерять больше 100% (если не пользоваться заемными средствами), то убыток на короткой позиции теоретически неограничен.

Наконец, за исключением сделок с индексными финансовыми инструментами, все прочие короткие позиции подвергаются опасности со стороны самой рыночной системы в целом. Желая совершить короткую продажу, трейдер занимает акцию, то есть обязуется при необходимости, закрыв позицию, вернуть акцию в будущем. Нередки случаи, когда действия некоторых участников рынка, пытающихся заставить большинство коротких продавцов закрыть свои позиции, приводят к резкому скачку вверх и без того значительно переоцененных акций. Таким образом, трейдер, торгующий на коротких позициях, может быть прав в своем выборе компании и, однако, в ходе искусственно вызванной ликвидации потерять деньги. Другая трудность, с которой приходится сталкиваться трейдерам, открывающим короткие позиции, связана с тем, что такая сделка заключается только при тике цены вверх (то есть когда акция торгуется по цене, превышающей предыдущую цену сделки), — правило, благодаря которому исполнение торгового прика-

за может совершиться по цене намного менее выгодной, чем средняя рыночная цена в момент отдачи приказа.

58. Зачем открывать короткие позиции

Приняв во внимание все перечисленные выше недостатки коротких позиций, начинающий трейдер может заключить, что открывать их, по меньшей мере, глупо. Вывод разумный, но неверный. Задумайтесь вот о чем: четырнадцать из пятнадцати «магов», интервью с которыми вы прочли в этой книге, включают в свои стратегии открытие коротких позиций! (Единственное исключение — Лескарбо.) Очевидно, что для подобного поведения у этих трейдеров должны быть очень веские основания.

Оценить приносимую короткими позициями пользу можно только исходя из рассмотрения состояния портфеля в целом. Несмотря на многочисленные недостатки, короткие позиции обладают одним важнейшим достоинством: они находятся в обратной корреляции к остальной части портфеля (в ситуации, когда на длинных позициях отмечается убыток, они приносят прибыль, и наоборот). Именно поэтому короткие позиции принято рассматривать как один из мощнейших инструментов сокращения риска.

Для того чтобы понять, каким образом короткие позиции снижают риск, сравним два гипотетических портфеля. Портфель А включает только длинные позиции и приносит ежегодную прибыль в размере 20%. Портфель В включает те же позиции, что и портфель А, плюс небольшой компонент коротких позиций. Для упрощения объяснений предположим, что короткие позиции в портфеле В к концу года неизменно приносят нулевой результат. Таким образом, портфель В также приносит прибыль, равную 20%. Между портфелями существует, однако, принципиальное различие: падение капитала в портфеле В ниже, чем в другом портфеле. Почему? Потому что когда длинные позиции падают, короткие растут.

В нашем примере короткие позиции сами не приносили ни убытка, ни прибыли. Между тем, если трейдеру удается получать на коротких позициях чистую прибыль, они станут не только средством снижения риска, но и послужат увеличению капитала. Кроме того, короткие позиции, *даже если сами по себе они дают нулевой результат*^{*}, дают возможность увеличить прибыль, не увеличивая риск. Как? Путем увеличения лeverиджа длинных позиций (используя заемные средства, если трейдер инвестирован полностью) — шаг, который можно предпринять без увеличения риска, поскольку короткие позиции хеджируют остальную часть портфеля.

Надеюсь, теперь читателю ясно, почему большинство моих собеседников «подкрепляет» свои длинные позиции короткими: таким образом они увеличивают соотношение прибыль/риск (путем уменьшения риска или увеличения прибыли, или комбинации и того, и другого).

И все же почему короткие позиции, помогающие сократить портфельный риск, так часто рассматриваются как высоко рискованное предприятие? Причин тому две. Во-первых, трейдеры нередко склонны рассматривать короткие позиции как независимый способ получения прибыли, забывая об их роли в снижении общего риска портфеля. Во-вторых, торговля на коротких позициях действительно может быть сопряжена с неограниченным риском. К счастью, этот вид риска не хуже прочих поддается контролю — подробности читатель найдет в следующем пункте.

**59. Правило, которое необходимо соблюдать,
открывая короткую позицию**

Несмотря на то, что короткие позиции позволяют снизить риск для портфеля в целом, сами по себе они могут

^{*} Точнее, это утверждение может быть справедливым, даже если короткие позиции в целом приносят небольшой чистый убыток. К сожалению, подробное объяснение этого факта выходит за рамки данной книги.

стать источником убытков, чей размер порой существенно превышает инвестированный в них капитал. Приведем всего несколько примеров:

- Трейдер, открывший в июне 1998 года короткую позицию на Amazon, равную \$10 тыс., через семь месяцев потерял бы \$120 тыс.
- Короткая позиция на eBay, равная \$10 тыс., открытая в октябре 1998 года, через семь месяцев принесла бы убыток в размере \$230 тыс.
- Короткая позиция на Yahoo! в размере \$10 тыс., открытая в январе 1997 года, через два года принесла бы убыток, равный \$680 тыс.

Из этих и прочих аналогичных примеров явствует: один неверный шаг — и короткая позиция станет причиной разорения. Существование неограниченного риска на коротких позициях делает необходимым строгое следование одному важнейшему правилу: разработайте четкий план ограничения убытков и неукоснительно следуйте ему.

Приведу перечень некоторых методов риск-контроля, используемых на коротких позициях моими собеседниками «магами»:

- Короткая позиция ликвидируется при достижении максимального установленного уровня убытков, *даже если трейдер по-прежнему уверен в медвежьих перспективах акции.* По словам Уотсона, он «закрывает позицию, даже если глубоко убежден в том, что компания кончит банкротством... Я не могу допустить, чтобы 1% коротких позиций в портфеле стал причиной 5% убытка».
- Размер короткой позиции ограничен: он может составлять не больше, чем определенный процент портфеля в целом. Таким образом, если стоимость короткой позиции растет, ее размер должен быть

сокращен, чтобы процентное соотношение не изменилось.

- Короткая позиция рассматривается в качестве краткосрочной инвестиции, ее длительность часто связывается с периодом действия катализатора, например, отчета о прибылях. Как прибыльная, так и убыточная позиция ликвидируется в течение нескольких недель, иногда дней.

60. Выбор акций для открытия коротких позиций (или акции, которых следует избегать при открытии длинных позиций)

Таланте, специалист по коротким позициям, при выборе акций обращает особое внимание на следующие факторы:

- высокая дебиторская задолженность (большое количество неоплаченных счетов за товары и услуги);
- смена бухгалтеров;
- компания обвиняет в падении своих акций трейдеров, открывших короткие позиции;
- компания радикально меняет сферу деятельности, пытаясь извлечь выгоду из сиюминутных условий.

Для того чтобы на акцию, вошедшую в список кандидатов, действительно была открыта короткая позиция, должны соблюдаться следующие три условия:

- отношение цена/прибыль очень высоко;
- катализатор в ближайшее время отрицательно повлияет на акцию;
- растущий тренд замер на месте или развернулся.

С точки зрения Уотсона, идеальные кандидаты для открытия коротких позиций — это дорогие компании, занятые производством одного вида продукции. Трейдер ищет акции, спрос на которые должен упасть, поскольку

сокращен, чтобы процентное соотношение не изменилось.

- Короткая позиция рассматривается в качестве краткосрочной инвестиции, ее длительность часто связывается с периодом действия катализатора, например, отчета о прибылях. Как прибыльная, так и убыточная позиция ликвидируется в течение нескольких недель, иногда дней.

60. Выбор акций для открытия коротких позиций (или акции, которых следует избегать при открытии длинных позиций)

Таланте, специалист по коротким позициям, при выборе акций обращает особое внимание на следующие факторы:

- высокая дебиторская задолженность (большое количество неоплаченных счетов за товары и услуги);
- смена бухгалтеров;
- компания обвиняет в падении своих акций трейдеров, открывших короткие позиции;
- компания радикально меняет сферу деятельности, пытаясь извлечь выгоду из сиюминутных условий.

Для того чтобы на акцию, вошедшую в список кандидатов, действительно была открыта короткая позиция, должны соблюдаться следующие три условия:

- отношение цена/прибыль очень высоко;
- катализатор в ближайшее время отрицательно повлияет на акцию;
- растущий тренд замер на месте или развернулся.

С точки зрения Уотсона, идеальные кандидаты для открытия коротких позиций — это дорогие компании, занятые производством одного вида продукции. Треjder ищет акции, спрос на которые должен упасть, поскольку

единственный или основной продукт компании либо не соответствует стандартам, заявленным в рекламе, либо не выдерживает возможной в данной сфере высокой конкуренции.

61. Используйте сделки с опционами в качестве выражения своего прогноза поведения цены на акцию

Преобладающая рыночная цена на опцион строится, исходя из предположения о случайности движения цен на фондовом рынке. Если у вас есть мнение относительно более или менее вероятного направления движения цены на акцию в будущем, сделка с опционом принесет больше выгоды (при том же риске), чем покупка акции.

62. Продажа пут-опциона не при деньгах на акцию, которую вы хотите купить

Данная методика — ее подробно описал в нашей беседе Окумус — могла бы оказаться чрезвычайно выгодной для многих трейдеров, хотя в настоящее время ее, по видимому, используют единицы. Суть метода такова: следует продавать пут-опционы с ценой страйк, равной цене, по которой вы собирались купить акцию. В случае, если цена не опустится до намеченного уровня покупки, трейдер получает небольшую прибыль; если же цена снизится должным образом, стоимость акции уменьшится за счет премии.

Предположим, что компания XYZ торгуется по \$24, а вы хотели бы купить акцию по \$20. В обычной ситуации, чтобы решить поставленную задачу, следует поместить торговый приказ на покупку акции не выше, чем по \$20. Альтернативный вариант, предложенный Окумусом, заключается в следующем: вы продаете 20-долларовые пут-опционы на акцию. В этом случае, если цена не опустится до назначенной цифры, вы получите некоторую сумму денег от продажи пут-опционов, которые, очевидно, в момент исполнения не будут стоить ничего. И наоборот: если акция упадет ниже \$20, покупатель пут-

опциона захочет его исполнить, и вы в конце концов откроете длинную позицию по акции, купив ее по \$20, то есть по цене, которую изначально собирались заплатить. Более того, в этой ситуации цена покупки окажется даже ниже, чем было намечено, поскольку из нее можно вычесть размер премии, полученной за опцион.

63. Исследования аналитиков с Уолл-стрит страдают предвзятостью

Многие трейдеры отмечают предвзятость аналитических материалов, поставляемых брокерскими компаниями с Уолл-стрит. Уотсон объясняет эту тенденцию спецификой отношений аналитика и инвестиционного банка: на аналитика, как правило, оказывается давление, чтобы он советовал покупать компании, являющиеся клиентами инвестиционного банка даже в том случае, когда объективные данные говорят за продажу.

64. Универсальность успеха

В этой главе я собрал воедино информацию, знание которой необходимо человеку, желающему добиться успеха в торговле и инвестировании. Я полагаю, однако, что «успех» — понятие универсальное, в равной степени приложимое к профессионалам во всех областях. Правила поведения, о которых говорят «маги», за исключением узкоспециальных советов, пригодятся любому, кто решил стать первым в своей сфере деятельности.

ПРИЛОЖЕНИЕ

ОПЦИОНЫ: БАЗОВЫЕ СВЕЛЕНИЯ

Существует два основных типа опционов: опционы пут и опционы колл. Приобретение *колл-опциона* дает его покупателю право — но не обязательство — купить соответствующую акцию (или иной финансовый инструмент) по оговоренной цене, называемой *ценой страйк*, или *ценой исполнения*, в любой момент, вплоть до истечения срока действия контракта. *Нут-опцион* дает человеку, купившему его, право — но не обязательство — продать соответствующую акцию по цене страйк в период, предшествующий дате истечения контракта. (Покупка пут-опциона, таким образом, является *медвежьей* сделкой, в то время как его продажа выражает *бычьи* тенденции.) Цена опциона носит название *премии*. Итак, купив апрельский колл-опцион на IBM по 130, я получаю право приобрести 100 акций IBM по цене \$130 за акцию в любой момент времени в течение срока жизни опциона. Покупатель колл-опциона надеется получить выгоду от предполагаемого роста акции, зафиксировав определенную цену ее покупки. Максимальный убыток, возможный при покупке колл-опциона, равен размеру премии (в долларах), заплаченной за опцион. Такой максимальный убыток понесет покупатель колл-опциона, чья цена страйк на момент истечения контракта остается выше рыночной. Предположим, что IBM торгуется

по \$125, а срок жизни моих опционов по 130 подходит к концу, — в этом случае я, очевидно, не захочу реализовать свое право покупки акций. Если на момент истечения рыночная цена соответствующей акции превышает цену страйк, опцион сможет принести определенную пользу и будет исполнен. Заметим, однако, что разница между рыночной ценой и ценой страйк меньшая, чем размер премии, заплаченной за опцион, означает для покупателя чистый убыток. Зафиксировать чистую прибыль покупатель колл-опциона сможет только в ситуации, когда разница между рыночной ценой и ценой страйк превысит премию, выплаченную при покупке опциона (при подсчетах должны учитываться и затраты на проведение транзакции). Чем выше рыночная цена, тем больше прибыль.

Покупатель пут-опциона надеется получить прибыль от предполагаемого падения акции, заранее установив цену продажи. Как и в случае приобретения колл-опциона, максимальный убыток здесь будет ограничен размером премии (в долларах), заплаченной за опцион. Сделка позволит зафиксировать чистую прибыль, если на момент истечения срока действия контракта цена страйк превысит рыночную цену акции на величину, большую, нежели премия, отданная за опцион (с учетом затрат на транзакцию).

В то время как покупатель опционов пут или колл при ограниченном риске имеет неограниченную потенциальную прибыль, продавец опционов находится в ситуации прямо противоположной. Продавец опциона получает премию (в долларах) в обмен на обязательство выступить в момент исполнения контракта в качестве покупателя или продавца акции по цене страйк. При исполнении колл-опциона, например, продавец обязан открыть на рынке короткую позицию по соответствующей акции по цене страйк (поскольку покупатель опциона в этом случае открывает по этой цене длинную позицию).

Продавец колл-опциона надеется получить прибыль от предполагаемого умеренного падения или стагнации рынка. В подобной ситуации сделка, дающая возможность получить премию от продажи опциона, представляется весьма выгодной. Между тем, если трейдер склонен считать, что акция существенно упадет, он, скорее всего, откроет по ней короткую позицию или приобретет пут-опцион, то есть заключит сделку, при которой потенциал прибыли неограничен. Продавец пут-опциона поступает аналогичным образом с той разницей, что его задача — выиграть на предполагаемой стагнации или умеренном росте рынка.

Трейдеры-новички нередко задаются вопросом: стоит ли становиться продавцом опциона, если покупка (опциона колл или пут — в зависимости от ситуации на рынке) при неограниченной потенциальной прибыли связана с ограниченным риском? Подобные рассуждения верны только в том случае, если в расчет не принимается вероятность. Теоретически риск для продавца опциона действительно неограничен, однако наиболее вероятны в будущем именно те уровни цены (а именно — уровни, расположенные вблизи текущей на момент заключения контракта рыночной цены), при которых продавец получает чистую прибыль. Иными словами, покупатель опциона с большой вероятностью понесет малый убыток и с малой вероятностью получит большую прибыль; продавец опциона, напротив, с малой вероятностью понесет большой убыток и с большой вероятностью — небольшую прибыль. На эффективном рынке в долгосрочной перспективе ни постоянный покупатель опционов, ни постоянный их продавец не смогут получить сколь-нибудь заметную чистую прибыль.

Премиа опционов включает две составляющих: внутренняя стоимость и временная стоимость. Внутренняя стоимость колл-опциона — это величина, на которую текущая рыночная цена превышает цену страйк. Внутренняя стоимость пут-опциона — величина, на которую текущая рыночная цена меньше цены страйк. Коротко

говоря, внутренняя стоимость — это часть премии, которая могла бы быть зафиксирована в качестве прибыли или убытка, если бы опцион был исполнен по текущей рыночной цене. Внутренняя стоимость — это минимальная цена, по которой опцион торгуется на бирже. Почему? Потому что будь премия ниже внутренней стоимости, трейдер мог бы приобрести опцион, немедленно исполнить его и тут же заключить соответствующую сделку на рынке, зафиксировав чистую прибыль (если она достаточна для компенсации транзакционных издержек).

Опционы, имеющие внутреннюю стоимость (то есть колл-опционы с ценой страйк ниже рыночной и пут-опционы с ценой страйк выше рыночной), называются опционами *при деньгах*. Опционы, не имеющие внутренней стоимости, получили название опционов *не при деньгах*. Существует и третий вид опционов: те, у которых цена страйк почти равна рыночной цене.

Опцион не при деньгах, внутренняя стоимость которого по определению равна нулю, будет, однако, обладать определенной стоимостью, поскольку существует вероятность, что к моменту истечения контракта рыночная цена изменит свое положение относительно цены страйк. Опционы при деньгах, в свою очередь, имеют стоимость выше внутренней — ведь позиция, открытая по опционам, является более выгодной, чем позиция, открытая по соответствующим акциям. Дело в том, что при благоприятном движении цены позиция по опционам принесет ту же прибыль, что и позиция по акциям, между тем, максимальный убыток в случае опционов ограничен. Сумму, на которую общая стоимость опциона превышает его внутреннюю стоимость, называют временной стоимостью.

Временная стоимость опциона складывается из нескольких составляющих. Наиболее важны три из них:

1. *Отношение цены страйк рыночной цене*. Опционы сильно не при деньгах будут иметь маленькую временную стоимость, поскольку, скорее всего,

рыночная цена не приблизится к цене страйк в период, предшествующий дате истечения контракта. Опционы сильно при деньгах имеют низкую временную стоимость, поскольку позиция по этим опционам будет мало чем отличаться от позиции по соответствующим акциям: как прибыль, так и убыток в обоих случаях будут равны, исключением явится только ситуация крайне неблагоприятного движения цены. Иными словами, ограничение риска в случае опционов сильно при деньгах не является существенным положительным качеством, поскольку цена страйк слишком далека от текущей рыночной цены.

2.Время, оставшееся до даты погашения контракта.

Чем больше времени остается до погашения, тем выше ценится опцион. Это справедливо, поскольку за более долгий срок у внутренней стоимости большая вероятность вырасти.

3.Волатильность. Временная стоимость варьируется в зависимости от предполагаемой волатильности (величины, определяющей изменчивость цены) соответствующей акции в оставшийся срок жизни опциона. Данный фактор важен, поскольку высокая волатильность увеличивает вероятность повышения внутренней стоимости до определенного уровня в период, предшествующий моменту истечения срока действия контракта. Иными словами, чем выше волатильность, тем шире возможный будущий ценовой диапазон акции.

Заметим: несмотря на то, что волатильность является чрезвычайно важным фактором, определяющим стоимость премии опциона, будущая волатильность заранее никогда не известна, о ней можно судить лишь «пост фактум». (Другие два параметра, определяющие цену опциона, а именно: время, оставшееся до истечения, и разница между текущей рыночной ценой и ценой

страйк, напротив, в любой момент времени могут быть точно определены.) Таким образом, волатильность всегда оценивается, исходя из *исторической волатильности* (волатильности исторических ценовых данных об акции). Кроме того, можно провести расчет *подразумеваемой волатильности*, исходя из текущих рыночных цен на опционы (то есть премий опционов). Полученная подразумеваемая волатильность может быть как выше, так и ниже исторической волатильности.