

Алексей Марков

# Хулиномика lite

Финансовые рынки для тех, кто их в гробу видал

Москва

2017

## Об этой книге

Люди без экономического образования зачастую не понимают базовых вещей, потому что в их представлении финансы — это что-то из области бухгалтерии. Пыльные папки с подписями “счета-фактуры”, мрачные тётки с гнездом аиста на голове, у них ещё вечно ломается виндоуз, а “*принтер печатает крякозябры, Юра-компьютерщик, помоги, у нас ничего не работает, я говорю ничего не работает, ты что, идиот?*”, чудовищная программа “1С-Бухгалтерия”, от одного вида которой нормальному человеку делается плохо, проверки налоговой инспекции с выносом коробок из-под ксерокса, “*брат жены работает в Газпроме и говорит что скоро дефолт, что делать?*”. Я объясню жертвам этой парадигмы, что финансы к этим явлениям не имеют никакого отношения. Финансовые рынки — это, в первую очередь, интересно.

Как работает мировая закулиса? Когда будет дефолт (и почему его не будет)? Зачем человеку облигации? Как устроена компания Уоррена Баффета и почему именно так? Это всё интересные вопросы, но суровые тётки с синими волосами наложили на них печать таинственности и присыпали полезные знания нафталином. Я хочу рассказать, как всё обстоит на самом деле. У меня есть чит-коды.

### Кто здесь?

Сперва я должен сказать, что не вся информация в книге собрана лично мной: примерно  $\frac{2}{3}$  книги основаны на моих лекциях курса “*Международные фондовые рынки*” в магистратуре престижного вуза, а  $\frac{1}{3}$  этих лекций, в свою очередь, основаны на курсе нобелевского лауреата Роберта Шиллера “*Финансовые рынки*” из Йельского Университета им. Навального. Таким образом, добрая половина всех историй и объяснений — не моего авторства, а товарища Шиллера. Однако, вторая половина — моя. Это мне плюс.

Ещё один важный момент: хотя это и учебник по финансовым рынкам, «Хулиномика» — не вполне научная книга, потому что, во-первых, при сборе материалов я не записывал источники и далеко не всегда их указываю; во-вторых, привожу размышления в безапелляционной манере — в науке это не *comme il faut* — так что для читателей это всего лишь моё личное мнение; и, в третьих, я не раз пользовался Википедией — что, очевидно, не есть научная рецензируемая литература.

Личное же мое мнение основано на неплохом опыте создания, продажи и банкротства разных бизнесов, успешной торговли на мировых биржах, пятилетнем опыте преподавания и научного руководства студентами, наличии диплома кандидата экономических наук и живого любознательного ума. Я работал вебмастером во французском старт-апе (старт-ап разорился), трейдером на бирже (довольно успешно, пять лет в плюс от 2% до 35% годовых), портфельным управляющим в банке (было интересно, но банк обанкротился; к сожалению, не из-за меня), создавал IT-бизнес (удачно,

компания продана большой австралийской корпорации), открывал магазины одежды для сноуборда (крайне неудачно, 5 лет отдавал долги), поработал даже директором швейной фабрики (уволился из этого ада через 2 месяца), вкладывался в сайты и ставил на них рекламу (с переменным успехом). В данный момент инвестирую в различные виды активов и в ус не дую.

Если вы заметили фактические ошибки или неточности в логике — напишите мне на [book@alexeymarkov.ru](mailto:book@alexeymarkov.ru). Если книга на вас как-то повлияла или помогла — напишите, как именно, мне интересно.

Редакторской правки у книги не было (и не будет). В этом вся её, сука, прелесть. Впрочем, это уже четвёртое издание книги, и конечно, она много раз перепрочитана и исправлена. Версия 2.0 дополнена четырьмя новыми главами: «Недвига», «Долги», «Опционы» и «Фьючерсы», плюс я расширил несколько глав новым материалом и опять исправил несколько опечаток.

### Что внутри?

Книга поделена на три части по уровню читателя. Первый уровень — для лохов; но постигнув его, можно узнать об акциях и корпорациях всё необходимое — и продвинуться на уровень выше. Вторая часть — более глубокая, она о базовых принципах управления деньгами и о распределении рисков, без пол-литра не разберёшься. А третья — для тех, кто “*ты чо, самый умный?*”. Там о мировой закулисе, о том, как всё на самом деле, и главное — почему. Всё расставлено по возрастанию сложности: как в учебнике, только интересно.

В первой главе я задаю тон всей книге: это, в первую очередь, развлечение для скучающих гопников-интеллектуалов. Мы с моими маленькими читателями попробуем представить себе мир как инженерную схему, этакий мысленный каркас. Я пишу о том, что бывает, когда схема несовершенна и почему банки, а не негры потеряли дома во время ипотечного кризиса. Рассказываю о появлении страхования и о многих других неожиданных финансовых — и не только — изобретениях. Что такое информационные технологии 19 века? Как Гитлер выплачивал пенсии? Кто сделал чемодан на колёсиках? Казалось бы, ерунда. Но, скажу вам по секрету, всё это важно.

Во второй главе я подробно рассказываю о том, откуда взялись акции и корпорации, чтобы вы поняли базовую идею организации современной большой компании — типа *Apple* или *Google*. Как было у римлян, у генуэзских купцов и у английской королевы, кто кормил гусей, кто устраивал туры в Тай, и кто кого облапошил.

Третья глава — про современное устройство международных корпораций, советы директоров и проблемы управления такими штуковинами, особенно, если внутри сплошные говнюки и кретины. Как они проникают в кресла председателей правления? Почему Карл Айкан их ловит и анально карает? Чем Америка похожа на тазик с бухлом? Без сомнения, откровений тут будет много.

В четвёртой главе я рассказываю об акциях, голосованиях и каким образом оно всё оказывается на бирже. Сотона ли вы, если у вас ровно 666 акций? Как избирают Чубайса? Почему Уоррен Баффет не делает сплиты? Что андеррайтеры называют красной селёдкой и чем они похожи на организаторов концерта Стаса Михайлова? Все эти тайны будут раскрыты.

В пятой главе — о том, в чём смысл корпорации, куда девается весь профит, почему нельзя рекламировать день отсечки, с каким *P/E* трейдеры выпрыгивают из окон, как можно выплатить акционерам 160% прибыли, и главный вопрос: может ли Павел Дуров купить Гугл целиком.

Шестая глава посвящена профессиональным участникам рынка: брокерам, дилерам и процессу торговли на бирже. Тут всё о стакане заявок, стоп-лоссах и коротких продажах. Кто кого заборет: антиквар или риэлтор? Как работает горлодёрник? Зачем ЦРУ запретило шорты? Целый ряд откровений.

Седьмая глава раскроет все тайны недвижимости. Чем финансировалась торговля по Великому Шелковому Пути? Кто такие Фэнни Мэй и Фредди Мэк и чем они виноваты перед американским народом? Как неграм впаривали непосильную ипотеку? Как вложиться в здание с магазином «Пятёрочка»?

Обо всём этом вы узнаете, прочитав первую часть «Хулиномики». Она всегда будет доступна бесплатно.

### **Благодарности**

За подсказки в написании этой книги я благодарю Александра Кургузкина, знаменитого киприотского писателя и, к тому же, преуспевающего трейдера.

За исправление пары фактических ошибок я говорю спасибо Павлу Журавлёву и Валентине Кобяковой.

Больше я никого не благодарю. Все только мешали.

# **Левел 1: Финансы для гопников-интеллектуалов**

## Глава 1

### Финансы как технология

Инженеры представляют мир как конструкцию, и я, гуманитарий<sup>1</sup>, примерно так же. В этом и заключается секрет осознания экономики как науки. Всё становится гораздо яснее, если представить, что финансы в глобальном смысле — это, в первую очередь, технология. Так думать удобно и просто. Ведь технология — всего лишь метод действия или способ производства чего-либо.

Конечно, тут много деталей, но для базового понимания финансовый инструмент удобно представлять как инженерный инструмент или объект. Это не сложнее, чем представить, зачем нужен циркуль, ящик или, например, железнодорожный мост.

Существуют теории — математические — которые помогают создавать финансовые структуры, и они достаточно сложны — как, например, сложен паровой двигатель или электростанция. У них много компонентов, которые должны чётко работать без сбоев, а если сбой и случается, в работающей на практике схеме будет много уровней защиты. Поэтому, прежде чем открывать счёт у форекс-брокера, подумайте, доверили бы вы дворнику поиграть с отбойным молотком у себя в квартире, если вам нужно всего лишь повесить на стену фотку любимой жены или другой женщины.

Когда люди придумывают что-то новое, обычно сразу (или не сразу) всплывают какие-то проблемы и недоделки. Через некоторое время технология отрабатывается и начинает верно служить цивилизации. Никого не удивляет, что паровые двигатели поначалу взрывались, а электростанции портили (и продолжают портить) окружающую среду. Цивилизация шла дальше, а инженеры извлекали уроки и строили новые двигатели и электростанции — более эффективные и более безопасные.

Так и финансовые открытия несли и несут в себе некоторую опасность, как, например, мы видели несколько лет назад во время ипотечного коллапса в Соединённых Штатах, а наше правительство собственные фейлы позорно называло “мировым экономическим кризисом”. Но, как и в случае с неполадками в паровом двигателе, это не повод отказываться от удачных конструкций и принципиальных решений. Это лишь повод доработать схему и поставить, где требуется, очередной предохранитель.

#### 1.1. Смерть Коцея

Далеко-далеко в Калифорнии безработные негры думали, что дома могут только дорожать, и банки почему-то думали точно так же — и выдавали им ничем не обеспеченные кредиты. Безработный “покупал” дом за 150 тысяч долларов без первого взноса, платил по 700 долларов в месяц, а через полгода оказывалось, что его дом стоит уже 180 тысяч, он его продавал и покупал дом

---

<sup>1</sup> знаю, звучит вяло

за 200 тысяч, вложив виртуальное подорожание как первый взнос. Банк доволен, негр доволен, агент по недвижимости ещё сильнее доволен. Только когда каждый второй негр через год перестал платить по кредиту, а банки попытались продать заложенные дома, выяснилось, что все дома на этой улице уже выставлены на продажу и никто не хочет их покупать ни за 180, ни за 150, ни даже за 100 тысяч.

А всё потому, что за пару лет до этого в банках скопилось настолько много денег, что они вообще перестали проверять надёжность заёмщиков — а зачем? Недвига-то всё время дорожает! Не заплатит — быстренько загоним по круглой цене.

Но ипотечным банкам мало было получить себе клиентов. Они хотели зарабатывать больше, а главное — быстрее. Поэтому они стали собирать ипотечников в пулы и продавать их инвестиционным банкам. Это те банки, которые работают не на классической дельте “собрать депозиты — выдать кредиты”, а пытаются заработать более хитрожопыми способами. Продаёт ипотечный банк сразу тысячи кредитов инвестбанку, и сразу получает за них сотни нефти или какие-то новомодные, но мало кому понятные обязательства.

Но американским инвестиционным банкам и этого было мало. Казалось бы: клиентов не собирал, а сразу купил всё скопом (на заёмные под 1% годовых пассивы), денежки от ежемесячных платежей ипотечников льются, всё хорошо. Но они придумали новую, ещё более лучшую схему заработка. Они решили: а давайте мы перепродадим эти ипотечные пулы норвежским пенсионерам! Чтобы их заинтересовать, сделаем новую конструкцию: *Collateralized Debt Obligations*, CDO. Обеспеченные долговые обязательства! Выпустим облигации, обеспечим их нашим пулом ипотек. При этом, чтобы предоставить инвесторам выбор, мы разделим ипотeki на более и менее рискованные, и соберём из них пирамиду, чтобы каждый норвежский пенсионный фонд мог приобрести как доходные и рискованные активы, так и низкодоходные, но солидные ежемесячные платежи.

Для этого инвестбанк делает корзину, например, из тысячи ипотек, из которых 500 — первоклассные (офисные служащие и менеджеры), обозначим их класс “А”, 300 — второклассные, класс “В” (работающие люди без высшего образования, обслуживающий персонал), а оставшиеся 200 — высокорискованные, класса “С”, то есть безработные и неблагополучные семьи, которым дали ипотеку в надежде лишь на то, что они *как-нибудь* её потянут. А если и не потянут — можно всегда их выгнать на мороз и продать дом.

Из этой пирамиды те норвежские пенсионеры, которые купили бумаги класса “А”, получают свой доход первыми, но и процент у них самый низкий (например, 5% годовых). Те, кто купил бумаги класса “В”, претендуют на 8% годовых, но доход получают только после того, как из этой тысячи ипотек накопились пятипроцентные выплаты всем держателям бумаг класса “А”. Ну и есть ещё рискованные бабульки — они хотят заработать 15% годовых и покупают бумаги класса “С” — то есть те, по которым риск максимален.

Некоторые инвестбанки шли ещё дальше (хотя куда уж дальше?). Они покупали бумаги класса “С”, делили их ещё раз: представляем вам облигации класса “парковщик”, “официант” и “безногая старушка”! Затем паковали это в новую пирамиду, для совсем уж безбашенных бабуль из Осло, обещая им не 15%, а все 25% годовых, что для Норвегии — как для нас МММ. У них, если человек приносит деньги в банк, ему не дают проценты, а снимают их за хранение. А тут двадцать пять годовых! Хотя риск при этом огромен — как можно купить такой клубок финансовых хитросплетений? А вот как: достаточно было продавцу заявить, что бумаги обеспечены ипотечными кредитами. Формально, так оно и было, но после переключивания яйца из утки в зайца, непонятно, где оказалась кощеева игла. Точнее, понятно где — у негра в яйце. При этом надо понимать, что на каждом этапе банк-эмитент всегда слизывает с общей корзины немного пенки, делая соотношение риск/доходность ещё хуже.

Стоит только нескольким безработным забросить на пару месяцев Макдональдс и усесться играть в ГТА, как пирамида начинает рушиться. Не собирается транш для класса “официант”, из-за этого и класс “С” вышестоящей пирамиды оказывается без выплат. Потом выясняется, что банк братьев Леманов взял под облигации класса “С” огромный кредит у банка Голдмана, а Голдман считал этот кредит невероятно надёжным — во-первых, Леманы всегда платили вовремя, а во-вторых, он же обеспечен ипотекой! И когда Леманы внезапно не смогли расплатиться по этому кредиту, все расчёты Голдмана пошли прахом, потянув за собой всю остальную финансовую братию. Поэтому надо понять, что злиться на финансы непродуктивно — это всего лишь технология, и не она виновата (казалось бы, при чём тут Голдманы и Леманы?). Технологию надо отработать и научиться применять, тогда она сослужит хорошую службу.

## 1.2. Копипаста рулит

После окончания холодной войны (а точнее, после поражения СССР) стало очевидно, что развитые страны развиты, в первую очередь, экономически. А развивающиеся страны — это те, которые применяют уже разработанные технологии и адаптируют их к своей ситуации. Часто готовые технологии просто копируются. Тут ничего плохого нет, все это делают. Когда изобрели автомобиль, он очень скоро оказался во всех странах мира; с самолётами то же самое. Сейчас технологии скрывать всё труднее, но для финансов это и не плохо, а даже и хорошо.

Приведу пример из отечественной истории. В советской России биржи закрыли в 1917-1918 г. До революции 1917 г. в Российской империи действовало семь товарно-фондовых бирж: в Петербурге, Москве, Одессе, Киеве, Харькове, Варшаве и Риге<sup>1</sup>. Основной из них была, конечно, Петербургская — с более чем

<sup>1</sup> у-у-у, сколько всего было нашего!



200-летней историей — это в 1917 году! Потом пришли большевики и торговать стало нечем.

Биржи были открыты вновь только после распада СССР в 1990-х годах, и что произошло? При воссоздании были применены самые передовые мировые технологии на тот момент. Тогда были ММВБ и РТС, сейчас они объединились и называются “Московской Биржей”<sup>1</sup>. Так вот, вашу заявку на покупку или продажу бумаг брокер выставляет непосредственно в биржевой стакан. Более того, вы её видите в терминале среди других заявок и в реальном времени понимаете, сколько от неё откусили другие участники торгов. В то же самое время огромные биржи с вековой историей (например, американская), не предоставляли брокерам такие возможности — клиентам приходилось торговать между собой и они даже не видели заявок от клиентов другого брокера. А наша биржа пропустила этот этап как устаревший — и оказалось, что организация торгов у нас одна из самых передовых в мире — безо всякой иронии. И данные о ценах в реальном времени наши брокеры предоставляют бесплатно, хотя на мировых биржах это обычно стоит от 20 до 70 долларов в месяц.

Финансовые технологии развиваются точно так же, как инженерные, биохимические или любые другие. С каждым годом они всё лучше, и через 15 лет, вероятно, многие финансовые услуги значительно изменятся — придёт блокчейн, мгновенные переводы с авторизацией сделок. Десять лет назад мало кто пользовался онлайн-банком, а сейчас он у многих всегда с собой в телефоне. Карточек с PayPass тоже ещё не было, а в местах без интернета продавцы использовали «слипы», прокатывая вашу карту через механическую машинку, которая отпечатывала выпуклый номер на бумажке. Компьютеры, интернет, средства связи — неотъемлемая часть финансов, они позволяют нам делать вещи, которые раньше были невозможны.

Новшества не всегда получается сразу воплотить в жизнь, так как они очень дороги. Но исследования в других областях могут изменить относительную цену продукта, и внезапно технология, которая была совершенно гипотетической, становится реальной и начинает работать.

Финансовые изобретения включают в себя и эксперименты тоже. Как и в других отраслях, никто не знает, сработает ли идея, и куда заведёт абстрактная теория. Как только становится понятно, что идея сработала, её тут же все копируют. Таких прорывов было несколько, и традиционно их нельзя было запатентовать, но сейчас в США и в некоторых других странах — в Японии, в Корею — это возможно.

Фьючерсные контракты, например, были изобретены в Японии в начале 17-го века в Осаке — их придумали для рынка риса — четыреста лет назад! Они были исключительно японской технологией до 19-го века, а потом их скопировали по всему миру, и сейчас фьючерсный рынок — он циклопического масштаба. Фьючи сейчас настолько важны, что заслуживают отдельной главы — она в конце книги.

---

<sup>1</sup> кстати, я держу её акции у себя в портфеле

### 1.3. Как придумать страхование

Возьмём, к примеру, страховой полис. Концепция довольно простая, вспомним страховку от пожара или от смерти. Страхование жизни придумано с идеей защитить семьи с маленькими детьми — это самое важное применение. Если кто-то из родителей умирает, семье приходится туго, потому что второму надо и работать, и воспитывать детей. Это очень тяжело, поэтому вот можно на такой случай купить страховку. Муж умер — жена рада. Одна из первых больших страховых компаний Scottish Widows (скотские вдовы) как раз этим и занималась с 1815 года: она страховала солдат в наполеоновские войны в пользу их жён и сестёр, прославилась тем, что у неё застраховал жизнь сэра Вальтер Скотт, а первые две выплаты она сделала глубоководным дайверам с Титаника. Ну, то есть не им самим, а их счастливым родственникам.

Концепция очень простая, но создать такую штуку нелегко. Сначала нужно заключить страховой контракт между страховщиком и застрахованным. Там должны быть указаны причины смерти или инвалидности. Казалось бы, зачем? Умер и умер — плати. Разве можно как-то *неправильно* умереть? Оказывается, можно. Надо учесть случай самоубийства или теракта — как у Артура Хейли в книге “Аэропорт” или у евроиммигрантов, которые ломают сами себе конечности или “нечаянно” отрезают пальцы, чтобы получить страховку.

Такие случаи надо непременно упомянуть в контракте, иначе вся система рухнет. Когда придумали страховку от пожара в начале 1600-х годов, было очень много скептицизма, потому что любой лох может поджечь собственный дом. Говорили, что это не сработает, потому что надо очень точно знать, сколько стоит каждое конкретное здание — ведь если застраховать его на чуть большую сумму, какой-нибудь говнюк непременно подожжёт его и получит деньги.

А как страховая компания может оценить недвижимость? Пришлось им поработать над этим — создать индустрию оценки, чтобы стало хотя бы примерно понятно, сколько реально стоит тот или иной Биг Бен. И для снижения этой нравственной опасности — поджога — страховать дома на меньшую сумму, чем они стоили.

Пришлось завести статистику потерь, чтобы знать, как часто дома сгорают. Для страхования жизни придумали актуарные таблицы, тут требуется серьёзный сбор статистики. Подсчитали, сколько в среднем может прожить человек определённого возраста.

Потом, конечно, появились проблемы с доверием: чем страховая будет платить по предъявленному полису? Нужна какая-то структура, которая гарантирует наличие резервов, чтобы оплатить возникшие страховые случаи. Для сохранения этих денег нужна теория капитала и инвестиций. Надо чётко представлять, как резервы будут вести себя с течением времени. Кто-то начал об этом думать — так появились первые теории управления капиталом.

Ещё одна проблема: как понять, что страховая контора достаточно надёжна? Надо же как-то рассчитать и продемонстрировать эту надёжность

всем клиентам. На это существуют регуляторы, которые предписывают страховым компаниям какие-то показатели и проверяют их соблюдение.

Поэтому индустрия эта достаточно сложна. И хотя появилась она в начале 17-го века, но развивалась очень медленно, так как многого ещё не придумали. Сейчас то, что я рассказал, кажется банальным, но то, что очевидно постфактум, совершенно не очевидно до появления изобретения.

#### 1.4. Очевидное — не всегда очевидно

В истории цивилизации было множество потрясающих изобретений. Например, атомная энергетика. Бомбардировка радиоактивных атомов нейтронами, чтобы начать цепную реакцию — это ли не чудо?

Но множество изобретений чрезвычайно просты. Смотришь — и всё сразу понятно. При этом иногда люди удивительно долго не могут заметить очевидного. Взять, к примеру, колесо. По-русски говорят *“давайте не будем заново изобретать велосипед”*, а по-английски про колесо так говорят — *“let’s not reinvent the wheel”*. Казалось бы, что может быть более очевидно, чем колесо? Выясняется, что это не так уж очевидно.

В доколумбовой Америке не было колёсных средств передвижения. Там были высокоразвитые цивилизации: ацтеки, майя, инки, джигурда — но телег, колесниц и повозок у них не было. Но что удивляет — можно поехать в Мексику и сходить там в музей, посмотреть на индейские игрушки. Так вот, у игрушек есть колёса! Типа животных, которых можно катать по полу. Представьте индейца, который смотрит, как его ребёнок катает что-то по полу. Зачем этот индеец вместо того, чтобы возить тяжёлые камни в телеге, волочит их по земле или передвигает, подкладывая брёвна? Почему не сделать повозку?! Загадка. Выходит, это не так уж очевидно.

Некоторые не могут в это поверить. Ходят и вслух заявляют: *“Не верю я, что в Америке не было колёса”*. Для них у меня есть ещё один пример. Для молодых читателей он будет особенно поразителен. Сейчас почти у всех чемоданов есть колёса, и нам кажется, что они были всегда. Но до 1972 года колёс у чемоданов не было. Вашим родителям приходилось таскать чемоданы за ручку, которая имела свойство отрываться.

А в 1972 году некто Бернар Сэдоу изобрёл — только подумайте! — изобрёл чемодан на колёсах и получил на него патент. У его чемодана было четыре колеса и ляжка, чтобы его катить. Это было совсем недавно. То есть он вдруг подумал: *“Почему бы не приделать колёса к чемодану?”*. Ну и приделал. Потом он ходил по магазинам и никто не хотел выставлять его товар. Он писал, что встретил стену непонимания; магазины сурово отказывали ему. Казалось бы — хорошая идея, да? Но продавцы говорили: *“Никто не купит ваши дурацкие чемоданы. На станциях и в аэропортах полно носильщиков, и никакие колёса не нужны”*. Кроме того, многие люди, особенно мужчины, стеснялись катить чемодан вместо того, чтобы его мужественно нести. Потому что в 1972 году мужчина, который катит что-то за ремешок, он считался

неудачником. То ли дело сейчас! Надел носки под сандали — сразу уважение вызываешь и почёт.

У того чемодана была проблема: когда тянешь эту ляжку, чемодан яростно виляет и постоянно норовит завалиться в канаву. Но какие-то 25 лет назад пилот Роберт Плат придумал новый дизайн, который и запатентовал в 1991 году. Вместо четырёх нижних колёс он приделал два, но сбоку. Такой чемодан тащат не вдоль, а поперёк, поэтому у него более стабильная основа. Вместо ляжки он придумал жёсткую рамку, которая ловко засовывается внутрь. Плюс его чемодан достаточно узок для того, чтобы его можно было катить по проходу самолёта. Роберт назвал его Rollaboard — ну, типа он катится на борту, *бортокат*. А сейчас мы на него говорим просто “чемодан”, потому что других-то почти не осталось.

Так вот, это произошло лишь в 1991 году. Теперь это очевидно — у всех эти чемоданы. Но почему их раньше-то не придумали? По-видимому, это не так очевидно, как кажется на первый взгляд.

Возможно, тут дело в психологии, а точнее в таком явлении, как фрейминг. Мы знаем о конкретном применении какой-либо вещи, и мы подсознательно уверены, что это умно и правильно. На эту тему есть известная задачка про свечку и коробку с канцелярскими кнопками, придумал её некто Карл Данкер. Задачу, Карл! Придумал. В комнате стоит стол, и вам нужно закрепить свечу на стене, чтобы воск не капал на стол. Если думать шаблонно, то решить её очень трудно. Но как только вы узнаете решение, оно кажется элементарным. Погуглите эту задачу, только попытайтесь её сначала решить, а не искать ответ сразу.

Сделаем паузу на этой мысли: вещи, которые кажутся очевидными, не так уж очевидны.

### **1.5. Айти девятнадцатого века**

Теперь поговорим об информационных технологиях как об основном драйвере финансов. Мы ведь живём в мире ускоряющегося прогресса, ждём сингулярности и торжества Скайнета.

Что делает нас людьми? Возможность перерабатывать информацию. От животных мы отличаемся размером мозга, который способен запоминать и анализировать колоссальное количество данных. Но сейчас время, когда компьютеры некоторые вещи уже делают лучше нас. Совсем недавно вот оказалось, что фотку кошки от фотки собаки программа отличает лучше человека — делает меньше ошибок. Как такое может быть? Нейронная сеть научилась. Человек видит там шерсть, хвост — вроде и кошка, а оказывается это собака такая дурацкая. А программа определяет, что собаковатость у фотографии выше кошковатости, и лучше человека угадывает.

Множество продвижений в финансах сильно увязаны с информационными технологиями. Внешне простые идеи риск-менеджмента требуют качественно организованных данных, и за последние несколько столетий человечество многому научилось.

Возьмём пример из 19-го века, который оказался волшебным временем для тогдашних аййтишников. Несмотря на то, что компьютеры были построены лишь в 50-х годах 20-го века, механическую обработку данных предложил Чарльз Бэббидж ещё в начале 19-го. Машину свою он так и не доделал, но дизайн предложил и нарисовал. В 19-м веке ещё много чего интересного произошло, и финансы получили мощнейшее развитие.

Во-первых, бумага. Кажется, тут всё просто. Но в 1800-м году бумагу всё ещё делали из ткани: собирали тряпки по помойкам, сортировали, варили в извёстке и прессовали. Поэтому бумага была очень дорогой. Если вы покупали газету, она состояла из одного разворота и стоила бы по нынешним меркам баксов десять или даже двадцать. А уж “Экстру-М” вообще только олигарх мог себе позволить.

Придумали процесс производства бумаги из целлюлозы, цены снизились. Появилась возможность для записей не только самого важного, а вообще всего. Для финансов многое нужно записывать, причём желательно иметь записи в нескольких экземплярах. Придумали копировальную бумагу. Сейчас она почти не используется, но не так давно она была распространена весьма широко. Для юных хипстеров объясняю — это полупрозрачная бумага с красящим слоем на одной из сторон. Прокладываешь её между двумя листами, пишешь на верхнем, на нижнем отпечатывается копия. Можно положить так 3 или 4 слоя — каждый следующий читается хуже предыдущего, зато получается много копий. Это информационная технология, потому что одной копии для хранения данных недостаточно — нужен бэкап, чтобы держать его отдельно и не просрать в случае внезапной надобности.

Потом придумали печатную машинку. Вроде бы, ничего особенного, но печатать можно в 4 или 5 раз быстрее, чем писать от руки, и исчезает проблема расшифровки чужого почерка. Многие врачи в тот день померли от досады.

Ещё что произошло: начали делать стандартизированные бланки, вроде бы в Голландии они появились. На листке печатали “имя”, “фамилия”, “любимый сорт” и оставляли место для заполнения. Это уже организация данных. Особенно если их впечатывать на машинке через копирку. Целая база данных получается.

Развивалась и бюрократия — не в нашем смысле слова, а во вражеском. Чиновники начали изучать свою работу, потому что они уже не всегда наследовали посты, а порою нанимались обществом исходя из своих способностей. Компетентный человек с печатной машинкой — в 18-м веке, например, такого не было, а тут — хоп! — появился. И назвали его Владимир Владимирович Путин.

В 1890-м году придумали ящики для бумаг. Ерунда? Но до этого бумагу складывали в пачки, перевязывали лентами и засовывали в шкаф огромными кипами — хер что разыщешь. А тут можно выдвинуть нужный ящик и найти в нём нужную папку. Это уже индексация данных. Куча новых возможностей для финансистов.

## 1.6. Социальное страхование как технология

Теперь расскажу о системе социального страхования. Это, прежде всего, технология риск-менеджмента. Разработана она была в Германии во вполне конкретный момент — и, естественно, как продолжение развития информационных технологий. Произошло это в 1889 году при правительстве Отто фон Бисмарка — хотя он к этому отношения не имел.

Ах да! Я не рассказал о ещё одном изобретении в сфере айти, которое появилось в 19-м веке. Это почта. Почта, конечно, существовала и до этого. Но в 19-м веке она стала работать по-человечески (а не как у нас). За сто лет до этого отправить письмо стоило долларов 20 — и мало того, что идти оно могло месяцами, но запросто могло и не найти адресата. Но после массового появления железных дорог почта сказочно преобразилась. Придумали почтовые вагоны, и более того — сортировать письма стали прямо в пути. Это колоссально ускорило доставку, потому что не надо было тратить время на предварительную сортировку — почта сразу же отправлялась в другой город. Наиболее отличились, конечно, немцы — у них возникла целая сеть почтовых отделений — даже в маленьких городках. Ну и понятно, что немца хлебом не корми, а только дай что-нибудь отсортировать. Вот такой у них был в 19 веке поездатый интернет. И он изменил всё.

В 1889 году немецкое правительство придумало использовать почту как сеть передачи данных и придумало социальное страхование. Они приняли такой закон, что каждый работник в Германии отчисляет долю от своего заработка в эту систему. В дополнение к этому, чтобы никому не было обидно, работодатель отправляет такую же сумму.

Как это реализовать? В Германии было 11 миллионов рабочих, и остальные страны ей завидовали. Естественно, никто не верил, что такое мероприятие реально организовать в масштабе целой страны. Но им удалось — через почту. Работник нёс деньги на почту и получал там специальные марки. У него была карточка соцстрахования и он туда клеил эти марки, чтобы к пенсии у него осталось доказательство уплаты этих взносов. Такая вот немецкая зарплата в конвертах. На почте оставалась копия этих взносов, которая по достижению пенсионного возраста отправлялась в пенсионный фонд, поэтому Гитлер всегда знал, кто из немцев сколько не доплатил, и очень злился.

С наступлением пенсионного возраста работник получал выплаты от правительства на основе тех платежей, что он сделал. Настоящая система социального страхования. Газета *“Ландан Таймс”* в 1889 году напорошила немцам эпический фейл мероприятия, что, мол, система говно, немцы не смогут ничего сосчитать, будут жалобы и все деньги проебут. Но англичане не учли три фактора: во-первых, немцы могут сосчитать всё, что угодно; во-вторых, немцы не жалуются; в третьих, у них ничего никогда не пропадает. И что бы вы думали? Через несколько лет Великобритания вводит у себя точно такую же систему!

Соединённые Штаты оказались чуть ли не последней в мире страной, которая ввела социальное страхование. Потому что до 1930-х годов это было как-то не по-американски. Но во время Великой депрессии и американцы её ввели, потому что надо было как-то спасти обедневших реднеков, а настроение в обществе сменилось на более социалистическое.

Это всего лишь пример. Важно понять, что информационные технологии, благодаря которым возникло социальное страхование — важнейшая часть финансов. Но самое удивительное, что мы используем эту систему и сейчас, только не пользуемся почтой для учёта. По-прежнему считается трудовой стаж и отчисления на пенсию, и даже бредовый пережиток совдепского бюрократизма — трудовая книжка — ещё в ходу. Знаете, где она ещё была? В Третьем Рейхе.

В течение нашей жизни появятся и новые изобретения. В США уже сейчас можно отслеживать свой пенсионный портфель в онлайн. Глядишь, лет через 20 и мы до этого дорастём, если будет что отслеживать. А может быть, предложим пенсионерам свои, особые марки. Лизнул — и месяц путешествуешь бесплатно.

Именно поэтому финансы — интересная тема для изучения.

## Глава 2

### Римские бани и королевские пузыри

Чтобы говорить о фондовом рынке, надо сначала усвоить некоторые базовые концепции. Что такое акция? Идея акционирования бизнеса появлялась много раз у разных народов и в разное время. Видимо, это встроено свойство человека — пытаться раздобыть денег. Акция — слово нерусское, но по-английски (*share*) оно означает очень понятную вещь — долю. Если вы начинаете с кем-то новое дело — хоть в Балашихе, хоть в древнем Вавилоне, — вы с партнёром договариваетесь: давай как-то делить прибыль. И сразу всем всё ясно даже без учебника по корпоративным финансам. Надо определить у основателей доли в прибыли. Как? Это тоже интуитивно понятно: вот ты делаешь больше работы, или ты принёс больше котят на шаурму, ну у тебя и доля в прибыли больше.

#### 2.1. ООО “РимВодоКанал”

Рассмотрим бизнес как будто человека, ну типа раба. Или что это я обо всём в мужском роде говорю — подумают, что женоненавистник. Давайте лучше представим рабыню. Рабыней владеют другие люди. И у неё есть лицо. Ну вот, и лицо это не простое, физическое, а особенное — юридическое у неё лицо.

Совершенно точно это лицо уже существовало в древнем Риме. Слово “корпорация” происходит от латинского *corpus*, что означает (к сожалению) не “лицо”, а “тело”. У этого тела есть права и обязанности, совсем как у живого человека. В древнем Риме корпорации назывались *publicani* — это были компании, очень похожие на те, что есть у нас сейчас. Я так и представляю, как ООО “РимВодоКанал” проводит IPO, выходит на биржу и превращается в ПАО “Итальянские Акведуки”.

А биржа у них действительно была! Кто-то из археологов даже нашёл, где. На какой-то улице собирались трейдеры и дико котировали друг другу древнеримские акции. Вот, прямо вижу наяву: пыль, жара, бряцают мечи центурионов, а Гай Юлий Чубайс впаривает карфагенянам римские бани втридорога — и республика получает циклопические барыши.

Контракты на некоторые работы тоже доставались вот этим организациям-публиканям. Строительство акведуков, производство оружия и доспехов, строительство храмов, и сбор налогов, и даже кормёжка гусей в столице — это всё делали корпорации. Со временем они выросли, у них стало много владельцев, и только некоторые из акционеров были управляющими. Самые большие компании нанимали тысячи людей и действовали на огромной территории Римской империи.

Публиканы, естественно, были весьма влиятельны и часто переплетены с правительством. Откаты, кумовство, Чайка-Якунин, всё как у людей.



Одними из первых корпораций были города. Дальше, со временем, концепция стала шире и уже включала в себя организации типа профсоюзов художников, религиозные разные секты и похоронные клубы, которые для членов организовывали похороны по высшему разряду у себя там на ихнем Ваганьковском.

Самое интересное — сбор налогов. В Риме были налоги на пастбища, на зерно, на освобождение рабов (и рабынь, конечно). В некоторых провинциях налоги как раз собирали публикани. Они покупали (либо каким-то образом “получали” — как известный патриций Ротенбергус Золотой Стульчак) у государства будущие поступления и собирали сколько смогут. Понятно, что в дело шёл рэкет и центурионский беспредел.

Но когда республика превратилась в империю, публикани стали уже не так актуальны и императоры их начали давить, а потом империя распалась и вообще произошёл полный закат Европы на добрую тысячу лет.

## 2.2. Первая тру-корпорация

Очень круто и доходчиво о первых корпорациях написала Елена Чиркова в статье “Превращение человека в акционера”<sup>1</sup>. Далее в этом и паре следующих параграфов я перескажу её слова.

Есть знаменитая книжка, “Моби Дик”, написал её Герман Мелвилл в 1851 году. Кстати, компания “Старбакс” получила и название, и логотип как раз из “Моби Дика”, а электронный панк Мобу — потомок автора, потому и взял себе такое вот творческое погоняло.

Главный герой книги нанимается на китобойное судно “Пекод”. Корабль принадлежит не халявщикам, а партнерам: одноному капитану, его приятелю Лёне Голубкову и другим нормальным пацанам. *“Остальные акции принадлежали, как нередко бывает в портах, всевозможным мелким держателям — вдовам, сиротам и ночным сторожам, и собственность каждого из них не превышала стоимости одного бревна, или доски, или двух-трех заклепок в корабельном корпусе”* — это из “Моби Дика” цитата.

Однако, первой тру-корпорацией считается всё-таки банк *Casa di San Georgio*. Корпорацией он быть не хотел, но пришлось. Моднейшие тогда итальянские города-государства финансировали свои войны путем публичных займов. Когда город по какой-то причине не мог выплатить нужную сумму, он взамен передавал кредиторам право на кормление со всей поляны. Совсем как в Кущёвке, ну, понимаете.

В 1400-с-хером году весь долг Генуи собрали в один выпуск со ставкой 7% годовых. Для того времени — весьма значительный процент, тогда время текло ме-е-дленно, да и инфляции почти не было. Соответственно, были собраны в кучу и все гранты на сбор дани, а для работы с ними создали банк *San Georgio*. Поначалу Генуя исправно платила проценты — и банк был просто тусовкой кредиторов. Но однажды город денег не наскрёб, и нагло всех

<sup>1</sup> <http://www.kommersant.ru/doc/2331434>

прокатил, заявив, что станет платить по плавающей ставке в зависимости от своих барышей. В один миг облигации превратились в акции, проценты — в дивиденды, банк — в корпорацию, а держатели облигаций, сами того не зная — в акционеров.

### 2.3. Кооператив “Озеро”

В 14-15 веках гильдии существовали в основном для того, чтобы защищать монополию в некоторых областях промышленности или регионах. За монопольные привилегии гильдия отстёгивала устроителю регулярный бакшиш. Члены гильдии могли конкурировать между собой, но никаких понаехавших не было — они жёстко изгонялись из бизнеса кровавым сапогом.

Торговцы тоже создавали гильдии. В Англии они назывались “регулируемые компании”. И зачастую называли их по далёким диким регионам, в которых они имели монопольное право вести торговлю — “Индийская Компания”, “Африканская Компания”, “Русская Компания” — она, кстати, самой первой считается, зарегистрировали её в 1554 году. То есть мы для них, в общем-то, как 500 лет назад были дикарями, так и остались.

Члены гильдий создавали кратковременные партнёрства при организации отдельных экспедиций. Компания спонсировала такой тур и её члены могли выгодно вложиться. Потом уже можно было вписаться в конкретную экспедицию (или зажать денежки и забить на это дело) — сперва вкладывались акционеры, а если денег не хватало, обращались ко всяким лохам и впаривали им тему. То есть участвовать могли и люди извне, но они должны были заплатить членский взнос вдобавок к своему вложению. А члены гильдии потом снаряжали корабли и на них сами же плыли.

Первые известные акционерные корпорации — это Голландская и Английская Ост-Индийские Компании, которые были созданы для конкуренции с испанской и португальской доминацией на островах Юго-Восточной Азии. В Испании у них была госпрограмма поддержки: конкистадоры оголтело качали у инков серебро и снаряжали чартеры на Пхукет; в Англии же король ни черта не помогал своим купцам, потому что побаивался, что испанцы ему устроят адскую порку. Хотя в 1588 году Фрэнсис Дрейк (*капитан* Фрэнсис Дрейк!) дико вломил испанской Непобедимой Армаде, и англичанам немного полегчало в плане отпуска на островах.

В те времена тур в Таиланд длился примерно 3 года — а на такой срок и под стрёмную тему путешествия в гости к туземцам займы никто не давал. Поэтому пацанам приходилось втюхивать всяким пассажирам доли в будущей прибыли. Для основания Ост-Индийской Компании собралось около двухсот рискованных парней, они и проплатили первый чартер.

Сначала каждая экспедиция снаряжалась и финансировалась отдельно, а прибыль (и все вложения) делились после возвращения. Но в дальнейшем капитал из одного вояжа стал перетекать в финансирование следующего. Так они потихоньку стали похожи на современные компании. Тогда же начали

появляться отличия директоров от инвесторов, а члены гильдии постепенно вышли из моды и превратились в офис-менеджеров на зарплате.

Корпорации эти имели влияние самого высокого шишба. У королевы и аристократии имелись солидные вложения в Английскую Ост-Индийскую Компанию, и естественно, контора получала всяческие ништяки в коридорах Биг Бена. Ну и они выплачивали что-то вроде дивидендов государству. С нашей точки зрения это похоже на налоги, но тогда это было больше похоже на взятки, хотя и считалось в порядке вещей.

#### **2.4. Менеджерский произвол**

Из-за адских рисков даже самому крутому купцу было разумнее участвовать в нескольких экспедициях понемногу, чем полностью вкладывать все яйца в один собственный челночный тур. Мало ли, не доплывёт корабль и все деньги на дно. Прошаренный челночник на такое пойти не мог. Поэтому он должен был довериться стильному топ-менеджеру, который вёл дело к успеху.

В Голландии, например, инвесторов было много, сами они экспедиций не собирали, а доверчиво отдавали свои денежки в управление аферистам. В Англии было построже.

Потом менеджеры отделились от инвесторов, а их поведение изменилось сами понимаете в какую сторону. Например, когда Английская Ост-Индийская Компания договаривалась с королём Суматры, султан намекнул, что хорошо бы ему занять парочку европейских жён в коллекцию. Менеджерам было как-то и неловко отдавать своих соотечественниц в гарем, но они вот придумали отдать ему одну, ну типа одну-то можно, чего тут такого? Кто-то из управляющих даже свою дочь решил султану подогнать — вот какой был коммерсант, прямо-таки какой-то английский Полонский. Но король Яков такого буйства коммерции не допустил и султан остался без красотки.

В Голландии акционеры несколько раз наживались на пассивных фраерах: выплачивали дивиденды товаром (мускатный орех, перец, вот это вот всё), а не золотом. Выплаты специями были выгодны активным инвесторам, потому что они были чёткие ребята, знали рынок и могли товар этот нормально загнать. А пассажиры, естественно, вынуждены были как-то крутиться самостоятельно и продавать его скупщикам, в точности как на советских фабриках людям зарплату валенками платили, ну или хрусталём, или мылом хозяйственным. Ну, орехи хотя бы сожрать можно: деликатес. Отчётность конторы тоже была не открытая и не для всех — короче, на лоха и зверь бежит.

#### **2.5. МММ по-королевски**

Недавно был на Бумстартере какой-то интересный краудфандинговый проект морской экспедиции, который всех потом ловко обманул. Они там гвозди из своего “корабля” продавали, а потом выяснилось, что и корабля-то никакого нет, все деньги они потратили на запуск ещё одного “краудфандинга”, но уже на английском языке — на буржуазном Кикстартере, — а спонсорам

прислали чудные фотографии медуз — то есть, как следует всех обвели вокруг члена. Вообще в истории корпораций пузырей и обманов хватало, о них сейчас расскажу.

Самые известные надувательства — это “Компания Миссисипи” и пузырь “Южных Морей”. Эти мошеннические схемы были созданы и организованы не кем-то, а правительствами Франции и Англии (Великобритании тогда ещё не существовало). В начале 1700-х годов у обеих стран были огромные военные долги, от которых надо было срочно избавиться. Обе страны решили покончить с долгами одним и тем же способом: облапошить кого-нибудь.

Государственные облигации были конвертированы в акции какой-то квази-корпорации, которая держала весь этот долг, а государство предоставляло ей монопольное право на торговлю. Это в теории. На практике французское правительство создало “Фирму Миссисипи”, которой досталась монополия на поставки табака и право дико продвигать эмиграцию в Америку. Эх, славное было время!

Англичане же в 1711 году создали циклопическую “Компанию Южных Морей”, у которой была монополия на торговлю с Южной Америкой. Но все морские пути тогда контролировала Испания, и эта монополия особого смысла не имела. Ну, они там немного поторговали рабами и другими предметами первой необходимости. Кстати, за негра старше шестнадцати тогда давали всего 10 фунтов.

Единственные *реальные* активы этих компаний — это платежи государств по своим долгам, которые распределялись между акционерами. Чтобы заманить инвесторов и поменять государственные облигации на акции этих пирамид, нанимались специальные промоутеры, которые их рекламировали и даже покупали на государственные деньги, чтобы задрать цены. Часто делались заявления, что какой-то чиновник мощно закупились акциями, хотя ему просто давали получить разницу в цене при продаже их обратно, типа виртуальный опцион такой вручали.

Инвесторы дружно понеслись менять свои госбонды на акции этих шарашек, даже покупали акции в кредит. Дошло до того, что компания давала инвесторам в долг деньги на покупку её же собственных акций. Как барон Сулейман Керимович Мюнхгаузен она тянула себя ввысь. И хотя конвертация госдолга в акции была добровольной, на нее согласились почти все. Конечно, там были и какие-то значимые преимущества тоже — например, государственные бумаги было очень муторно продавать (требовалось разрешение), а проценты шли первоначальному владельцу — и надо было у него их как-то выцыганить. В новых конторах с этим стало проще.

В конце 1720-го лопнул пузырь “Компании Миссисипи”. Она рекламировала как бы процветающую экономику Луизианы, печатала банкноты без обеспечения, и дивиденды платила своими же мавродиками. Кто-то вдруг захотел получить звонкую монету взамен бумажек, а компания не смогла расплатиться и покатила в ад. Были потеряны огромные состояния, и

французская экономика серьёзно скуксилась. Через некоторое время двинула кони и “Компания Южных Морей”.

На самой вершине пузыря английский парламент принял закон о запрете новых корпораций, его и назвали — сюрприз! — “Законом Пузыря”. Что характерно, закон приняли не *после* краха, а *до*, и с одной лишь целью — чтобы новые мошенники не соревновались с государством за денежки доверчивых инвесторов. Что как бы намекает.

## 2.6. Регистрация фирмы под ключ срочно

Почти всегда корпорации создавались с какой-то благородной целью или с идеей пользы обществу, и за это у них были какие-то бонусы. Разрешения выдавались королём, причём платно, и только если создателям удавалось доказать, что дело задумано полезное. Потом их стал подписывать парламент. Поначалу самая крутая привилегия — это была монополия. Например, эксклюзивное право торговать с какой-либо страной или право прорыть какой-нибудь канал. Чтобы не возникало сильной конкуренции, разрешение на создание новой компании могли и не выдать. Если же его выдавали, то там указывался размер капитала, ограничивались виды деятельности и срок: корпорации всё ещё были временные.

Со временем смена собственников и ограничение их ответственности стали неотъемлемыми атрибутами корпорации. Это позволило создателям привлекать горы денег. Небольшие инвесторы, которые рисковали незначительной частью своего капитала, совершенно спокойно относились к тому, что фирмой управляет какой-то директор, и в итоге вышло так, что разделение собственника и управляющего превратилось в преимущество — ну и, с другой стороны, в недостаток.

Начиналась английская индустриальная революция, а правительства всё ещё принимали долгие и порою странные решения насчёт того, кому позволить регистрацию, а кому нет. Что-то надо было делать. Выходом стала новая концепция: *электрический стул*. Шучу, просто всем желающим разрешили регистрировать публичные компании, всего лишь отправив заявку. Прелести корпорации стали доступны всем.

## 2.7. Всем, кому должен — прощаю

В начале 19-го века в Нью-Йорке приняли закон о ценных бумагах, который провозгласил два важных принципа. Первый — что любой чел мог зарегистрировать корпорацию и её акции могли торговаться на бирже. Ну, не совсем любой, там надо было выполнить определённые требования регулятора (размер капитала, например), но никакого разрешения не требовалось — всё автоматически там сразу было разрешено. Такая вот у них была американская демократия. Без королей, парламентов и прочей шелухи мускатного ореха.

Второй важный принцип — ограничение ответственности. Оно стало стандартом. Это означает, что инвестора никогда не могли засудить по долгам или грязным делишкам корпорации, в которую он вложился. Хотя в долг тогда

давали неохотно (и на очень короткие сроки — на полгода, например), всё равно пассажирам было стрёмно. Поэтому это офигеть какой фундаментальный шаг, даже целый прыжок в будущее. Идея-то была и раньше, какие-то конторы так прямо и заявляли, что “наших инвесторов обломать не получится при любом раскладе”, но в 1811 году в С.а.С.Ш. это стало законом. Теперь не надо было опасаться, что ты там прикупил себе акциев, и какие-то мутные дяденьки с погонами к тебе приходят и устраивают маски-шоу, потому что хитрожопый директор слинял со всем баблом в коробке из-под гильотины.

С тех пор американская биржа мощно расцвела, ведь никто уже не боялся такого шляпного поворота событий. Купил акцию — не волнуйся, в крайнем случае провафлишь вложенное, но не более того. Европа же эту идею признала попозже, к середине 19-го века. Поэтому Нью-Йорк такой крутой по финансам получился. В Англии там базарили ещё, мол, падлы-банкиры могут не вернуть депозиты, если вот так им внезапно личную ответственность простить. Но простые навальные акционеры победили.

В целом, выяснилось, что это была колоссальная инновация, и хотя сейчас она очевидна, я вам в предыдущей главе рассказал, что не всё так очевидно, как кажется на первый взгляд.

В Америке же и возник и человеческий фондовый рынок в нашем понимании — в основном после появления железных дорог и связанной с этим биржевой лихорадкой. И если раньше в корпорации вкладывались только богачи, с середины 19-го века тему прознал простой люд и начал ломиться на биржу.

До появления бирж британские дельцы просто собирались в местной «Шоколаднице» и там покупали друг у друга акции, а о сделках и долговых расписках сообщали объявлениями на дверях. Хотя к началу 20-го века суть акции начала от людей ускользать — их уже начали считать просто вложением средств, причём второсортным (в отличие от облигаций — то есть, долговых бумаг). Про доли в предприятиях люди начали понемногу забывать, а сами акции стали больше ассоциироваться с рискованной игрой на скачках. Повезло — выиграл, нет — ну, что делать.

Но в двадцатые годы, пока у нас заправляли обезумевшие большевики, американские домохозяйки, наконец, поняли, что инвестиции в фондовый рынок — это стильно, модно и молодёжно. Акции красиво и чётко росли и несли владельцам звонкий шекель.

А в 1929-м подкрался белый зверёк и наступила совершенно адская Великая депрессия, в которую никто не верил, и каждый думал, что она вот-вот закончится, так было туго. А она всё не заканчивалась, и всем становилось всё хуже и хуже. Тогда американский расовый президент Рузвельт придумал тему: циклопические работы на государство, называлась это TERA<sup>1</sup> — люди могли трудиться тупо за еду, но у них была хоть какая-то работа — и еда! Укрепляли набережные, строили лестницы, мостили дороги, благоустраивали парки,

<sup>1</sup> Temporary Emergency Relief Administration — временное административное облегчение

вырубали и высаживали леса, короче, трудились на благо родины. А родина им за это платила сущие гроши, но и то хорошо — хоть с голоду не дошли.

И только через пару десятков лет акции вернули себе былую славу, которая, впрочем, была изрядно подпорчена несколькими чёрными днями недели. Об этих событиях, которые с лёгкой руки ливаноамериканского писателя Нассима Талеба были названы “чёрными лебедями”, я расскажу попозже, а пока будем разбираться, как обстоят дела в корпорациях сегодня.

## Глава 3

### Директор? Да пошёл ты в жопу, директор!

Проблема доверия существовала примерно всегда. В корпорации один из главных затыков — взаимоотношения между акционерами и менеджерами. Это причина того, почему сам Адам Смит корпорации недолюбливал. Он плакался: *“Будучи управляющими не своими, а чужими деньгами, менеджеры вряд ли будут относиться к ним так же ревностно, как к деньгам предприятия, в котором все партнёры работают и приглядывают друг за другом”*.

Через 150 лет после этих слов произошла фундаментальная перемена. Акции американских предприятий стали очень широко распылены. Частные собственники практически потеряли возможность влиять на управление компаниями. В таких условиях контроль стал перетекать к директорам или менеджерам, которые путём подлых махинаций создавали схемы вечной непотопляемости своих постов, даже если у них была лишь малая доля акций. В той или иной мере проблема существует и сейчас.

Это начало феномена под названием “управленческий капитализм”. При Адаме Смита такого не было! Акционеры тогда владели предприятиями, и проблема доверия находилась в русле ответственности директоров. Но во второй половине 20-го века она переросла в возможность личного обогащения менеджеров при полном, сука, соблюдении закона. Для этого применялись всевозможные ухищрения; но самое очевидное, конечно, это выплата друг другу ебанистических бонусов.

#### 3.1. Кресло со встроенным парашютом

Совращённые менеджеры-капиталисты расплодились и окрепли. Множество гендиров провозгласили себя и председателями совета директоров, а места в советах распределили между своими подельниками и шестёрками. Случилось страшное: в советы директоров проникли фиолетовоголовые главбухи и сраные менеджеры по продажам. Вместо того, чтобы задавать компании стратегические цели и контролировать ушлых менеджеров, советы превратились в жалкое подобие изначально чинных и благородных тусовок.

Менеджеры просто-напросто перестали работать на акционеров, а стали работать исключительно на себя. Увеличение акционерной стоимости компании? Зачем, когда можно выписать себе премию? Если рынок упал на 10%, а компания — лишь на пять, можно это отпраздновать и рассказать всей отрасли, какой в компании гениальный директор. В книге “Фрикономика” был отличный пример из кинобизнеса: издатель нанимает нового директора, и компания начинает выпускать один блокбастер за другим. Никому не приходит в голову, что все эти фильмы делались при предыдущем руководителе, которого с позором уволили за фейлы, заложенные его предшественником. Да и вообще большой вопрос, действительно ли руководитель влияет на прибыль



компании, или это у буржуев так заведено — верить во всякую, извините за выражение, хуету с галстуком.

Ну вот, управленческий кризис-таки разразился, и некоторые владельцы начали беспокоиться, что менеджеры вконец обнаглели. Советы директоров General Motors и IBM стали планомерно увольнять охуевших руководителей, а внезапно проснувшийся американский регулятор прояснил обязанности советов. Крупные институциональные инвесторы начали давить на советы, и возникло целое движение за чистоту корпоративного управления.

Идеи съезда партии были такие:

- большинство директоров должны быть независимы;
- председатель совета директоров и управляющий (по-нашему, генеральный) директор — это должны быть разные люди;
- ключевые комитеты (например, наблюдательный) должны состоять исключительно из независимых директоров — т.е. не сотрудников компании;
- надо избавляться от золотых парашютов;
- надо более чётко прописать возможности покупки акций компании и исполнения менеджерами своих опционов.

### **3.2. Рейдерство, основанное на принципах**

Тем не менее, акционеры и сейчас бывают так распылены, что у них нет никакого контроля над компанией, а советы директоров много где превратились в самовоспроизводящиеся механизмы: одни и те же люди назначают друг друга директорами, получают циклопические зарплаты за “наблюдение”, “консультирование”, “представление интересов акционеров” и ни хера при этом не делают.

В Америке есть такой чел, Карл Айкан, он считается крутым корпоративным рейдером, но не совсем в том смысле, как у нас. То есть, он не фсбшный ублюдок, а просто угарный чел с принципами. И он сделал карьеру на разрушении таких вот пидорских самовоспроизводящихся советов директоров.

На бычьем (растущем) рынке много денег зарабатывается на кредитном плече. Понятно, что в кризис это всё отзывается очень больно. И в 1962 году Айкан просрал абсолютно всё, даже выигрыши в покер. Очередная модная тёлка ушла в тот день, когда банк забрал его тачку. Потом он восстанавливал капитал, торговал на бирже, занимался безрисковым арбитражем — тогда это было куда проще, без компьютеров и хедж-фондов: конкурентов было мало.

Сейчас он примерно тем же и занимается. Покупает акции компаний, которые стоят дешевле, чем активы этих компаний. Смотрит, почему фирма оценивается так дёшево; чаще всего это из-за дебилов в управлении. Выкупает долю в этой конторе и ломится туда всё менять.

Он пишет, что крайне мало людей понимают, насколько плачевно обстоят дела в этих советах. Там просто пиздец какой-то творится. Надеяться не на кого, ответственность никто на себя не берёт, никакой демократии и

представительства акционеров, вокруг одни гомосеки и педофилы. И Карл об этом постоянно твердит, за что его все эти менеджеры дико ненавидят.

Как раз по этой причине и он заработал свои миллиарды — он просто ставил хорошего управленца вместо имеющихся придурков. Сразу меняется структура, урезаются расходы на всяких пидарасов, увольняются все лентяи и мудаки, и компания как по волшебству начинает приносить прибыль. Остаётся только научиться находить такие конторы, где есть активы, персонал, бренд, технологии, — и ужасное управление.

### 3.3. Коричневые директора

Америка, по его мнению, управляется из рук вон плохо. Полный антидарвинизм и холокост. Самые умные, самые лучшие люди никогда не попадают в советы директоров. А кто попадает?

Сперва будущий директор поступает в приличный институт и становится председателем студсовета или какой-нибудь похожей шняги. Он неплохой парень, даже нормальный иногда, всегда готов поддержать, всегда сидит в столовке или в клубе. Если у тебя плохое настроение, чот приуныл, тёлка ушла, завалил экзамен, курсовая стёрлась — ну, в общем, херня произошла какая-нибудь, там тебя ждёт этот чел. Вы с ним берёте пива, играете в пул, перекидываетесь парой слов — ну да, тёлка ушла, ещё и ноут спиздили, денег нет, всё как всегда — короче, тупая беседа ниачём. Понятно, что он всем нравится — потому он и председатель студсовета. Но работает-то он когда? Он никогда никому не мешает, никогда никого не обижает, никогда не блещет интеллектом. Он такой *хороший парень*. Он начинает делать карьеру, чётко лавируя и подлизывая задницы. Он умеет общаться с людьми, не раскачивает лодку. Никогда не предлагает сногшибательных идей (чтобы не сшибить никого с ног, ха!), не подсиживает начальника, поэтому и двигается по карьерной лестнице — его не боятся ставить под себя. Никто на него особенно не рассчитывает, но он и никому не мешает. Он удобный. Если у него возникает гениальная идея, он держит её при себе, ведь иначе его могут уволить.

Поэтому у него вырабатываются вполне конкретные качества — он приятный, политически ловкий, выживальщик, и он не представляет угрозы. И годам к 50 он добирается до самого верха. Это и есть черты современного американского директора, за редким исключением. Он не ерошит перья, не расстраивает совет директоров. Он растёт-растёт и дорастает до зама генерального. Ну а генеральный — он точно такой же мудила. Ему не нужна угроза подсиживания и он выживальщик. Он никогда не сделает вторым номером человека умнее себя. Поэтому зам оказывается всегда тупее руководителя. И наш приятель становится замом. Он всем нравится, а потом гендир уходит на пенсию и наш бывший председатель студсовета делается генеральным. И — загадка! — кого же он назначит своим замом? Да такого же мудака, только ещё тупее. Потому что ему тоже не нужен соперник.

Так несколько раз, и глядишь — огромной компанией управляет полный кретин. Большинство из нынешних менеджеров должны быть отправлены в

печь сейчас же. Ну ладно, если уж совсем честно, некоторые из них ещё более-менее, но заняты они вполне конкретным делом — они накачивают свою репутацию, свои связи. Строят себе королевское окружение и создают эффект непотопляемости. Они прилагают все усилия, чтобы остаться в кругу топ-менеджеров, первым делом после найма запрашивают себе золотые парашюты, и поэтому положиться на них нельзя. Они не думают о компании, они думают о себе. Это как если б ты ходил в школу, а контрольных там не было. И пока не наступит конец года, никто не понимает, выучил ты что-то или яйца чесал всю дорогу.

И настоящих выборов топа тоже нет. Поэтому и убрать их очень трудно, даже если у вас есть какие-то голоса в совете директоров — они все друг за друга цепляются, потому что знают — рука руку моет. Одного ты поддержишь в совете, он тебя поддержит в другом совете. Поэтому они создают такие уставы, что их хер уволишь. А талантливые ребята туда пролезть никак не могут. В итоге нынешние гендиры получают свои космические зарплаты и не думают о компании — долгосрочный рост прибыли для акционеров их не особо интересует.

Ну ладно, это я, конечно, преувеличил. Но не очень сильно. Таков уж исторический цимес. США развиваются довольно бодро, последние 25 лет прямо в масле катаются. Глобальная экономика росла, инвестиции росли, они получали дешёвые товары из Китая, а низкие (даже падающие) цены при этом сдерживали инфляцию. Говоря простым языком, при низкой инфляции ФедРезерву — пендосскому ЦБ — в макроэкономическом плане ничего не стоит печатать новые доллары. Он их и печатал путём выпуска долговых расписок, как с неподдельным — но от того не менее дебильным — ужасом рассказывал наивный фильм *ZeitGeist*.

США выступили в роли огромного таза с бухлом. Амеры пировали и мощно выжирали из таза, ЦБ в него вливал, а остальной мир с радостью принимал за свои товары американские доллары. Все думали, что Америка — это круто. Будто вы приехали из перди и видите, что в городе живёт припеваючи одна крутая семейка. Лежат все вокруг бассейна, жрут и бухают из этого таза, у всех огромные тачки и часы как у Патриарха Всея Руси. Остальной город вкалывает на фермах, заводах и подвозит добро этой семье — еду, одежду, мебель, всё. А семейка эта всем раздаёт только красивые долговые расписки и ничего не делает — только с жиру бесится.

Вероятно, в какой-то момент какой-нибудь житель города скажет, что распиской сыт не будешь. США находятся именно в такой ситуации — платит за дешёвые товары напечатанными долларами. Но нельзя забывать, что у нашей семейки лучшие преподаватели, лучшие технологии, лучшие компьютеры и лучшие умы, а семейка самая богатая во всём городе. Кроме того, очень трудно сказать “мне больше не нужны ваши расписки” семейке с пятью авианосными группировками, мощь которых превосходит военноморские силы всех остальных, вместе взятых. Сами понимаете — когда речь идёт о чести семьи, вопрос о деньгах неуместен.

### 3.4. Зарплаты топов

Тем не менее, в корпоративных финансах большие проблемы. Топы зарабатывают *в сотни раз* больше рядовых сотрудников. Совершенно очевидно, что никакой гена столько не стоит. Это всё потому, что акционеры в реальности не голосуют — им просто-напросто всё похер. Я напомним, что основные владельцы ценных бумаг в мире — это организации, а не люди. А фонды не голосуют против горе-менеджеров. Но такие борзые ребята, как Карл (КАРЛ, Карл!) любят внезапно вонзить вилку в жопу зажавшимся топам и выгнать их на мороз. Он себя гордо называет “корпоративным активистом”, ну такой йыхний Навальный с кучей бабла. Интересный кадр.

Надо, правда, указать разницу между директорами и фондовыми управляющими. Управляющие хедж-фондами иногда обыгрывают рынок, потому что лучше, чем обычные люди, понимают, как устроен мир (ну, или им просто везёт). Всем было бы лучше, если бы цены на активы были ближе к своим реальным значениям, или хотя бы стремились к ним на протяжении времени — чем мотались бы как говно в проруби. Если бы хедж-фонды сделали рынок абсолютно эффективным, всем стало бы заебись (кроме самих хедж-фондов — ведь тогда бы они не смогли зарабатывать). В этом смысле биржевые трейдеры помогают сделать мир чуточку лучше.

Есть у них и ещё один плюс. Большие хедж-фонды — инвесторы очень активные. Там высокая конкуренция и управляющие постоянно под прессингом рынка — надо зарабатывать для инвесторов деньги. И их космические зарплаты получают *исключительно* из прибыли фонда — это прямой результат их действий по зарабатыванию денег клиентам, а не какой-то тайной договорённости и подковёрных интриг.

А вот если посмотреть на зарплаты и бонусы нефинансовых компаний (услуг, промышленности и т.д.), выясняется, что директора топ500 мировых корпораций получают полные компенсационные пакеты, даже если их увольняют — кроме обнаружения явного мошенничества. То есть, они могут работать херово, но деньги получают всё равно. Уроды.

### 3.5. Как заарканить правильного управленца

Есть, конечно, и годные схемы вознаграждения. Посмотрим на компанию AIG. В свои лучшие годы, а это примерно 10 лет назад, это была самая большая страховая компания в мире, с большим отрывом от преследователей. Её капитализация доросла аж до 200 миллиардов долларов — это с 300 млн при размещении акций! — и в 2005 AIG стала одной из самых крупных компаний мира.

У основателей было несколько занятных принципов. Во-первых, ни одному управленцу никогда не платили больше 1 миллиона долларов в год. Во-вторых, ни у одного управленца не было контракта. Ты работал в компании, потому что любил эту работу и хотел этого. Сравните с неразрывными контрактами Сечина (50 млн долларов в год) и Миллера (25 млн долларов в

год), которые управляют далеко не самыми большими и уж точно не самыми эффективными компаниями мира.

А за что люди любили работу в AIG? У управленцев были показатели: например, рост на 15% в год; и они их регулярно достигали. Основатели придумали структуру из своих собственных активов, когда их частные фирмы выделяли управленцам акции AIG за определённые достижения. Каждые два года, если цели выполнялись, некоторое количество акций откладывалось в дальнюю тумбочку. Но достать их оттуда можно было, только уходя на пенсию!

Вместо золотого парашюта — золотые наручники. Если ты увольнялся, твои бонусные акции оставались у основателей. И через несколько лет работы этот бонус становился так велик, что крайне мало людей покидали компанию. Прекрасный пример правильной мотивации. При этом миноритарные акционеры ничего не теряли, всё оплачивалось основателями. Но рост компании доставался всем.

Сейчас всё больше применяется более гуманный метод, называется «вестинг». Акции ключевым сотрудникам выписываются каждый год (в виде бонуса), но вот процесс получения растягивают на несколько лет. То есть, например, получил ты бонус в 12000 акций. Но сразу на счёт тебе переводят лишь 4 тысячи, ещё треть — через год и остаток через два года. Если ты уходишь из компании до этого срока, то остаток твоего бонуса остаётся в компании. Следующий годовой бонус распределяется точно так же, то есть постоянно какая-то (довольно значительная) часть твоего бонуса висит, и получить её на руки можно, только поработав в компании ещё несколько лет.

### 3.6. Банки-проказники

Корпорации часто используются и во всяких хитроумных схемах. Бывает, что юрлицо требуется лишь как склад собственности, чтобы служить залогом под выпуск ценных бумаг. У таких образований может вообще не быть сотрудников, и учредитель у них только один — инвестиционный банк Моргана, Голдмана или ещё какого-нибудь Ротшильда<sup>1</sup>. Тут идея о том, что корпорация — это нечто, действующее от лица группы людей, вообще теряет смысл. Казалось бы, необязательно применять именно эту организационную форму. Так зачем же это делается? С одной подлой целью: ограничить ответственность создателя. Акционер ведь не отвечает по долгам корпорации!

Это, естественно, открывает широчайшие возможности для мошенничества. Например, в скандале с компанией Enron выяснилось, что множество подконтрольных ей юрлиц скрывали огромные долги основной компании. Или во время ипотечного кризиса в США, когда обнаружилось, что наложение производных финансовых схем («СиДиО», я с них начал книгу) значительно усилило эффект домино.

---

<sup>1</sup> вижу, что не Иванова

### 3.7. Не так страшно юрлицо, как его малюют

Пора закрыть тему корпораций и назвать основные черты современной акционерной компании.

1. *Каждый владеет долей общака.* У владельцев есть акции, которые дают им право на долю от прибыли компании. Владелец может быть очень много — например, у Газпрома после приватизации их было чуть ли не полтора миллиона, а сейчас несколько сотен тысяч. Передохли, видать. Акции эти можно свободно загнать соседу, а не как с долей в ООО (сначала предложить основателям).

2. *Юридическое лицо с геной, главбухом и счётом в банке.* Корпорация — это такое искусственное существо с определёнными правами и обязательствами. Например, у публичной компании есть обязательство раскрывать все доходные темы, владельцев и чо кому она должна.

3. *Совет директоров.* Каждая корпорация должна создать совет директоров (типа депутатов — со всеми вытекающими), который будет представлять всех акционеров. Совет уже назначает, кому тянуть лямку директора и следит, чтоб со столов не пиздили канцтовары.

4. *Пацаны по долгам конторы не отвечают.* Долги корпорации — это не долги её владельцев, и потерять они могут лишь то, что вложили в акции компании, и не более того.

На этом всё. Поздравляю, мой дорогой читатель. Теперь ты — специалист по корпоративному праву. Пора узнать правду об акциях.

## Глава 4

# Общество гигантских растений

Вот у нас юрлицо — корпорация. Она выпускает акции, которые выдаются основателям, или кто-то их покупает; акция отражает вклад каждого в общее дело. Акции достаются тому, кто так или иначе вложил в бизнес — или сделал вид, как какой-нибудь Березовский.

Когда вы организуете компанию, возникают разные отношения. Кто-то — акционер. У него доля в прибыли. Есть работники, которые живут на одну зарплату — совсем другое дело. У них договор, там написано, за сколько они будут горбатиться. Есть ещё кредиторы, которые дают корпорации в долг, мерзкие банкиры-ростовщики, или те, кто товар привёз, а денег ему ещё не заплатили.

Самый главный — это акционер. Потому что он *владеет* корпорацией. Он её, так сказать, имеет. Когда вы корпорацию создаёте, вы подписываете набор правил, что-то вроде конституции, свода законов. В каждой стране у этого документа есть свои ограничения. Называется он устав. По мере наступания на различные грабли у компаний появлялись всё более сложные уставы.

Корпорации бывают и некоммерческие, но я говорю, конечно, о тех, которые зарабатывают прибыль. У некоммерческих и акций-то может не быть, недоразумение какое-то.

Теперь очень простое, но важное понятие: количество выпущенных акций. Чтобы рассчитать вашу долю в компании, надо обязательно знать общее количество акций. Если у меня 666 акций ЗАО “Вельзевул”, что это означает? Пока у нас нет общего количества, это не означает ровным счётом ничего. Ведь если их всего шестьсот шестьдесят шесть, то я — единственный владелец, и, стало быть, у меня 100% акций. А если их 666 миллионов? Тогда у меня лишь одна десятитысячная доля процента.

Люди зачастую не смотрят, сколько акций выпустила компания. Они как бы доверяют аналитикам, которые это где-то вычитали. Ну, типа, не обманут. Когда мы смотрим на цену компании, мы берём её капитализацию и делим на количество выпущенных акций — так и получаем их текущий курс. То есть количество акций у акционера имеет значение лишь в соотношении к их общему количеству.

### 4.1. Голосуй — не голосуй

Основное правило: одна акция — один голос. Ещё одно правило — надо раз в год (как минимум) собираться, и на этом собрании акционеры могут мощно — или скромно — проголосовать по злободневным вопросам. Можно, кстати, не собираться, а письмо прислать — мол, я за добро и справедливость, а Костина и Якунина прошу уволить, т.к. у них слишком маленькие шубохранилища.

Одна из самых важных задач на таком собрании — это избрать совет директоров. В законе так и написано: в каждую корпорацию по Чубайсу. Их количество вы можете выбрать при регистрации. Потом голосование за каждого; обычно, это один акционер — один голос, но у нас по закону всегда используется кумулятивное голосование — то есть голосов у каждого акционера столько, сколько мест в совете директоров. Если у тебя 100 акций, а директоров — семеро, тогда у тебя будет 700 голосов. В США, кстати, такой вариант обязателен только в некоторых штатах. Отстали.

Такой способ позволяет миноритариям договориться, отдать свои умноженные голоса за одного представителя, который надёжно пройдёт в совет. При кумулятивном голосовании акционер или группа акционеров например, с 20% голосов получает гарантированную возможность избрать 20% членов совета. При раздельном голосовании за кандидатуру каждого члена совета те же акционеры всегда бы оказывались в меньшинстве, не смогли бы провести ни одного кандидата, а олигарх, имеющий контрольный пакет, выбирал бы совет полностью. Поэтому кумулятивное голосование часто рассматривается как форма защиты прав миноритариев, и в целом, такая тема к добру.

Совет директоров потом нанимает генерального директора, который у них там называется CEO<sup>1</sup>, и тот управляет компанией. В теории акционеры его контролируют через избранный ими же совет, хотя на практике, конечно, всё не так радужно — я рассказывал об этом в предыдущей главе.

#### 4.2. Отнять и поделить

Довольно часто компании делают так называемый “сплит”, то есть разделение. Сплит может быть два к одному — то есть вам придёт письмо, что была у вас тыща акций, а стало две. Но радоваться тут особо нечему — это у всех акционеров по столько добавилось. Зачем же это делается?

Делается это для того, чтобы цена акций была удобна для торговли. Традиционно в США акция нормальной фирмы стоила где-то от 20 до 40 долларов, сейчас дороже с этими вашими Гуглами и Эплами. Но раньше, если цена переросла 50 или 100 долларов, компании почти всегда делали сплиты. Просто акции обычно покупаются лотами, и мелкие инвесторы вроде нас с вами просто не смогут купить лот из 100 акций, если одна акция стоит 300 долларов.

В разных странах по-разному: бывает, что наоборот, слишком уж много акций, вон как у нашего ВТБ, там эмитент обезумел и выпустил 100500 миллиардов акций и они стоят по 10 копеек за штуку. Зачем? Чтобы бабулькам за мелочь продавать, наверное. Позорище, короче. А вот Уоррен Баффет не делает сплиты, и дивиденды не выплачивает, и акции его Беркшир Хэтэуэй стоят уже по двести тысяч долларов за штуку, потому что он мелких пассажиров не хочет брать на борт. Только реальные инвесторы до гроба,

<sup>1</sup> Chief Executive Officer – по-нашему, это генеральный директор



только хардкор!<sup>1</sup> Гугл тоже не делал сплитов до 2014 года (причём новые акции оказались без права голоса), а Майкрософт — наоборот, девять раз уже цену делил, и с 1987 года акция стала аж в 375 раз тоньше. Гугл сейчас (в 2017 году) стоит больше 600 долларов за акцию, то есть лот из 100 штук стоит примерно 63000 долларов.

### 4.3. Размывание

Нужно поговорить о размывании долей в компании. Если компания делает сплит, то размывания никакого нет — у всех акционеров количество увеличивается одинаково. Доля каждого акционера остаётся прежней. А размывание происходит, когда компания изменяет количество акций несимметрично — то есть, не для всех.

Типичный пример — это, конечно, опционы всяким мудакам и топ-менеджерам. Вот компания наняла, например, Якунина и обещала ему незаметно оплатить золотой стул. Без стула он работать не хочет, и вот чтобы его дико замотивировать, ему дают помимо зарплаты ещё и акции компании (и ещё наливают). Так вот если ему акции дают, а остальным нет, выходит, что доля всех остальных пропорционально немного уменьшается. Ведь общее количество акций растёт. Было 1000 акций у всех, и у вас, например, 10% — сто штук. А Якунину дали 100 акций премии, всего их стало 1100, а у вас уже не 10%, а  $100/1100=9,09\%$ . Настоящее блядство.

Когда компания привлекает новое финансирование, она тоже выпускает акции и доли основателей обычно размываются. Хотя тут обычно им горевать не о чем — ведь общая цена компании растёт на величину инвестиций или даже больше; то есть хоть их доля и падает, но её стоимость растёт.

Вот мы ненароком и подобрались к выпуску.

### 4.4. Инвестбанки и андеррайтинг

Акции появляются на бирже при помощи инвестиционных банков. Инвестбанки интересны потому, что там работают исключительно мажорные ребята. Хотя есть шутка про 30-летнего седого трейдера, который работает 18 часов в сутки 7 дней в неделю, и которому в жизни уже ничего не надо, потому что у него последние 10 лет не стоит. Он зарабатывал миллионы за счёт бонусов акциями своей конторы — моднейшего банка Беар Стернс, — и когда банк приказал долго жить, чел оказался на таком днище, что даже не смешно. Так что если вы молоды, амбициозны, хотите работать за границей — в Монголии требуются укладчики асфальта.

Но я отвлёкся. Помощь в организации выпуска акций называется андеррайтинг. Это, по-русски говоря, подписывание. Во всех смыслах. Банк подписывается выпустить акции или облигации, или чёрта лысого — да всё, за что заплатят.

---

<sup>1</sup> Надо, однако, отметить, что в 1996 году Баффет выпустил акции класса В — неголосующие, но зато дешёвые — в 1500 раз дешевле обычных акций компании

Обычный гетеросексуальный банк — он привлекает депозиты и раздаёт кредиты, так на два процента и живёт. Но инвестиционный банк, он, ребята, совсем другой. В США с 1933 года даже существовал запрет на одновременную деятельность обоих типов, хотя теперь он снят. Например, JP Morgan тогда разделился надвое: JP (который теперь ещё и Chase) и Morgan Stanley, и сейчас они конкуренты.

Вернёмся к организации выпусков. Допустим, компания Форд хочет запустить новый завод уёбищных автомобилей и для этого ему требуется циклопический кредит на сверхвыгодных условиях — такой кредит ни один банк не выдаст. Поэтому Форд хочет вместо этого выпустить облигации — долговые расписки — и собрать с миру по нитке. Как это сделать? Ему надо обратиться в инвестбанк.

Я уже упоминал Беар Стёрнс. Он был основан в 1923 году Иосифом Виссарионовичем Беаром (Медведем) и Робертом Павловичем Стёрнсом. Просуществовал он 85 лет — до 2008 — и был очень, очень большим и очень, очень известным банком. Управлял буржуазными капиталами, торговал акциями, да чем только не занимался. В июне 2007 ему поплохело — один из фондов сколлапсился. Они мощно вкладывались в тухлые ипотечки, причём фонд назывался весьма остроумно, типа *“Высококласный Фонд Структурных Кредитов Беар Стёрнс”*. А второй ваще как песня: *“Высококласный Фонд Ебанистически Рискованных Структурных Кредитов Беар Стёрнс”*. Немного странно звучит, да? Вроде как высококласный, а вроде как и в полное говно вкладывался. Они под средства инвесторов ещё в 4 раза больше денег брали займы, и на пятикратную сумму покупали облигации, обеспеченные дырявой ипотекой. Поэтому, если эти облигации падали всего на 20%, фонд заканчивался полностью, зиро, пиздец. И они там задолжали больше трёх миллиардов долларов, сразу пошли пахучие слухи, и это уже само по себе добило Беар Стёрнс — им перестали давать кредиты, они не смогли перекредитоваться по мелочи, рейтинг надёжности упал, и всё — жопа!

Чтобы спасти хоть что-то, ФедРезерв дал денег Джей-Пи Моргану и тот выкупил остатки Беар Стёрнса за бесценок. Ну как, вообще-то вполне себе ценюк — 200 миллионов долларов, но по сравнению с 100500 миллиардов до этого, конечно, гроши.

Вопрос — а почему ФедРезерв дал ДжейПи денег? Просто если Беар Стернс обанкротился бы, его активы (те же облигации) пришлось бы продавать в рынок за копейки, и это унесло бы в ад всю финансовую систему США, а за ней и остального мира. Потом пришла очередь банка Братьев Лехманов, но это уже совсем другая история, хотя и похожая; не подумайте, что масонская.

Ладно, давайте к делу. Что у андеррайтинга внутри? Проблема выдачи кредитов компаниям в том, что нельзя заранее знать, отдадут они его взад или нет. Поэтому коммерческие банки, которые кредиты выдают, вынуждены постоянно вынюхивать инфу, “быть в рынке”, следить, чтоб не выдать кредит какому-нибудь гомосеку, или того хуже, аферисту. Надо сурово играть в гольф с воротилами, заносить конверты чиновникам и бухать в модных клубах с

любовниками депутатов. Только лишь чтоб понять, где что как, и у кого дела плохи, а у кого всё норм. Те, кто депозиты в банк кладёт — они-то не парятся, им банк должен, а не кто-то другой. А банкирам вот приходится крутиться и всё знать про своих заёмщиков.

Опасность тут в том, что контора возьмёт кредит и свалит в Камбоджу. Если вы простой еврейский паренёк, который хочет вложить миллион долларов в хлебозавод, вам надо играть с директором в гольф, тусить с бухгалтером в клубах и жарить страшную секретаршу менеджера по маркетингу (ведь откуда у маркетолога возьмётся нормальная тёлка).

И тут появляется андеррайтер и говорит — бля буду, отдадут — хлебозавод отличный, печки новые, мука свежая, тараканов нет, всё заебись — нужно только дрожжей прикупить. То есть они вместо приёма депозитов подписываются под тем, что контора отдаст кредит. Андеррайтеры становятся посредниками между инвесторами и компанией-эмитентом, вкладывая в сделку свою репутацию и получая небольшой (иногда — большой) навар с выпуска.

Выпускающая бумаги контора может быть не особо известна, или бизнес у неё не совсем понятный (например, какой-нибудь канделаки-маркетинг или в этом духе, хер прассышь, короче). А андеррайтинг — это как служба знакомств, точнее, типа свахи. Расхваливает невесту, говорит, ой хороша, высокоморальна, все дела. Так и инвест-банк ищет покупателей на облигации всяких компаний, а инвесторам — хорошие условия вложения денег в надёжное место.

Если сравнить инвестбанкира с трейдером — банкир будет стараться держать безупречную репутацию, потому что это и есть его основной капитал<sup>1</sup>. Но если вы хороши и у вас красивый галстук, придёт Форд и попросит организовать продажу его облигаций на рынок. Поэтому все там носят моднейшие костюмы и ботинки у них блестят так, что глаза жжёт. А трейдеры наоборот: ругаются, орут в телефон, бросают трубки, потеют, закатывают рукава и проливают кетчуп на штаны. Что поделаешь, работа нервная.

#### 4.5. Выход на биржу

Как устроен сам процесс? Вот большая компания думает выпустить облигации или акции. То, что она большая, не значит, что все ей верят на слово. Взять тот же Форд — ему уже больше ста лет, но далеко не все готовы давать ему деньги, т.к. проблем у компании было много и не факт, что их не будет в будущем. То есть тут вопрос не моральной прочности хапуг-управленцев, а вопрос в том, готовы ли вы купить облигации этой компании с топорно сделанными тачками.

Они приходят к инвестбанкиру и говорят, ну вот, чувак, сильно нужно бабло и мы хотим продать акции компании. И приходят они, конечно, не к одному банкиру, а к нескольким — поторговаться, разузнать кто чо скоко даст. Есть два типа сделок: “стопудовая покупка” и “чем смогу помогу”. Разница в

<sup>1</sup> ну ладно, это херня, у них просто очень много денег

том, что в первом случае компания выпускает акции, и банкир им говорит: “*Я на себя их куплю, не ссыте*”. Понятно, что они ему никуда не впились, эти акции, но он просто знает тусу и надеется их загнать всяким лохам. То есть он на себя берёт риск — продаст он или не продаст, но выкупить акции обязан. Вторая тема — “чем смогу помогу”, тогда он никаких обязательств на себя не берёт, только обещает помочь всё кому-нибудь впарить в меру сил. Говорит, ну вот минимальную цену я прикидываю такую, если выгорает, ок, если нет — ну не шмогла, идите к чёрту со своим говном. Процесс, естественно, дико зарегулирован, чтоб никто не юлил, там всё очень формально и по пунктам, надо регистрировать выпуски везде и всё такое. Причём в этот период никому нельзя ничего рассказывать — всё пиздец строго, если не дай бог кто проболтается, — сразу отрезают яйца и сажают в Гуантанамо.

Инвестбанк в этот момент собирает тусовку из уважаемых западных партнёров и они меж собой заключают адскую сделку кровью. Если выпуск большой, один банк обычно не берёт всю вину на себя, а старается ещё привлечь других козликов, чтобы максимально расширить круг потенциальных инвесторов. Они создают синдикат — это группа инвестбанков, которые участвуют в выпуске ценных бумаг, готовят доки и ждут, пока местные авторитеты всё зарегистрируют. Это называется “подать проспект эмиссии”.

На Уолл-Стрит предварительный проспект эмиссии называют “красной селёдкой” (*red herring*). Никто не знает точно, почему, но теория такая, что раньше охотники тренировали собак на лису, и по следам возили селёдкой. Селёдка мощно воняет, и собаки в непонятках — где лиса чо куда бежать а ну рекс ищи фас бляяя всё пропало, — такая типа тренировка. Из-за этих непоняток вроде как и назвали этот предварительный проспект селёдкой, мол там всё туфта и вата.

Наконец, ЦБ проверяет этот проспект, чтобы всё было чётенько. В это время андеррайтер может давать своим потенциальным клиентам предварительный проспект, но комментировать его никак нельзя, т.е. можно сообщать только голые цифры, которые там содержатся. Это для того, чтобы покупателям не промывали уши насчёт моднейшего выпуска бумаг, и не делали акцента на преимуществах будущего выпуска. Всё, что необходимо (там вообще формулировка антисемитская: “*всё, что может понадобится задающему не очень дебилные вопросы*”) есть в проспекте. Поэтому тема с селёдкой — это такой суровый трейдерский юмор, ведь в реале всё должно быть наоборот. Сверхпрозрачно.

Что ещё обязательно в этом проспекте — указаны все потенциальные эпик фейлы, которые могут произойти. Там порой ужасные вещи: что компания может просрать вообще всё и пойти по миру, что их могут засудить, директора посадить, ну короче всё дерьмо, которое теоретически может произойти, указывается. Мелким шрифтом, но всё равно — указывается. Поэтому если в будущем всё накроется медным тазом, можно будет сказать инвестору — бля, ну извини, чувак, ты сам всё видел, сделал выводы, так что хер тебе, а не возврат денег.

Причина обязательного молчания по всей остальной информации — ЦБ не хочет скрывать никакого потенциального негатива. Такая уж система. Нельзя недостатки в одной папке написать, а преимущества в другой, и клиенту послать правильную брошюрку, — за это ЦБ сурово карает и даже навсегда лишает лицензий. В это время из рекламы можно лишь разместить объявление в газете, кто и что размещает и какие банки подписались это замутить.

Рано или поздно комиссия по ценным бумагам (в США это SEC, у нас была ФКЦБ, потом ФСФР, сейчас это ЦБ) одобряет проспект, и сразу после этого андеррайтеры начинают дико впаривать лопухам эту тему. В этот момент самих сделок не происходит — банкиры ходят по соседям и рекламируют эту шнягу, чтобы покупатели выстроились в очередь. Сразу становится понятна проблема с выпуском новых бумаг на рынок. Те акции (или облигации), которые уже торгуются на бирже, про них все и так знают. Но если вы выпускаете акции первый раз — это называется IPO, Initial Public Offering, (порусски “АйПиО”, первоначальное публичное предложение) — это значит, что компанию на рынке (финансовом) могут и не знать, и кто ж её купит? Поэтому очень важно, чтобы андеррайтеры привлекали внимание, дабы создать ажиотаж.

При IPO цена бумаг дёргается как эпилептик, и это отчасти из-за того, как оно организовано этими хитрожопыми банкирами. У андеррайтеров есть свойство — это давно доказано британскими учёными — намеренно недооценивать выпуск. То есть, они специально устанавливают цену ниже, чем могли бы. Звучит странно: казалось бы, зачем?

А чтобы желающих купить акцию было больше, чем требуется. Вы вот звоните своему брокеру (поднимите руку, у кого есть свой брокер, бттг) и говорите: *“Я вот тут слышал, скоро намечается АйПиО Фейсбука, я хочу немного акций прикупить”*. А брокер говорит: *“Нууу, я посмотрю”*. И не перезванивает. Потом вы слышите, что акции в первый день взлетели на 30%, и думаете, ну что за гандон мой брокер, сука? А он может, на вас был в обиде, что вы за прошлый год почти не торговали и не приносили ему комиссию. Но всё равно он гандон.

Короче говоря, это такая игра. Типа как искать билеты на какой-нибудь крутой концерт или на выставку Ван Гога. Сначала касса зажимает какое-то количество билетов в фан-зону, образуется очередь, давка, потом перед входом все мечутся и спрашивают, нет ли лишнего билетика, и рядом уже говноеды-спекулянты предлагают их в 2 раза дороже. Ещё по интернету можно купить себе фальшивую контрамарочку и обосраться по полной. А в итоге-то билеты начинают торговаться дороже, чем на них написано.

Надо понять, что весь этот спектакль подстроен уродами-продюсерами. Есть кто-то, кто отвечает за репутацию артиста. Ну и он думает — так! Главное, чтоб зал не был полупустой, надо забить его, нужны очереди, чтоб все думали, что это чумовое событие, на которое все хотят попасть, и артист — Стас «Золотые Яйца России» Михайлов. Поэтому и цены на билеты сначала ставят

пониже, а часть билетов зажимают, чтобы создать очередь и ажиотаж, и радость приобретения этого говна.

С IPO происходит то же самое. Цену на акцию ставят чуть ниже собственной оценки компании, создаётся очередь (называется “переподписка”), и у лохов возникает дикая радость приобретения кусочка волшебства. Бизнес растёт, репутация ловких импресарио тоже растёт, типа, вот они как могут разжечь интерес. В некотором роде это, конечно, манипуляция рынком, но такое допускается. Основная мысль такая: у инвест-банкиров репутация — это очень важный актив. И если с каким-нибудь Беар Стёрнс происходит херня, то от этого страдает вся индустрия лоснящихся костюмов и яхт.

## Глава 5

### Дивиденды и другие барыши

Люди покупают акции, чтобы дико озолотиться, например. Но как они получают доход? Компания заработала денег и хочет немного раздать. Раздача прибыли акционерам и называется выплатой дивидендов. Молодые фирмочки часто своими акциями мотивируют сотрудников, но дивиденды, как правило, не платят — все доходы вкладываются в дальнейшее развитие компании. Но хотя бы иногда дивиденды стоит, конечно, распределить, — иначе люди могут и позабыть, зачем им акции.

Совет директоров решает, когда и сколько платить дивидендов акционерам, и по закону у всех одинаковые права. Нельзя одному заплатить дивиденды, а другого кидануть.

Иногда компания заявляет, что вместо денежного дивиденда она выплачивает “стоковый” дивиденд — то есть, в виде акций. Приходит такое письмо, мол, поздравляем счастливицков, все получают по 5% от имеющихся у них акций, ура. Хорошо это или плохо? Надо ли радоваться такому сообщению? Конечно, нет. Акции-то у всех прибавляются, то есть их цена пропорционально упадёт. Было у вас сто — станет сто пять, но и выпущенных акций будет не сто миллионов, а сто пять миллионов.

Зачем же компании это делают? Может они хотят кого-то облапошить? Короткий ответ — да. Ну, типа, денег мы вам не дадим, зато акций подбросим. А толку никакого, чушь какая-то. На стоковые дивиденды не надо платить налог, то есть надо, то лишь после того, как вы продадите эти акции. Хотя фактически денег-то вы и не получали.

Не надо путать стоковые дивиденды с программой реинвестирования. Это сейчас много где практикуется. Вы с эмитентом подписываете договор (электронно — через брокера), что вместо дивидендов вам на счёт зачислят акции на эту сумму. Тут количество акций компании не возрастает, поэтому это абсолютно справедливая штука. У меня по всем эмитентам стоит реинвестирование дивов. Ведь 200-300 баксов погоды не сделают, а лишнюю сделку делать не надо. Если у вас прицел портфеля на 10 лет вперёд, то это полезная опция.

#### 5.1. !!! — ??? — Профит

В чём смысл корпорации? Приносить прибыль акционерам. Для них компания и существует. Не для наёмных работников — у тех есть зарплата; и не для клиентов — для них компания производит товары или услуги. А вот акционер — он главный. Он и получает профит.

Если вы когда-нибудь окажетесь в совете директоров — а я на это надеюсь — то пришлите мне, пожалуйста, открытку. Когда вы туда вступаете, вы даёте обещание и у вас появляется обязанность: одинаково относиться ко всем акционерам, и работать именно ради них. Вам доверяют важную роль:

защищать права акционеров и зарабатывать для них деньги. Это не плохо, как утверждает РПЦ, а даже и наоборот, хорошо и богоугодно. Корпорации дают всем процветание и производят красивые вещи: джинсы, печенье, айфоны. И тут стыдиться нечего, надо смело вступать в советы директоров и яростно биться за права акционеров как святой Навальный. Акционерное общество — хорошая бизнес-модель, потому она и прижилась в мире.

Вернёмся к истокам. Смысл вложений в акции — получение дивидендов, это базовая идея корпорации. Традиционно люди покупали акции именно для этого. Сейчас многие вообще не понимают этой темы. Большинство думает: вот, куплю акции. Зачем? Ну, вырастет цена — продам и заработаю громадную сумму денег, куплю дирижабль. Так ведь все думают, верно? Многие даже и не знают, что такое дивиденды, а про акцию думают, что это нечто такое интересное херзнаетчто, и цена этого имеет свойство расти. Но отчего цене расти-то? Об этом люди не задумываются. Вложили ли бы вы в акции деньги, если бы не было способа получить свои вложения обратно? А?

Так вот, главное — это дивиденды. Они и есть движущая сила. Теперь вы узнали тайну акций. Однако стоит рассказать о ситуации на реальном рынке.

## 5.2. День выплаты

После того, как начисляются дивиденды, цена акций падает. Ведь компания изымает со своих счетов деньги и раздаёт их, а количество акций не уменьшается. Получается, что цена каждой акции должна упасть на изъятые из компании деньги, поделённые на количество акций — то есть, ровно на величину этого самого дивиденда.

На Нью-йоркской фондовой бирже акции в день выплаты дивидендов помечают крестиком — это чтоб люди не волновались, почему цена вдруг упала. Некоторые акционеры за новостями не следят, а смотрят только на курс, и вот они могут напрасно приуныть, если цена внезапно упадёт. Ну и вот им так как бы намекают — не ссыте, всё ок, вы скоро получите на счёт денюжат на эту же самую сумму.

Надо понимать, что дата отсечки реестра акционеров — это не дата получения дивидендов. Это дата, в которую компания устанавливает, кому их выплачивать. Если вас нет в реестре в этот день, то и дивидендов вы не получите. На самом деле, после дня отсечки цены акций и правда падают примерно на размер дивидендов. То есть, расстраиваться падению не надо. Ну и назавтра если вы купили дешевле, тоже радоваться особо нечему — дивидендов вы уже не получите. То есть разницы особой нет, если не учитывать хитрости с налогами — иногда это имеет значение, но сейчас об этом вам думать не надо. Подумайте лучше о кружечке пива.

Американский регулятор, который брокерам выдаёт лицензии, запрещает упоминать дивиденды в рекламе. То есть брокер не может звонить и говорить: “Спешите, спешите, скорее покупайте акции Газпрома, пока не настал день отсечки! Если вы купите завтра, до дивидендов вам в этом году не видать!”. Так делать нельзя. Считается, что это наебалово.



Это, конечно, не означает, что дивиденды бесполезны. В конце концов, это та причина, по которой вы владеете акциями. Когда компания выплачивает дивиденды, брокер их вам присылает на счёт. Или хранитель реестра присылает, если у вас нет брокерского счёта.

### 5.3. Индексируй это

Возьмём биржевой индекс S&P500<sup>1</sup>, там 500 крупных американских компаний. Причём они каждый год разные: кто-то обанкротился, кого-то купили, поделили, кто-то новый добавился. Те компании, которые были в индексе в 1871 году, сейчас их не осталось почти. Плюс надо помнить, конечно, что были сплиты — естественно, индекс это учитывает, иначе вот если цена компании упала в два раза — а она просто количество акций удвоила, капитализация же у неё не изменилась. Там у них комитет заседает и решает, кого убрать, кого добавить в индекс. Но смысл в том, что там 500 крупных компаний.

Важная концепция — это прибыль на акцию. Что это такое? Прибыль — это то, что бухгалтерия считала долгие годы, годовой доход компании за вычетом расходов. Цена акции — это, соответственно, цена владения долей от этого потока; причём, навсегда. Если я покупаю акцию, я в одной лодке с остальными владельцами и у меня появляется право на долю от прибыли компании.

Прибыль — это цифра, которая меняется из года в год и показывает, насколько хорошо компания поработала в отдельно взятом году. Так вот, цена акций — во много раз больше, чем годовая прибыль на акцию, и гораздо более волатильная (то есть, изменчивая) штука. В 20-м веке коэффициент цены акции к прибыли компании стремился к 15, то есть, люди готовы платить за среднюю компанию примерно 15 годовых прибылей, но ярко выраженной тенденции не было. В годы экономического роста люди готовы платить больше, а в кризис стоимость бизнеса падает. Плюс есть ещё перспектива, технология, монопольное положение. Например, Facebook при размещении оценили чуть ли не в 100 годовых прибылей. Некоторые аналитики считали, что инвесторы чокнулись окончательно. И не зря.

В далёком 1929 году этот коэффициент вырос до 35 и уже тогда люди стали нервничать. А кто-то, наоборот, стал думать, что рынок может только расти. Очень много оптимизма было среди трейдеров. Перед кризисом 2000-х он достиг ещё большей цифры — 46, ну вот потом внезапноенько скорректировался — да так, что трейдеры из окон повыпрыгивали. Ха-ха!

### 5.4. Прибыль — это ещё не деньги

Прибыль на акцию и дивиденды — разные вещи. Прибыль — это сколько компания заработала за определённый год. Необязательно, кстати, календарный; бизнес-год может начинаться 1-го июля, как в Австралии, или 1-

---

<sup>1</sup> раньше он назывался S&P Composite

го сентября — такое в США часто бывает. Откуда компания знает, сколько заработала? Это непростая штука и бухгалтеры её долго-долго считают и потом выдают с потолка какую-то цифру. Она может директора сильно удивить, потому что бухгалтерия и финансы — это слабо связанные вещи. Я разницу сейчас объяснять не стану, просто знайте, что бухгалтерия — это зло и говно, а финансы — добро и Порше Каен.

Так вот, бухгалтерская прибыль — вещь довольно абстрактная, теоретическая. А дивиденды — вещь вполне конкретная: это деньги, которые компания высылает акционерам. Может оказаться, что в конце года, в декабре, контора напродавала кучу товара в долг, а деньги получит только в январе. В итоге прибыль у компании есть, а денег нет. Ну, или наоборот. Там уж как главбух решит, прибыль или убыток. Страшный человек.

Когда вы покупаете акцию, вы получаете право на поток прибыли, навсегда. Её можно передать детям, а через 200 лет она будет стоить очень дорого. Или не будет, тут как повезёт. Может, компании уже не будет через 50 лет — она разорится, или её купит другая какая-то компания, и акцию обменяют.

Как компания решает, сколько платить? Обычно совет директоров создаёт какой-нибудь комитет, но вообще это очень важное решение, и все акционеры по нему голосуют каждый раз. Молодые компании дивидендов не выплачивают, потому что им нужны деньги на развитие, и все это понимают. Инвесторы не ждут быстрого возврата от таких предприятий, они надеются на бурный рост бизнеса. Ну а когда компания уже подрастёт, заматерееет, тогда вот и пора платить дивиденды. В индексе S&P500 такие компании и есть, и они практически все в той стадии, когда дивиденды выплачиваются регулярно.

Следующий вопрос — коэффициент выплаты дивидендов из прибыли компании. Были периоды, например, в 1932 или 1933 году, когда компании платили аж 160% своей прибыли в виде дивидендов. Как так, почему? Дело, конечно, в Великой Депрессии. Кризис косил корпорации, но они продолжали платить высокие дивиденды! Они не хотели их снижать, чтоб не расстраивать акционеров. То есть выплачивали они даже больше, чем зарабатывали. Занимали, продавали что-нибудь ненужное, и платили.

Но тут есть явный тренд вниз. Сто лет назад компании выплачивали в среднем около 80% от прибыли, а сейчас только 40%. Это на самом деле культурный сдвиг. Компании не хотят выплачивать деньги, а хотят над ними чахнуть. В том числе и из-за того, что люди сейчас не так много думают о дивидендах, а корпорации стараются реинвестировать прибыль. Или делают вид, что стараются.

И четвёртая тенденция, про которую надо рассказать — отношение дивидендов к цене акций. Вложили вы в акцию 100 рублей, а она вам принесла десять рублей за год — тогда дивидендная доходность у неё 10%. В конце 19-го века типичное соотношение было 5%, и это было хорошо, инфляция была низкой. В те времена вообще всё было как-то понятнее: люди покупали акции, чтобы получать денежный поток. Да и акции были другие — железные дороги

или сталелитейные заводы, все всё понимали. Кто-то рекомендует вам акцию, ну вы и спрашиваете — а дивы какие? Вам отвечают — ну вот, 4%. Вы говорите — ну что-то вялый какой-то дивиденд, хочу побольше. Сейчас вообще люди этим не интересуются. Спросишь у аналитика, какие дивиденды по Газпрому — он только глаза выпучит. Дивидендная доходность сейчас низкая и падает дальше.

### 5.5. Обратный выкуп

Есть способ вытащить деньги из компании, не выплачивая дивидендов: обратный выкуп акций. Ну, ещё ликвидация. Можно же никогда не платить дивидендов, всю дорогу копить денежки, а потом кто-то компанию купит и тогда это всё акционерам и достанется. Хотя сейчас гораздо чаще акционерам дают не деньги, а акции компании-поглотителя, ну и тогда они надеются на дивиденды уже от новой большой корпорации.

Итак, обратный выкуп. Это довольно обычная операция, но люди иногда удивляются. Вы звоните своему брокеру и говорите: “Хочу купить акции Гугла”. Но ведь Ларри Пейдж ведь тоже может позвонить из своего кабинета и сказать, что сам Гугл тоже хочет купить немного. Как же Гугл может купить акции Гугла? Ну как, вот так, взял да и купил, почему нет.

Что же произойдёт, если Гугл решит скупить все акции Гугла в обращении? Может ли это произойти? Пусть Ларри Пейдж звонит брокеру и заказывает ему купить все акции Гугла. Брокер ему на следующий день звонит и говорит — все акции я скупил, да вот ещё 100 акций осталось у Павла Дурова. А он что-то не хочет продавать их по 630 долларов за акцию. Ларри ему звонит и говорит: “*Ну продай, Паш, прошу*”. А Павел ему и отвечает: “*Нихера я не тебе не продам, проклятый империалист! Ведь если в обращении осталось всего 100 акций, и всё они у меня, то я и есть владелец 100% акций Гугла, и назначаю себя директором. И я теперь вам приказываю открыть поиск по порносайтам, а гугломобили пусть ездят отныне исключительно по Питеру*”. Такие дела.

Допустим, у вас есть 100 акций по доллару и компания объявляет, что платит 5% дивидендов. Вам тогда достанется 5 долларов. А что, если компания делает выкуп 5% акций? В итоге-то из компании уходит ровно такое же количество денег, и акционерам достаётся такое же количество денег. Но общее количество акций уменьшается на 5% — было у вас 100 штук, станет 95. То есть для акционера разницы никакой нет — дивиденд или обратный выкуп, результат-то один и тот же.

За эту несложную идею два брата-акробата по имени Модильяни и Миллер получили Нобелевскую премию. Хотя они сделали важную пометку — конечный результат на самом деле может отличаться из-за налогов. И до 2003 года разница была весьма заметна. Тогда в США налог на дивиденды был снижен с 20 до 15% — так же, как облагается налог на доходы с капитала. А до этого было выгодней делать обратный выкуп, чем платить дивиденды. Сейчас разницы никакой нет.

По большому счёту, любая финансовая тема связана с налогами. Фискальные системы во всех странах сложные, в США даже в разных штатах разные налоги. Но если их всегда учитывать, ничего конкретного в финансах утверждать нельзя. Поэтому про них обычно забывают. А вот что нужно учитывать обязательно — это политику.

## 5.6. Политический запашок

Фондовый рынок чрезвычайно зависит от политики — в любой стране. Политика оказывает колоссальный эффект на котировки — даже если государство не национализировало или конфисковывает активы, оно же облагает их налогами. Почти в каждой стране есть налог на прибыль корпораций (за редкими офшорными исключениями) и налог на доходы физических лиц. Налог на прибыль налагается на компанию до того, как она выплачивает дивиденды. А налог на физлиц — после того, как они их получают. Он часто зависит от общего дохода человека, ну и разные источники дохода, бывает, облагаются по разным ставкам.

На протяжении истории налоги менялись очень сильно. В тех же США были периоды с чрезвычайно высокими налогами. Налог на дивиденды физиков зависит от разных факторов, но если говорить о самой высокой возможной ставке, то во время Второй Мировой войны она превышала 90%. Государство забирало 90% от ваших дивидендов! Сейчас это 15% — ну, для них там вообще ноль, но для большинства это 15%. То есть налог снизился с 90 до 15%, почему? Это политическое решение, конечно.

Надо ещё отметить, что есть разница между ставкой и реальными выплатами. В большинстве развитых стран налог на прибыль корпораций — около одной трети. То есть в среднем государство забирает у компании 33% от прибыли. Но реально платят, конечно, меньше — из-за всяких налоговых лазеек. В реальности компании платили до 60% от прибыли во время Второй Мировой, а сейчас платят меньше трети.

Рынки не везде ждут вас с распростёртыми. Взять Японию — это полностью закрытый рынок. Японцы очень сопротивлялись попыткам международных страховщиков открыть там свои представительства, и американские дельцы давили на них на всех уровнях, включая самый высокий. В правительстве лоббировались всевозможные запреты на деятельность японских компаний на территории США (необязательно страховых!), если они не поддадутся.

В конце девяностых все обсуждения заградительных пошлин касались только торговли. Запрещались и облагались пошлинами товары, а не финансовые услуги. В ВТО вообще никто не обсуждал рынки услуг. Эту тему продавили именно американские страховщики во главе с могущественной тогда AIG.

Сначала они добились того, что в Корее и Японии стало возможно открыть 49-процентную дочку американской компании, потом в Китае то же самое пробили. Именно они затащили Китай в ВТО — финансовые конторы, а

не производители товаров! Они умудрялись делать бизнес даже за железным занавесом, в странах варшавского договора, страховали (точнее, перестраховывали) риски СССР уже в конце шестидесятых! И по окончании холодной войны именно американцы оказались на коне в Венгрии, Польше, Румынии и много где ещё.

Поэтому, рассматривая акции, надо всегда думать о политике. Чем занимается государство и кого оно планирует аннексировать? Опыт показывает, что может произойти всё, что угодно. И все наши формулы, модели и оценки придут в полную негодность из-за политического решения. Такова реальность.

### 5.7. Мадам, а можно в долг?

Ещё Модильяни и Миллер писали о корпоративных займах. Компания может занимать деньги на рынке. А дивиденды компания платит уже после того, как выплатит проценты по кредитам. Чем больше контора занимает, тем больше у неё коэффициент долга к стоимости, тем больше риск. Если вы покупаете квартиру в ипотеку и платите 300 тысяч первый взнос, а стоит она 3 миллиона, это рискованная инвестиция, кредитное плечо 1 к 10 получается. Стоит цене на квартиру упасть на 10%, первоначальный взнос испарится. Банк продаёт квартиру за 2 миллиона 700 и у вас остаётся 0 руб. 0 коп. Поэтому кредитное плечо — это опасность.

Советы директоров долго и мучительно решают, сколько и когда занимать, и у разных компаний разные принципы. Например, Майкрософт не занимает денег, у них никакого кредитного плеча нет. Но другие, наоборот, сильно кредитуются, консультируются у разных экспертов. Вот они приходят к Модильяни и Миллеру и спрашивают, сколько денег нам брать в долг? Что они скажут? В идеальном случае, если налоги не учитывать, они скажут, что никакой разницы нет — что выпустить новые акции, что взять в долг.

Почему? Постараюсь объяснить, я и сам это с трудом впитал. Когда вы покупаете компанию целиком, и у неё есть долг, то долг тоже покупателю достаётся. И если вам нужна чистая компания без долгов, то его надо будет выплатить. А это всё равно, что это был бы не долг, а просто дополнительные акции на эту сумму. В одном случае кредиторы будут ставить вам палки в колёса и не давать выводить деньги или инвестировать, в другом — акционеры мешать начнут. Поэтому, выходит, что для стоимости компании разницы нет, как она финансируется — долговыми инструментами или акциями. Главное — кэшфлоу, то есть денежный поток, который компания генерирует. В зависимости от него и определяется стоимость компании, и нет разницы, выплачивать вам часть стоимости компании кредиторам или другому акционеру. Важен лишь результат в строке *итого*.

### 5.8. Долг, дивиденды и налоги

Итак, теория независимости долга говорит о том, что долг компании на цену акций не влияет. Фундаментально это вроде бы логично: если для всех

компаний и для всех инвесторов всегда доступно и долговое и акционерное финансирование, то значения это не имеет. Но тут, на мой взгляд, многовато допущений. А на взгляд Нобелевского комитета всё хорошо.

Однако, не будем забывать про налоги. Проценты по кредиту вычитаются из прибыли, и на них не платится налог. А вот дивиденды облагаются по всей строгости. С 2015 года, кстати, строгость эта выросла у нас с 9 до 13%, что, конечно, расстраивает. Ведь компания уже заплатила с этих денег все налоги! А собственнику приходится платить ещё и НДФЛ. Нерезиденты у нас платят не 13, а 15%, а налог на зарплату у них вообще 30%.

Вернёмся к Модильяни и Миллеру. Согласно их идеям, налоги конкретно меняют всю тему. Казалось бы, компании должны занимать как можно больше, а у Билла Гейтса остаётся только спросить: *“Билл, что с тобой? почему Майкрософт не берёт кредитов? Ведь проценты вычитаются из налогооблагаемой прибыли, а дивиденды — нет!”*. Вот и поговорили. Выходит же, что компании должны занимать, пока у них есть такая возможность.

Но в этом случае возрастает вероятность банкротства. И вот наши лауреаты, они написали, мол, надо прикинуть вероятность банкротства, сделать расчёт скидки и вычислить оптимальное соотношение заёмных средств к собственным. То есть, учитывая этот расчёт, вопрос дивидендов и долгов — это вопрос налогообложения и ничего более.

### 5.9. Так сколько платить-то?

Напоследок расскажу немного о теории выплат дивидендов от Джона Линтнера. Как компании решают, сколько платить?

Линтнер — профессор Гарварда, он базарил с членами советов директоров и мотал на ус. Выяснилось, что никто толком и объяснить-то не может, чем он руководствуется при определении доли прибыли, которую надо выплачивать.

В первую очередь члены думают о цене акций и волнуются, как бы не расстроить инвесторов. Советы всегда хотят, чтобы акции росли — у них же опционы. Ну и если компания сильно подешевеет, её могут внезапно поглотить конкуренты, а всех директоров выгонит Карл Айкан. Много заплатят акционерам — мало денег останется для инвестиций; мало заплатят — все расстроятся от низких дивидендов.

Есть ещё психология инвесторов. Директор думает, вот мы заплатили дивиденды в том году (хотя в США по кварталам они выплачиваются), и акционеры с большим воображением начнут ждать столько же денег в следующем году. А вдруг прибыли не будет? Придётся уменьшать дивы. Акционеры разозлятся, продадут наши акции и нас дико купит Уоррен Баффет. Начнут звонить репортёры, аналитики, спрашивать, в чём дело. В итоге все боятся снижать дивиденды.

Поэтому и выплачивают осторожно, зато регулярно. Даже если прибыль резко вырастет, дивиденды не повышают — ведь потом-то их придётся снизить, а это опять репортёры, обиженные акционеры. Поэтому при росте прибыли

дивиденды растут несильно — на какую-то долю от роста. Это и называется моделью Линтнера. Размер дивидендов медленно следует за размером прибыли, поэтому если прибыль снижается, то дивиденды и снижаются не так резко.

Есть неплохое исследование по дивидендам в странах БРИКС, там выяснилось, что действительно, у менеджмента есть тенденция к увеличению дивидендов, а снижать их не любят. При этом в странах БРИКС скорость приближения дивидендов к прибыли больше, чем в развитых странах. Разница довольно большая: в БРИКС изменение дивидендов отображает 70% от изменения прибыли, а в США — только 17%. Выходит, что у нас советы директоров не смотрят далеко вперёд, горизонт планирования всего 2-3 года. Хотя я не утверждаю, что это однозначно плохо. Различается и доля прибыли, которую компании направляют на выплаты дивидендов. В БРИКсе этот показатель меньше 10%, а вот в США — почти треть от прибыли выплачивается. В Европе ещё больше. А компании развивающихся стран направляют большую часть чистой прибыли на реинвестирование. Хотя я подозреваю, что прибыль там реинвестируется в основном в шубохранилища и в толчки золотые.

## Глава 6

### Кто здесь?

Пришло время узнать, где и как люди торгуют акциями, облигациями, да чем только не торгуют. Это огромная индустрия, не какая-то херня. И тут тоже информационные технологии.

Зачем вообще нужен рынок? В первую очередь, для того, чтоб определить цену — внутри страны или международную — на бумаги. Проблема децентрализованной торговли в том, что разным людям достаются разные цены на одни и те же вещи. Если хорошо организованной площадки нет, никто не узнает о том, сколько стоит та или иная акция на рынке — ведь как обнаружить её цену сразу везде?

Что такое организованная площадка? Это площадка, открытая для всех, недорогая, быстрая, надёжная и эффективная. Сейчас для нас раскрытие цен на акции — данность, и мало кто понимает, что эта технология когда-то была совершенно невообразимой. Она становится лучше с каждым годом: текущие цены получить всё проще — это стало бесплатно или почти бесплатно и доступно всем, у кого есть интернет.

#### 6.1. Антиквары против риэлторов

Два важнейших понятия на рынке ценных бумаг — это “брокер” и “дилер”. Это организации или люди, которые торгуют ценными бумагами. Надо осознать концептуальное отличие между ними.

Брокер действует как агент от лица других людей и зарабатывает комиссию. Он помогает заключать сделки другим участникам рынка. За то, что он соединяет продавца и покупателя, он получает комиссию в процентах от сделки — обычно это 0.2%, но бывает и меньше, и сильно больше. Дело в том, что брокерская комиссия на иностранных биржах, как правило, берётся минимум за ~1000 акций, сплошное разорение. Покупаете 5 штук, а комиссия как за 1000. Обычно это долларов 10-20 за сделку внутри дня. Если объём больше, тогда уже будет браться процент от сделки, а если меньше — тогда всё те же 20 баксов, пусть даже одна акция стоит пять. У нас, кстати, не так. У нас по-человечески.

Дилер же работает на себя, заключает сделки от своего лица и получает не комиссию, а прибыль (или убыток) с каждой сделки. Он сам покупает или продаёт бумаги. Это означает, что у него есть некий запас, ну типа как склад — всегда есть что продать. Если вы приходите к дилеру за какой-то акцией, вы покупаете именно у него, из его запасов. Если вы продаёте через дилера, вы продаёте непосредственно ему — он собирается потом перепродать акцию дороже. Это фундаментальная разница — комиссия vs. прибыль, агент vs. непосредственный участник.



По закону нельзя одновременно быть брокером и дилером в одной сделке, так как возникает конфликт интересов. Либо то, либо другое. Вообще, одна и та же контора (или человек) может быть одновременно и брокером, и дилером. Но не в одной и той же сделке. Есть брокеры-дилеры; более того, на самом деле почти все брокеры торгуют и от своего лица тоже, плюс имеют запас бумаг — либо собственную позицию для торговли, либо чтобы давать акции в займы клиентам. То, что фирма сразу и брокер, и дилер, не означает, что она может выступать в обеих ролях одновременно, так делать нельзя.

Когда покупаешь или продаёшь квартиру, агент по недвижимости выступает в роли брокера. Он не покупает квартиру у вас, и не продаёт вам свою. Если вы звоните в агентство и говорите “хочу продать хату”, там вам никто не ответит: “Ок, покупаем!”. Они брокеры.

Но если вы приходите, например, в антикварный магазин и говорите, что вам нужен вот этот комод, хозяин, скорее всего, окажется дилером. Вы покупаете вещь непосредственно у него, из его запасов — и он зарабатывает тем, что покупает дешевле, а продаёт дороже.

Интересный, кстати, вопрос — почему в каких-то отраслях экономики больше дилеров, а в каких-то больше брокеров? Почему картины, антиквариат и музыкальные инструменты продают дилеры, а дома, участки, подержанные автомобили — брокеры?

Тут дело в цене и доступности информации. Покупка дома или машины — большое решение, и вам нужно посмотреть много разных вариантов, а информация о них открыта и доступна. В случае предметов искусства всё не так очевидно — скрипку или картину оценить гораздо сложнее, и их меньше однотипных, информация труднодоступна или дорога, часто нужен профессиональный оценщик. Хотя с рынком подержанных машин сейчас интересные изменения происходят в этом плане. В США комиссионки давно уступили место дилерам, которые покупают и продают машины уже от своего имени; появляются сервисы наподобие нашего CarPrice, которые выкупают машины и тут же продают на аукционе дилерам.

## 6.2. Посторонним в

На брокерство и дилерство на рынке ценных бумаг в любой стране требуется лицензия, а сотрудники должны быть аттестованы специальной комиссией. В США это SEC и FINRA, у нас сейчас эта функция передана Центробанку. Чтобы получить аттестат, надо сдать экзамен. В России — целых два экзамена, базовый и специальный. На мой взгляд, они весьма непростые, причём базовый сложнее.

Зачем эти экзамены? Из-за того, что у брокеров и дилеров слишком много возможностей для злоупотреблений. Человеческая природа несовершенна, и даже у приличных с виду людей постоянно возникают соблазны кого-нибудь наебать, а то и обмануть.

В США целые сценки снимают с актёрами, чтобы показать различные ситуации, и вообще кодексы поведения строгие. Хотя, естественно, и там

постоянно все норовят нажать на фразы. Просто там это считается неприличным.

Есть, например, сценка, когда женщина приходит к брокеру, а у неё совместный счёт с мужем, и каждое распоряжение должны подписать два человека. Сейчас это не так актуально, т.к. все подписи электронные, ну я для иллюстрации. Брокер протягивает бланк этой женщине, и говорит, ну вот, мол, нужны обе подписи. Женщина на минуту выходит из офиса и тут же возвращается с “подписью” мужа, и говорит — вот он подписал, вы понимаете, мы друг другу полностью доверяем, он мне поручил продать все акции. Брокер говорит, ну ладно, ок, я понимаю.

На следующий день прибегают разъярённый муж и говорит, что они в процессе развода, а денежки от продажи акций уже уплыли на счёт жены. А брокер делает вид, что всё типа норм, он не знал. А женщина в суде говорит — ну хуле он не знал, всё он знал, я при брокере расписалась за двоих, он сказал, что это ок. Естественно, брокеру пиздец. Про жену ничего неизвестно.

Таких ситуаций возникает туча, но в целом система регулирования как-то работает — есть надзорные органы, они там что-то пытаются защищать. Главное — понять, что у людей есть тенденция мухлевать и поддаваться соблазнам. В США регулирование гораздо строже, чем у нас, и там даже за малейшие отклонения от протокола могут отрезать яички.

Например, намёки на “хорошие” сделки с целью спровоцировать клиента повысить оборачиваемость портфеля. Чем больше клиент торгует, тем больше комиссии получает брокер. Если вы заключаете сделку раз в месяц, вы брокеру не очень-то интересны. И поэтому у него есть соблазн порекомендовать вам поторговать ещё. И ещё. Клиент не понимает, что биржа — это игра с отрицательной суммой. Не получится получать прибыль всё время, а вот брокер получает комиссию с *каждой* сделки. Если у вас 2-3% от капитала каждый год съедает комиссия, показывать прибыль на протяжении многих лет невероятно сложно.

Поэтому всякие адские заманухи контролируются, клиенты подписывают декларации о рисках и всё такое. И всё равно сливают бабло. У обычного брокера на бирже в первый год 90% людей теряют деньги, 5% в нуле и 5% зарабатывают. И если вы думаете, что на второй год ситуация улучшается, я вам просто мило улыбнусь. Но не расстраивайтесь вот так сразу. На фореке статистика ещё хуже: по информации от одного европейского брокера, там 95% клиентов сливают счета, а средний счёт — 4000 долларов. Добро пожаловать в ад, нищоброды!

### 6.3. Депозитарий

На базовом уровне депозитарная деятельность — это просто-напросто хранение, только не вещей, а ценных бумаг. Так как все ценные бумаги сейчас бездокументарные, это просто ведение счетов — чего сколько у кого есть. Депозитарий — специальная компания, банк, или даже сам эмитент бумаг. Он держит ваши ценные бумаги и берёт небольшую комиссию — либо за хранение,

либо за внесение изменений<sup>1</sup> в ваш депо-счёт. Продали вы 10 акций из 100 имеющихся — депозитарий должен записать, что у вас их осталось 90. Изменения записываются только в конце дня, и если вы в один и тот же день продали 100 акций Газпрома, а потом купили 100 акций Газпрома, и так три раза, то клиринг депозитарию ничего не сообщит — у вас изменений на счёте не произошло.

Часто депозитарий аффилирован с брокером. Ну что тут поделаешь, приходится смиряться. Опасаться нечего: деятельность очень зарегулирована и украсть ценные бумаги крайне сложно. Гораздо сложнее, чем из сейфа. А уж с блокчейном это станет вообще невозможно. А блокчейн придёт быстрее, чем через 10 лет.

#### **6.4. Регистратор**

Регистратор ведёт реестр акционеров корпорации. До 2014 года, если акционеров было меньше 50, то регистратором мог выступать сам эмитент бумаг. Но сейчас все российские акционерные общества, и открытые, и закрытые, должны передать эту функцию какому-нибудь “независимому” паразиту. В целом, регистратор следит за тем, чтобы количество акций на рынке соответствовало количеству выпущенных — чтобы внезапно у кого-то их не добавилось или не убавилось.

У регистратора можно открыть и депо-счёт — тогда он выступит и как депозитарий, но исключительно для акций этой конкретной компании. Чтобы торговать ими на бирже, их придётся перевести в депозитарий брокера.

#### **6.5. Биржа**

Биржевая деятельность — это услуга по организации сделок между участниками рынка ценных бумаг. Большинство ценных бумаг торгуются на биржах. Там продавцы встречаются с покупателями и определяется цена.

Некоторые биржи (сегодня таких осталось крайне мало) — это физические помещения, где люди заключают сделки с помощью истошных криков и эпилептических жестов. Но большинство бирж сейчас — невероятно сложные информационные системы, надёжные (или не очень) кластеры серверов и мощные интернет-каналы с многократным дублированием. И всё равно они постоянно падают и всё портят.

Цель биржи — облегчить торговлю бумагами и снизить риски инвестирования. Представьте, если бы вам пришлось искать покупателя на свой Газпром, бегая по кварталу с плакатом. Удобно? Хотя в реальности, конечно, биржа — это просто ловко организованный базар.

Прежде всего, нужно провести отличие между первичным и вторичным рынком. На первичном рынке ценные бумаги создаются (через IPO, об этом было в четвёртой главе), а на вторичном инвесторы торгуют уже готовыми акциями и облигациями. Чаще всего под фондовым рынком подразумевается

---

<sup>1</sup> либо и за то, и за другое

второе. Торговля акциями какой-то компании не требует присутствия самой компании и напрямую на неё не влияет.

За прошлые годы сорвалось несколько очень интересных сделок: Сингапурская биржа не смогла купить Австралийскую за 8.5 миллиардов долларов, Нью-Йоркская с Дойче пытались объединиться, да Еврокомиссия не позволила, сейчас вроде Дойче с Лондонской биржей что-то пытаются замутить. Шанхайская крутит с Бразилией, вообще китайцы в этом плане скоро всему миру дадут жару. Практически с нуля!

В 70-80-х годах Гонконг был небольшим местным рынком. Крупные международные банки, типа Голдман Сакс и Морган Стенли, пришли туда, посмотрели и решили, что рынок слишком мал для них. Но в 1992 году (perestroika, anyone?) Китай решил превратить Гонконг в площадку для трансформации своих госпредприятий. А у нас Ельцин всё тупо олигархам раздал. Типа, свои. В конце девяностых Гонконг уже превратился в огромный международный рынок, и все большие игроки там, конечно, тысяч. Более половины капитализации приходится на китайские предприятия, с объёмом торгов то же самое. Китайские акции там называют «красные фишки», на манер «голубых», только по-октябрятски.

Раньше биржа была как национальный символ, но сейчас всё изменилось. Когда NYSE купила Euronext в 2007 году, народ заволновался — возникла самая большая торговая площадка в мире, намного больше конкурентов. Сейчас идёт вторая фаза, когда уже эти консолидированные биржи стараются слиться воедино в торговом экстазе. Нам это на руку — цены на их услуги понемногу падают, да и брокеры уже не берут конский процент с телефонных сделок. Реально же по полпроцента себе откусывали с каждой сделки, уроды.

Вообще тема биржи сложная, потому что площадки меняются день ото дня, реально очень быстро. Информационные и финансовые технологии развиваются молниеносно, а мировые биржи поглощают друг друга каждый год. Всё идёт к тому, что скоро в мире будет одна громадная биржа на блокчейне.

## **6.6. Клиринг**

Клиринговый центр — это организация, которая служит покупателем и продавцом в каждой биржевой сделке, чтобы участники торгов торговали не напрямую друг с другом, а с техническим посредником. Эта довольно хитрая и на первый взгляд бессмысленная процедура на деле сильно облегчает расчёты организатору торгов. Дело в том, что торговля получается глаже и проще, так как каждый участник технически (но совершенно незаметно) торгует всегда только с клиринговым центром.

Клиринг, как правило, напрямую связан с организатором торгов, даже если биржа заявляет, что это не так. Комиссия за клиринг очень низкая, тысячные доли процента. Но она есть.

## 6.7. Современные рынки

Расскажу про американские рынки, так как они самые большие в мире; их, грубо говоря, четыре. Первый — это NYSE<sup>1</sup>, Нью-Йоркская фондовая биржа, она самая старая и главная. Вторая — это NASDAQ<sup>2</sup>, это первая электронная торговая площадка. Если Найс образовалась в 1792 году, то Насдак буквально вчера — в 1971.

Третий рынок — это Nasdaq small-cap, где торгуются акции компаний с низкой капитализацией (стоимостью). Имеется в виду не стоимость *акции*, а стоимость всей компании. Акции-то могут быть и дорогими, если их мало. Они торгуются отдельно, потому что считаются более рискованными и простых смертных на этот рынок не пускают — нужно быть “опытным” или “квалифицированным” инвестором. Ну, попросту, иметь больше денег.

Есть ещё внебиржа — там где, например, большие банки заключают большие сделки между собой. Необязательно же на биржу идти, чтобы что-то продать — можно и соседу загнать, если вы оба согласны. Хотя в некоторых случаях наоборот, обязательно проводить сделку через биржу. Бывает, что ценной бумаге в чьём-то портфеле нужно обязательно иметь рыночную котировку, а сделок по ней нет. Тогда портфельный управляющий звонит своему другу в соседний банк и они на счёт “раз-два-три” выставляют заявки по заранее согласованной цене — один на покупку, другой на продажу. Через минуту происходит обратная сделка. Изменений в портфелях не произошло, а у ценной бумаги появилась биржевая котировка.

## 6.8. Первые биржи

Естественно, придумали биржу не америкосы. Даже в древнем Риме была своя биржа, и там у них были даже брокеры, в каком-то храме барыжили акциями коровников и римских бань.

Более-менее современная биржа появилась в Антверпене, и в Лондоне тоже рано возникла — там они шерстью торговали и овсянкой. Поэтому 1792 год — это довольно отстало по мировым меркам. Но, как вы помните, в 1811 году амеры придумали крутой закон, который установил два мощнейших принципа: 1) кто угодно мог зарегистрировать компанию и 2) акционеры больше не отвечали по долгам компаний. А во многих других странах ещё требовалось одобрение короля или ещё какого-нибудь козла. После провозглашения этих двух принципов Нью-йоркская биржа начала ураганно расти, народ пошёл торговать. Потом в Европе, естественно, всё это скопировали, но не сразу. Да и было уже поздно — денежки потекли к амерам.

Система работает уже больше двухсот лет, но она не всегда была такой. Некоторые вещи изменили её до неузнаваемости, о парочке хочу напомнить из первой главы.

<sup>1</sup> читается “найс”

<sup>2</sup> “насдак”, на сленге — наждак

В начале 19-го века мир был ещё очень примитивен. Люди писали перьевыми ручками, а бумага была адски дорогой. Они вручную вымачивали ткань, варили, выкладывали её на прессы, накручивали; пока один листочек сделаешь, окочуришься. Если вы газету покупали — тогда, в 1800 году — она была одностраничной.

Придумали дешёвую бумагу, потом, попозже, копирку. В конце 19-го века появилась печатная машинка. На ней можно было печатать очень аккуратно — и одновременно делать копию. Появились печатные формы (бланки) — их можно было вставлять в печатную машинку. Внесение данных стало быстрым и аккуратным — то есть, можно заводить архивы.

В самом конце 19-го века придумали шкаф для бумаг — не так уж давно, какие-то 120 лет назад. Это ящики со встроенными направляющими для папок. До этого документы лежали огромными тюками, в коробках или на полках — страшно неудобно что-то искать.

### 6.9. Тикер

А потом появились электронные технологии. Телеграф и азбука Сэмюэла Морзе, который запатентовал их в 1837 году. Обмен данными стал происходить мгновенно — точнее, со скоростью света — а это теперь главное качество современных бирж. Спустя почти 200 лет!

Потом новая тема появилась — тикер-машина. Не очень понятно, кто её изобрёл, вроде как Томас Эдисон. Там несколько было вариантов, может он один из них придумал. Это было в 1867 году, и ему стукнуло всего 23, шибко умный был. Тикер-машина — это что-то вроде принтера. На тот момент это было, сука, *будущее*, прямо айфон какой-то.

Сейчас принтер в каждой комнате, туда приходят данные, он печатает. Так вот Эдисон придумал эту херню аж 130 лет назад! У Морзе была телеграфная машина, и там надо было, чтоб люди на обоих концах сидели и настукивали — точнее, кто-то один стучит по азбуке точка-тире, второй записывает, что получается. Ну вот, и Эдисон подумал: а зачем тут человек? — и раз! — заебашил автоматический принтер. К печатной машинке приделал телеграфный провод. Ну и первым делом этим воспользовались как раз биржи, ведь информация о ценах нужна была в первую очередь, и нужна была постоянно.

Вот он придумал этот принтер, и принтер был, конечно, не такой, как сейчас. Бумага была всё ещё недешёвая, и он печатал на узкой-узкой полоске, а для экономии места названия акций сокращались до нескольких (обычно четырёх) букв. Ещё экономия требовалась из-за того, что нужно было постоянно обновлять данные, и все акции через небольшой промежуток времени повторялись уже с новой ценой.

До сих пор мы используем слово “тикер” для короткого обозначения акции, и у каждой котируемой ценной бумаги он есть. Нам сокращения уже и не нужны: бумаги хватает, экраны широкие, но традиция вросла в мозги и сейчас тикер — официальное биржевое имя ценной бумаги. Есть несколько

прикольных тикеров, например: Anheuser-Busch InBev — BUD; Asia Tiger Fund — GRR; Majesco Entertainment — COOL; Olympic Steel — ZEUS; The Cheesecake Factory — CAKE и ещё куча других забавных для американоязычного глаза названий.

### **6.10. Электронные торги**

Вернёмся к биржам. Когда электронный обмен данными запущен, по идее должен образоваться национальный рынок, где каждый получает одну и ту же цену. Но поначалу это автоматически не происходило. В 1975 году люди подали ряд жалоб: ну, типа, «я вот поставил приказ на покупку на бирже в Филадельфии, а потом выяснилось, что в это же самое время в Бостоне цена была лучше. А мне никто и не сказал! Гады!». И конгресс принял закон о создании общенациональной рыночной системы, чтобы клиенты брокеров могли выбирать лучшую цену из всех бирж.

Технологии развивались очень быстро и появились электронные системы обмена данными — а потом, в середине девяностых, и интернет. Люди стали делать сайты с котировками акций — практически предоставляя услуги организатора торгов, только без организации торгов. Сначала это были просто электронные доски объявлений, где трейдеры выставляли свои приказы на покупку и продажу — просто они это делали не в помещении биржи, а электронно. Плюс это позволило делать всякие более хитрые приказы — текстом же можно оговорить условия, когда, что и где ты хочешь купить. Стало удобно, все стали их использовать. Системы эти быстро развивались, и в конце 90-х уже слились с традиционными биржами.

### **6.11. Портфельные управляющие**

Управляющие — те, кто управляют портфелем. Это может быть безликая компания, может быть конкретный человек или группа людей. Они полагаются на свои аналитические исследования, модели, опыт и интуицию, и принимают решения, когда покупать или продавать акции. А самые тупые делают прогнозы. Противоположность активного управления активами — пассивное (ха-ха-ха) инвестирование, ещё известное как “индексное”.

Очевидно, что те, кто верит в активное управление, считают, что рынки неэффективны и на них можно заработать, используя различные стратегии, которые позволяют определять неправильно оцененные рынком ценные бумаги. Инвестиционные компании и пайщики фондов верят, что рынок можно обыграть, и нанимают управляющих, которые торгуют акциями со счёта фонда, или даже нескольких фондов сразу. Цель активного управления — получить больший доход, чем у индексных фондов, либо повторить доходность, но снизить при этом максимальную просадку, то есть риск. Менеджер большого американского фонда акций будет стараться обогнать индекс S&P500.

К счастью, это довольно трудная задача, и опыт показывает, что это мало кому удаётся — в особенности несколько лет подряд. Вне зависимости от

гениальности управляющего. Тем не менее, есть много людей, которые искренне верят в доходность в 30% годовых на протяжении десятка лет. В реальности такой доходности на рынке не существует, а пассивное управление за последние 10-15 лет сожрало 90% активного — как раз в силу тотального провала и завышенных комиссий непонятно за что.

### 6.12. Маркетмейкеры

Теперь опять сделаем шаг назад и посмотрим, что традиционно происходило на Нью-Йоркской фондовой бирже. Там ещё есть торговая площадка, где тысяч специальные люди. А может уже и нет, хрен его знает — в любой момент могут разогнать эту шоблу дармоедов — почти везде их уже отправили на помойку. Прекрасный писатель Николай Носов в “Незнайке на Луне” весьма точно их назвал *горлодёрки*.

На каждую акцию есть свой специалист. Вокруг них бегают трейдеры — это и брокеры, выполняющие заказы клиентов, и дилеры, работающие на себя; они покупают и продают акции у этих специалистов. Если им надо купить, например, Дженерал Моторс, они знают, к кому подойти и у кого всегда есть запас. При этом они могут и друг с другом сделки заключать, и все, естественно, с лицензией, аттестатом, паспортом и свидетельством о рождении — посторонних туда не пускают.

Вокруг каждого специалиста образовывается своя небольшая кучка заинтересованных лиц и уважаемых партнёров, которые вынюхивают и высматривают, не пора ли дико загнать свои акции. Или купить, пока не вышел новый айпэд. Специалист выполняет определённую функцию по созданию “организованного рынка”, у него есть обязанности: “делать” рынок и обеспечивать ликвидность, чтобы участники всегда могли заключить сделку.

Такой чел чем-то напоминает валютный обменник: у него всегда висит курс покупки и продажи по своей конкретной бумаге, и он всегда готов и купить, и продать по выставленной цене.

Рынок — маркет, делать — мейк, вместе получается мазафакер, то есть маркетмейкер. Если по какой-то причине цена дико валится, специалист всё равно должен покупать у всех желающих акции. Естественно, иногда специалист охреневает от такого поворота и не хочет покупать этот шлак. Например, в 1987 году было адское падение рынка, и эти специалисты обосрались и перестали покупать, и их потом клеймили, что вот, мол, нахер вы тут нужны, а маркетмейкеры отвечали: «Да пошли вы с вашим говном, засуньте эти акции себе в задницу». Поэтому сегодня роль маркетмейкеров трудно переоценить.

### 6.13. Шорты

Ещё один интересный исторический момент — до 1930-х годов на бирже было две разных толпы. Одна толпа “куплю/продам”, но была и ещё одна, где акции можно было *одолжить*. На Нью-Йоркской бирже был отдельный загон, где акции не покупались, а брались в аренду. Заёмная толпа. Вот вы приходите



к агенту по недвижимости — вы же можете квартиру купить, а можете арендовать. С акциями та же фигня: можно заявить: *“Куплю 100 акций Лукойла”*, а можно — *“арендую 100 акций”*. Ну или наоборот — продам или дам займы свои акции. Хотя сейчас так нельзя, только брокер даёт займы, а вашими он пользуется без спросу, сука такая.

Зачем кому-то арендовать акции? Для коротких продаж или, по-другому, “шортов”. Можно взять акции в аренду и продать. Ну, понятно, тот, кто вам их даёт погонять, попросит какую-то плату за пользование. Группа дилеров, которые дают акции займы, естественно, торговались между собой — кто дешевле даст займы. Кто-то за 10% годовых акции Форда предлагал, а кто-то, например, за 5%. Уолл-Стрит Джоурнал публиковал две таблички с акциями — с ценами и с комиссиями за аренду. Правда, после провала 1929 года шортить акции запретили. Подумали, что это из-за них рынок так дико упал.

Вроде как Джон Эдгар Гувер, глава ФБР на протяжении почти 50 лет, подумал, что это шортильщики стали причиной краха, и ему это не понравилось. А если Джону Эдгару Гуверу не нравилось, что вы делали, вам приходилось туговато. Нью-Йоркская фондовая биржа безо всяких объявлений внезапно закрыла всю эту лабуду с арендой, даже объявлений никаких не сделала. Сейчас всё работает, но это не физическое место на каком-то этаже биржи. Всё электронно.

Зачем же я рассказал об этих маркетмейкерах? А чтоб вы поняли, из чего оно всё выросло изначально. У каждого маркетмейкера была толстая тетрадь. В ней он записывал, кто сколько хочет купить или продать. То есть, трейдер подходил к специалисту и говорил: *“Хочу купить 100 акций Диснейленда по 50 баксов”*, а другой подходил сзади и говорил: *“Хочу продать 200 акций того же самого по 52 бакса”*. И это записывалось в тетрадке. Что характерно, у нас этот список заявок называется “стакан”. Почувствуйте разницу: тетрадь vs. стакан. Пха-ха-ха!

#### **6.14. Приказы**

Теперь про типы заявок. Когда ты приходишь к брокеру и говоришь — куплю или продам акции, ты делаешь заявку. По-другому можно сказать “ордер” или “приказ”. Можно подать рыночную заявку — «маркет ордер». В этот момент вы сообщаете брокеру лишь количество акций, которое вы хотите купить или продать. Например, “хочу купить 1000 акций Диснейленда по той цене, что есть на рынке”, потому заявка и называется рыночной. Просто дайте мне лучшую цену с рынка и проведите сделку тут же, прямо сейчас.

Что происходит дальше? Брокер смотрит, что кто-то хочет продать 500 акций по 50 долларов, ещё кто-то 100 акций по 51 доллару и ещё кто-то 1000 акций продаёт по 52 доллара. То есть в нашей ситуации дешевле \$50 купить нельзя, но и акций по \$50 продаётся всего 500, а вы заказали купить 1000 по рынку. Тогда биржа реализует вашу заявку таким образом: 500 вы возьмёте по \$50, 100 по \$51 у второго трейдера и оставшиеся 400 у третьего по \$52. После вас на рынке останется неудовлетворённая заявка на продажу 600 (из

имевшейся тысячи) акций по 52 доллара. Следующий за вами покупатель дешевле \$52 взять уже не может: желающих продать по такой цене больше нет. Если бы следующая после \$51 заявка стояла бы по 100 баксов, вы купили бы остаток по \$100, ведь вам цена была не важна. В реальности, конечно, в стакане заявок очень много (тысячи и тысячи) и по популярным акциям они добавляются и пропадают с огромной скоростью. Но брокер, как правило, показывает клиенту лучшие 10 или 20 с каждой стороны.

Разница между самой высокой заявкой на покупку и самой низкой на продажу называется “спред” (spread). Если все будут ставить только лимитированные заявки вне спреда — один хочет продать по 52, а второй купить по 48 — никаких сделок не будет. В реальности же шаг цены чаще всего измеряется в сотых долях валюты, то есть разница между покупкой и продажей будет не 48 и 52 (4 доллара), а скорее 50.25 и 50.29 (4 цента), а часто даже и ещё меньше.

Второй тип приказа — это лимитный ордер. С этой заявкой вы сообщаете брокеру и количество, и цену акций — и говорите, продать вы хотите или купить. Например — куплю 30 акций по 100 баксов. Но вы не говорите сделать это “прямо сейчас” — ведь последняя цена на рынке может быть 105 долларов, а вы хотите купить по \$100. В этом случае вы не ждёте, что ваша заявка будет выполнена, а только надеетесь на это. Вот когда кто-то захочет продать по 100, вам нальют в вашу заявку 30 акций и тогда приказ будет выполнен. А если продадут не 30 акций, а 20, то на оставшиеся десять заявка останется стоять. Как долго? Обычно до конца дня, но можно сказать брокеру, чтоб он держал её, например, месяц<sup>1</sup>. И вот если цена опустится до 100, только тогда ваша заявка будет исполнена. А если акции будут только расти, то заявка так и останется невыполненной. А вы станете посмешищем.

Очень известный тип приказа — стоп-лосс, то есть заявка, ограничивающая убытки. Это тоже лимитированная заявка с ценой и количеством, но с другим назначением. Допустим, у вас есть в портфеле 1000 акций Диснейленда, которые торгуются по 100 долларов за акцию. Вы опасаетесь, что цена на них может упасть, и как бы говорите брокеру: “Если цена упадёт до 90, скорее продай все мои акции”. То есть пока цена выше 90, ваша заявка не появляется на бирже, но как только последняя сделка была по 90 долларов за акцию, брокер тут же выставит вашу тысячу на продажу согласно вашему стоп-лоссу.

Можно поставить стоп-лосс и на ваш шорт. Если вы взяли акции в аренду, продали их и опасаетесь внезапного роста, можно поставить стоп-лосс, который купит вам акции обратно при их внезапном подорожании.

Ещё один хитроумный тип заявок, который предоставляют не все брокеры, — айсберг, когда вы хотите продать (или купить) очень большой пакет акций (например, сто тысяч штук), но не хотите, чтобы ваше намерение видели все трейдеры. Чтоб никого не спугнуть. Брокер выставляет на продажу,

---

<sup>1</sup> Хотя Saxo Bank — один из крупнейших европейских брокеров — ставит все заявки G.T.C. (Good Till Cancelled), т.е. они будут стоять, пока не отменишь.

например, 2000 акций за один раз, но как только заявка исполнена, он тут же по этой же цене выставляет ещё 2000, и так пока не продаст все 100 тысяч.

Есть стоп-лосс с храповым механизмом, когда вы не хотите потерять накопленную прибыль по позиции — и если акция растёт, то брокер будет двигать ваш стоп-лосс вверх, а если акция падает — заявка будет оставаться на месте. Вы ему говорите — хочу поставить стоп-лосс-храповик (или “следающий стоп”) на 5% ниже рынка, и он всегда будет двигать его только вверх. Таким образом, вы никогда не потеряете больше 5% от накопленной в позиции прибыли — но если рынок упадёт на 5.5% и тут же вырастет обратно, ваши акции будут уже проданы.

Есть мнение, что брокеры “охотятся” за стопами своих клиентов, буду рад это обсудить — правда, пока мне об этом рассказывали только не вполне здравомыслящие персонажи.

### 6.15. Трейдинг

Последние несколько мыслей о дилерах. Как это — торговать от своего имени? Сейчас это называется “трейдинг”. Трейдер — тот, кто торгует регулярно, чаще всего каждый день, и у него обычно есть свой портфель акций. Ну, или нет.

Чтобы торговать каждый день, нужна определённая сила воли и выдержка. А также стальные яйца. Трейдинг — не пассивное управление портфелем, когда вы купили все нужные акции один раз в год и смотрите, что происходит. Казалось бы, надо всего лишь покупать дешевле, а продавать дороже. В реальности все оборачивается, как правило, полным провалом.

Напомню про игроманию. Если человек торгует каждый день, у него появляется сходство с игроманом, который каждый день ходит в казино. Нет, если вам нравится ходить в казино, то это ок. Но если нет — пожалуй, трейдерство — не совсем для вас.

Трейдера — те, кто играет. А брокеры, биржи, депозитарии — это казино. Если вы готовы расстаться с накопленным капиталом, готовы стойко переносить многомесячные просадки счёта, терпеть убытки и не выбрасываться при этом из окна — добро пожаловать на биржу. Когда вы сольёте все деньги (а я гарантирую это), пришлите мне открытку.

## Глава 7

### Недвига

Сначала расскажу об истории ипотеки, а потом перейдём к современной ситуации. В конце я раскрою вам секрет, как купить квартиру при доходе в 70 тысяч рублей. Хотя ладно, раскрою прямо сейчас: никак.

Когда мы говорим о финансировании недвижимости, чаще всего имеются в виду сделки, в которых недвижимость является залогом. Рассмотрим эту тему в хронологическом разрезе.

Начну с американского расового слова “mortgage”, что означает “ипотека”. Оно из латыни, *mortuus vadium*, а это, в свою очередь, означает “смертельный залог”. Неясно, при чём тут смерть, но она есть. Оксфордский словарь английского языка говорит, что слово появилось аж в 1283 году. Явно немолодое.

Но можно заглянуть даже и поглубже. В Йеле была такая историчка, Валери Хансен, она изучала старинные документы о торговле. Валери глубоко порылась в пыльном кладе китайском династии Тан<sup>1</sup>, и нашла там займы на финансирование торговли шелками.

Купцы ездили туда-сюда от Сунь-у-Куна к Али-Бабе, возили на верблюдах шёлк и специи, и им нужно было на что-то делать закупки. А Валери набралась ума и каким-то образом прочитала древние китайские бумаги, вот эти иероглифы йыхние. У китайцев никаких ипотек ещё не было. Но среди китайских документов нашлись ещё и арабские, на согдийском языке. Это примерно между Ираном, таджиками и узбеками. Язык уже мёртвенький, но некоторые бумаги на нём подозрительно похожи на ипотечные займы.

То есть, кто-то занимал деньги на закупку шёлка и закладывал под это дело своё жильё! Можно ещё было рабов заложить. И там даже были пункты, что заложенных рабов надо хорошо содержать, чтоб те не померли. А то взял под них кредит и гоняешь их до смерти по рисовым полям. Так не годится. Надо чтоб ты их здоровыми держал, иначе обман. Так вот, тем ипотекам, выходит, больше тысячи лет.

#### 7.1. Первые права на собственность

Но широко известным термин стал только в конце 18 века. Шиллер прочекал старые американские газеты, и нашёл в номере “Хартфордских Курантов”<sup>2</sup> из 1778 года заметку, а точнее рекламное объявление. Оно показывает, в каком состоянии был ипотечный рынок в те времена.

Чел по имени Элиша Корнуэлл оплатил объявление в 1778 году. И он пишет, что продал свою ферму, а вместо денег ему дали расписку в 800 фунтов

<sup>1</sup> Династия Тан очень круто рулила Поднебесной между 7 и 10 веками нашей эры. Про ВВП тогда особо никто не говорил, но это был период огромного могущества Китая на фоне остального мира. Омерики-то ещё не было!

<sup>2</sup> штат Коннектикут; моднейший, кстати, штат, хочу вам сообщить

стерлингов от другого фермера. Тот обещал, конечно, заплатить, мол, бля буду, я ж ковбой. Но не заплатил, а взял и сам заложил эту ферму второй раз, причём не за 800, а уже за 880 фунтов (то есть с прибылью). Вы уже догадываетесь, что деньги первому хозяину он так и не отдал. А третий хозяин опять её продал — причём уже за 1000 фунтов, и тоже не сразу, а под залог. Мистер Корнуэлл был очень расстроен и даже приуныл. Ему же не заплатили в самый первый раз, то есть нового хозяина-то у фермы даже и не могло появиться. Как они могли её заложить ещё два раза? Вот он и подумал: «Напишу-ка я об этом вопиющем случае в газету». Ну и там приписка: «Ферма моя, этот гадёныш мне не заплатил, будь он проклят».

Видно, что ипотека была развита не очень. Бедняге потребовалось давать объявление, чтобы объяснить, что произошло. Не существовало достоверного способа проверить право на собственность. Сраный ковбой, который купил ферму у мистера Корнуэлла, на самом-то деле её не выкупил, но никто об этом не знал. Поэтому он мог обманывать других парней своим длинным лассо.

Вот почему ипотечных кредитов было немного. Закон был непонятный, организации не могли чётко обозначить права на собственность. Как можно выдать кредит, если ты не знаешь, реальный ли перед тобой владелец фермы или там у него ещё куча каких-то бешеных ковбоев, которые считают, что это их корова и они её доят?

И аж до конца 19 века американское правительство не могло по-человечески обеспечивать права собственности — по крайней мере, обеспечивать достаточно для образования цивилизованного рынка внутри страны. Не говоря уже о международном рынке. И в 1872 году в Германии<sup>1</sup> государство придумало закон Грундбуха (не подумайте, что еврей) — это, по-нашему, всего лишь «*Книга о Земле*», где было написано, кто где и чем владеет. К концу 19 века этот закон уже работал по всей территории Рейха. В США ничего подобного ещё не было.

На протяжении 20 века многие страны приняли эту тему, и права на собственность стали достаточно прозрачными для того, чтобы брать её в залог. Поэтому реально ипотека начала развиваться буквально 100 лет назад. Был такой перуанский экономист — Эрнандо де Сото, — он написал книгу «*Загадка капитала*». Она о развивающихся странах. Эрнандо толкает тезис о том, что проблема признания права на собственность (та самая, что и в американской газетёнке 18 века) ключевая и играет огромную роль и по сей день. Во многих — если не в большинстве — стран мира до сих пор трудно определить, кто чем владеет. И это проблема. Там нельзя взять нормальную ипотеку и рынок не развивается.

Можно приехать в какой-нибудь африканский городок и спросить — а чьё это здание? Кто-то ответит: «*Это дом семьи Порошенко, они владеют им уже тысячу лет*». Но если вам нужны точные данные, нельзя довериться чьим-то словам. Ведь другой человек может сказать что-то совершенно иное. Даже сейчас видно, что не везде законы достаточно хороши. Во многих странах

<sup>1</sup> а точнее, в Пруссии, мы её сейчас называем просто «Калининградская область»

просто невозможно доказать, что ты стал владельцем дома, если его хозяин перестал платить по кредиту. Это нельзя доказать даже в суде! Или можно, но на это потребуется 10 лет, и ещё столько же, чтобы неплательщика выселили. Короче, либо ишак помрёт, либо падишах.

Кажется, что жестоко выселять кого-то из дома, если он не платит по кредиту. Но надо и с другой стороны посмотреть. Если таких не выгонять, никто не будет давать ипотечные займы! Какой смысл давать кредит, если тебе его не вернут, и дом не вернут тоже? В этом же весь цимес: если заёмщик не платит, кредитор получает заложенный дом.

В целом, процесс, конечно, идёт, права собственности развиваются, а кредиторы всё чаще могут получить объект недвижимости в случае банкротства заёмщика. Это и объясняет тот рост ипотечного рынка, который случился в конце 20 — начале 21 века.

Но пора рассмотреть конкретные институты. Начнём с коммерческой недвижки, а потом перейдём к жилым домам. Говорить будем в основном о США, потому что там рынок самый большой в мире, и традиции стандартизированной ипотеки тоже самые долгие. Там куча законов и регуляторов. Другие страны просто перенимали американский опыт.

## 7.2. Купи себе «Пятёрочку»

Перейдём к финансовым институтам США. Что у нас с коммерческой недвижимостью? Вот вы идёте по улице и там дома. Каким образом ими владеют? Вряд ли вы об этом задумывались. Кто владеет этими зданиями? Я вот об этом постоянно думаю, спать не могу.

На протяжении большей части 20 века ими владели специальные партнёрства. Это не корпорации, о которых я рассказывал ранее. Но тоже юридические лица. Что их отличает? Обычно большинство владельцев недвижимости — конторы небольшие, и они, как правило, не являются частью какой-то другой корпорации. Поэтому налогообложение у них более дружелюбное. Дело в том, что у корпораций есть налог на прибыль, плюс акционеры их платят налог на доходы физических лиц с полученных дивидендов. Получается двойное налогообложение. Избежать этого можно, создав партнёрство.

Но партнёрство доступно только аккредитованным инвесторам. Обычным людям — хер с маслом, а не партнёрство. Кто такой аккредитованный инвестор? Попросту говоря, это богатенький буратино, которому не нужна защита всяких комиссий. Величину требуемого капитала определяет SEC<sup>1</sup>, сейчас это 1 млн долларов, или доход должен быть немаленький.

Если вы аккредитованный инвестор, можно вложиться в это товарищество. Доход от сдачи в аренду приходит на счёт. Это не корпоративный доход, поэтому налог с него надо будет заплатить только один

<sup>1</sup> Securities and Exchanges Commission

раз — как физическое лицо. Сразу понимаешь: так это ж восхитительно! Не надо платить налог на прибыль! Почему ж тогда все не делают эти товарищества вместо корпораций?

Государство, вестимо, против. Есть жёсткие правила по созданию таких партнёрств. Корпорация, например, существует бесконечно (пока не обанкротится или пока её не купит Баффет), а партнёрство — оно рассчитано на 10-20 лет. Покупаете здание, оно амортизируется, приносит ренту, а потом продаётся, и партнёрство закрывается.

Об этом типе собственности слышно не очень много. Потому что они не вырастают большими. Обычно это всего одно здание. Плюс ко всему, партнёрство не рекламируется. В этом нет смысла, ведь у обычной публики нет возможности туда вложиться. Им пришлось бы проверять каждого бомжа на размер его капитала. Ещё у корпораций ограниченная ответственность. А у партнёрств, обычно, нет; но там ничего страшного не может произойти, ведь оно тупо владеет зданием и сдаёт его в аренду; другой бизнес на него не вешают.

В 1960-х годах простые американцы начали возмущаться: почему это им нельзя вложиться в недвигу таким способом? Богатеям можно, да ещё и налога на прибыль у них нет. Мы тоже так хотим! Как нам диверсифицировать свои портфельчики коммерческой недвижимостью?

И Конгресс придумал новую тему — REIT: *Real Estate Investment Trust*. Это ещё один пример демократизации финансовых технологий. Можно сказать, Америка тащит весь мир в этой теме — лишь бы простые люди могли занести куда-нибудь денег и немного разбогатеть. Потому что придумали эти РЕЙТы действительно в США, а сейчас они очень много где есть, и за 50 лет выросли колоссально.

Идея такая же: сделаем траст, доступный широкой публике, всяким мелким вкладчиком. И не будем брать с него налог на прибыль — а только НДФЛ. Очень удобно. У меня рядом с квартирой есть Пятёрочка, помещение которой принадлежит ЗПИФу<sup>1</sup> недвижимости, это похожая тема у нас. Можно купить паи, там 12% годовых, очень жирно для такой надёжности. Ведь чтоб всё здание целиком купить, нужна огромная куча денег, сотни миллионов рублей. Даже если продать бабушкину квартиру на Ленинском, хватит только чтоб купить какой-нибудь сраный киоск, да ещё его хер сдашь, короче, замучаешься с этой коммерческой недвигой. А тут илитный арендатор, всё надёжно, никуда не денется. Ещё и налога на имущество нет. Правда, не очень понятно, что делать, если захочется эти паи продать — как найти нового покупателя? Но это не тема нашей беседы.

Как только Конгресс узаконил эту фишку, все сразу захотели свою контору немедля превратить в REIT. Пришлось им ввести кучу ограничений, чтоб нельзя было их использовать кому не попадя. Поэтому деятельность РЕЙТов ограничена только недвигой. Не менее 75% от активов должно быть в недвиге либо в кэше. Плюс 75% дохода должно приходиться от недвиги, а 90%

<sup>1</sup> Закрытому паевому фонду

должно приходиться от аренды либо процентов по депозитам. 95% дохода контора обязана выплачивать акционерам, и обязательно надо быть долгосрочным держателем. Не более 30% дохода может приходиться на продажу недвижимости, которой фонд владеет менее 4 лет. Это чтобы фонды не торговали зданиями без налога на прибыль.

Если фонд всему этому соответствует, он получает статус REIT. Ещё раз напомним: это тоже изобретение. Новое, шестидесятых годов. Появлялось потихоньку, потом развивалось, росло, а сейчас эта схема почти везде в развитом мире есть. Я австралийские РЕИТы у себя в портфеле держу — в Сиднее недвижка дико дорожает в последнее время. И метеорит на Канаду, опять же. Ну, понимаете.

Американские РЕИТы росли взрывоподобно. Первый всплеск был в конце шестидесятых, когда ключевая ставка выросла выше потолка на депозиты. Потолок был установлен указом и правительство не разрешало банкам давать высокие проценты. И внезапно РЕИТы оказались выгодней вклада в банке и народ туда пошёл.

Был и второй бум. В 1986 году правительство отменило налоговые льготы товариществам. Там у них разрешалось дико амортизировать здания (именно товариществам), и люди таким образом вкладывались в недвижку, чтобы снизить налоги. Потому что если вам разрешается быстро амортизировать здание, вы можете красиво и законно занижать налогооблагаемую прибыль. Поэтому люди мощно вкладывались в недвижку через ту схему. А в 1986 году эту лазейку прикрыли, и произошёл второй бум РЕИТов.

В девяностых был просто мощный рост всей недвижки, и появились кучи новых фондов. Какие-то стали специализироваться, например, на ритейле, на складах и т.п. Сейчас все инвесторы о них знают, хотя этой области финансов всего 50 лет.

Что нам надо отметить? Первая тема: финансовые изобретения развиваются долго и придумать их нелегко. И вторая: очевиден тренд на демократизацию финансов, об этом подробнее в самом конце книги. Вы уже поняли, что если посмотреть в прошлое, все эти замечательные продукты были доступны лишь небольшой горстке богатых людей. А сейчас стало попроще. Захотел — вложился в недвижку. Норм, чо.

### 7.3. Депрессивные ипотечники

Теперь надо о жилых домах поговорить, эта область куда больше. И самих домов больше, и стоят они дороже, чем офисные/коммерческие. В США в своём собственном доме<sup>1</sup> живут порядка  $\frac{2}{3}$  семей. В разных странах по-разному, но это довольно обычное соотношение. В Германии, например, люди всю жизнь снимают и не парятся. И снять там куда сложнее, чем у нас — только

<sup>1</sup> я не имею в виду в полностью выкупленном доме, просто не в арендованном



что отпечатки пальцев не попросят. И вот эта американская цифра в  $\frac{2}{3}$  — она возникла из-за того, что государство сделало ипотеку доступной.

Надо вернуться к истории. Я уже говорил о династии Тан и торговле шёлком, сейчас перенесёмся поближе — в забытую богом Америку времён Великой Депрессии. После резкого падения рынка в 1929 году начался мощнейший жилищный кризис. Цены на дома валились как подкошенные, и люди переставали платить по кредитам в огромном количестве. Ситуация была критической, и американское правительство даже создало специальные конторы по выкупу этих ипотек. Двадцать процентов ипотек были выкуплены правительством. Что же конкретно происходило?

Это важно именно с точки зрения развития финансовой технологии. До депрессии ипотечное кредитование росло. Типичный срок кредита составлял от 2 до 5 лет, а тело кредита отдавалось в конце. Что это означает? Если ты покупал дом в 1920 году, ты шёл в банк и он выдавал кредит. Обычно давали половину денег. То есть на дом стоимостью 10 тысяч долларов банк давал кредит в 5 тысяч. Проценты платишь ежемесячно, а в конце — через два года или через пять, платишь эти 5 тысяч. Потом можно опять попытаться взять ипотеку. Придёшь в банк, и он тебе опять даст 5 тысяч. Такая была схема, банки её предлагали и она стала очень распространена.

Когда мы говорим о теле кредита, понятно, что это большая сумма. Вы платите каждый месяц только проценты, а через два года вдруг надо заплатить всю пятёрку. Но люди думали, что это ничего страшного — через два года пойду опять, ну а если не дадут — попрошу кредит в другом банке. Я же могу где угодно найти эти пять тысяч? И всё работало без особых проблем.

Что произошло во время Великой Депрессии? Две вещи: безработица выросла до 25% и цены на дома упали сильнее, чем вполовину. К примеру, занял ты 5000 долларов на дом, который стоит 10к, а он стал стоить только 4 тысячи. Прошло два года, идёшь в банк — пора рефинансировать кредит. Приходишь, говоришь — ну вот, я безработный, а мой дом сейчас стоит \$4000. Банк тебе говорит — ну извини, не смогла, кредит я тебе больше не дам. Что происходит? Дом надо продавать, ты банкрот, всё пропало. Первый взнос был 5 штук, ведь если дом стоил 10, а ты занимал пять, вот первоначальный взнос ты полностью потерял, ещё и должен остался. Это происходило с миллионами бедных американских людей, не говоря уже о неграх.

#### 7.4. Блеск и нищета аннуитета

Администрация Рузвельта решила, что такой тип ипотеки был какой-то херовый. Поэтому в 1943 году, через год после вступления в должность, Франклин Рузвельт придумал Федеральную Жилую Администрацию. Она пыталась заставить банки опять давать людям в долг на жильё, потому что в стране была просто катастрофа какая-то.

Чтобы вернуть банкам интерес, эта ФЖА начала страховать ипотеки. Если ты (банк) дал кредит на дом, а заёмщик не платит, при этом дом подешевел — ты потеряешь деньги. И вот страховка означала, что государство

вернёт банку разницу. В то же время правительство заявило, что страховать будут только ипотеки на 15 лет или дольше. Как бы установило стандарт. И ещё они заявили, что это не может быть ипотека с выплатой тела кредита в конце. Для простых американцев это было неподъёмным бременем — заплатить огромную сумму в последний месяц. Поэтому банки заставили амортизировать ипотечный платёж на весь срок кредита — 15 лет.

Такие предложения уже были в 1920-х годах, но для большинства людей они были совершенно непонятны. Народ просто не догонял — как это, амортизировать ипотеку. Ну а это просто-напросто выплачивать часть тела кредита каждый месяц. Тогда в конце не будет огромного платежа. Платишь каждый месяц одинаковую сумму, и в конце — всё, превед. Кредит выплачен целиком. Достаёшь вставную челюсть, приглашаешь жену на ужин, всё хорошо.

Арифметика ипотеки немного сбивает с толку даже сейчас, а уж в 1934 году людям дополнительно требовалось три класса образования. Поэтому объясню на пальцах. В 34-м они начали выдавать пятнадцатилетние ипотеки, что вроде и неплохо, но маловато. А в начале пятидесятых уже появились ипотечные кредиты на 30 лет. Это, конечно, длинный срок. Вот вы женились на какой-нибудь парикмахерше размалёванной, купили дом, детей завели — вам около 25 лет. Если дать вам 30 лет на выплату, в 55 вы уже откинетесь. Жена страшная, ну хоть дети в институт пристроены. И если ставка гарантируется на 30 лет, это же дико круто! Никаких подлых сюрпризов. Вы всегда знаете, сколько платить в месяц.

Вопрос в том, как посчитать этот ежемесячный платёж? Вот у вас ставка, и приведённая к текущему моменту стоимость всего потока ежемесячных платежей и равна сумме кредита. Называется “аннуитет”.

**Стоимость аннуитета** = ежемесячный платёж/ставка\*[1-1/(1+ставка)<sup>срок</sup>]

Срок и ставка всегда в месяцах. Ну, то есть в периодах платежа, но я никогда не слышал о том, чтобы период был другим. То есть, годовую ставку надо поделить на 12, а срок в годах умножить на 12.

Всё, что нужно сделать, чтобы подсчитать амортизирующуюся ипотеку, если человек занимает сумму  $S$  под  $r$  процентов годовых — надо подставить их в формулу и определить, какой будет ежемесячный платёж. Вот с этим у них были проблемы, поэтому задачу мы ещё раз повторим во второй части книги. Потому что и у вас с этим тоже будут проблемы.

До того, как появились компьютеры — всего лишь 50 лет назад, — люди использовали готовые таблицы. Я и сам когда-то смотрел синусы по таблицам Брадиса, помните такие? Считать всё в столбик им было реально напряжно. И в ипотечной табличке была, например, страница на 10-летний кредит под 5 процентов — но это скорее исключение, всё же срок небольшой. Хотя если заёмщики немолодые, вроде и нормально. Пенсионеру кредит на 30 лет давать как-то опрометчиво. Не поминайте лихом, ха-ха-ха!

На странице вычислены все платежи на кредит в 1000 баксов. А если кто-то занимает семь тысяч, вы просто умножаете этот платёж на семь. При ставке в 5% годовых ежемесячный платёж получается \$10.61. То есть они просто посчитали, чему в этой формуле будет равен  $x$  при остальных известных нам цифрах.

Дальше идёт график платежей. Итак, ежемесячный платёж — \$10.61. В таблице было указано распределение амортизации долга и процентов. В начале вы занимаете тысячу и платите \$10.61 в месяц. Каждый месяц тело кредита немного уменьшается. Какая же часть из ежемесячного платежа — это проценты? Это 5% поделить на 12 месяцев. Из 50 баксов годовых получается \$4.17 в месяц, а платёж по телу кредита равен  $10.61 - 4.17 = 6.44$  доллара.

Из \$1000 вы заплатите \$6.44, значит, со второго месяца останется выплатить уже \$993.56. На следующий месяц проценты рассчитываются исходя из нового тела кредита — а оно уже \$993.56, и процентный платёж равен \$4.14. Видно, что они уменьшились, ведь долг понемногу выплачивается. Значит, выплата тела кредита увеличилась. Первый месяц проценты были \$4.17, а тело — \$6.44. Во второй — проценты \$4.14 (на три цента меньше), стало быть, из тела кредита вычтется уже \$6.47. Через 6.5 лет процентов надо будет платить лишь \$1.74 в месяц, потому что от тела кредита останется \$407.61. Поэтому и доля выплаты самого кредита станет гораздо больше.

Таблица очень нужна для того, чтобы определить, что происходит при продаже дома. Если люди переезжают через, например, шесть с половиной лет, сколько они остались должны? Ну вот, в таблице написано — на каждую взятую тысячу они теперь должны 408 баксов.

Сразу понятно, какой гемор возникает при частичном досрочном погашении. Поэтому часто оно было запрещено, допускалось только полностью. Хорошо, что сейчас у нас есть компьютеры.

Так устроена долгосрочная ипотека. Процентная часть постоянно меняется, тело кредита постоянно меняется, но общий платёж всегда одинаков. Это изобретение. В 1934 году это придумали — ещё и ста лет не прошло! Кстати, эта тема есть не везде. В Канаде, например, такого нет — там ставка не фиксируется. В Дании есть, ну вот в США, у нас в России почти все ипотеки по фиксированной процентной ставке. А в Германии, например, ставка может меняться в зависимости от ситуации в экономике. Правда, надо упомянуть, что она может и падать.

В Великобритании сейчас идут разговоры, что надо схему повсеместно расширять. Понятно, что если ставка резко меняется, страна может попасть в такую же ситуацию, как США в годы Великой Депрессии. Редкое, но вполне возможное событие. Тогда люди потеряют свои дома. Но в Англии сейчас опять консерваторы овладели Биг Беном и нихера не проходит эта тема. Ну, вроде-таки можно взять ипотеку с фиксированной ставкой, но, видимо, она будет очень высокой и мало кто из банков такую вообще предлагает. На тридцать лет банки боятся выдавать — вдруг чо? А покупатели домов не хотят платить слишком много. В этом плане у нас на родине реальный прогресс, и ставки с

учётом инфляции у нас не такие уж конские. У нас просто недвиги мало, регулирование уродливое — полностью коррумпированное — и строители от этого охуевшие.

В Канаде не так давно — в 1980 году — процентные ставки улетели вверх, и у них была похожая проблема, что и в США. Люди не могли себе позволить refinancing ипотеки, и куча народу потеряла свои домишки. Большая беда. Ну как-то они её преодолели, послабления сделали. Но даже сейчас в Канаде нет фиксированных ставок по ипотеке.

### 7.5. Фэнни + Фредди = Господдержка

Продолжим о финансовых изобретениях. Важные вещи — секьюритизация и господдержка ипотеки. В 1938 году в США федеральное правительство под началом Рузвельта придумало FNMA — Федеральную Национальную Ассоциацию Ипотек, государственное агентство, которое покупало ипотеки для поддержки рынка кредитования. На Уолл-Стрит никто не мог произнести эту аббревиатуру, и её назвали по-собачьи: из ЭфЭнЭмЭй получилась Фэнни Мэй.

Чем занималась эта контора? Она покупала у банков ипотечные кредиты. Так они старались поддержать рынок ипотек. Поначалу банк выдавал кому-то кредит на покупку жилья, и на этом всё. Больше денег он дать никому не мог, если бы не привлёк ещё через депозиты. Ну а Фэнни Мэй выкупала ипотечные контракты у банков, и банк опять мог выдавать займы. Это они сделали в 1938 году, всё ещё была Депрессия и рынок недвиги был вялый и жалкий. Домов не строили, и безработица среди гастеров и их прорабов была повсеместной. Рузвельт думал, как ему экономику взбодрить. Вот была одна из идей. Так появился ипотечный гигант Фэнни Мэй. А в 1968 году контору приватизировали, и она стала частной компанией.

В 1970 году правительство создало ещё один подобный институт, Federal Home Loan Mortgage Corporation, FHLMC. Имя опять придумали на Уолл Стрит и назвали его Фредди Мэк. Ну типа, та была девочка, а это парень. Хорошо, что не Крюгер.

Сейчас эти имена уже официальные, и конторы уже не государственные — Фэнни Мэй и Фредди Мэк. Изначально Фредди был другой. Что от него требовалось? Покупать ипотечные кредиты, перетасовывать их в ценные бумаги («секьюритизировать») и продавать со своей гарантией. Как только Фредди начал это делать, Фэнни спохватилась и тоже попросила, ну типа, можно я тоже? Ну и обоим разрешили.

Почему именно правительство придумало эти две госконторы? Ну, любой же может создать корпорацию, вот пендосское правительство и создало. Обе компании полностью в бизнесе секьюритизации ипотек. Они покупают займы от тех, кто даёт деньги в кредит. Другими словами, они покупают обязательства, запаковывают их в ценные бумаги и продают широкой публике со своей гарантией — если должник обанкротится, контора заплатит за него недостающее. Потом там ещё и страховщики появились, которые страховали

(хотя бы частично) эти займы. Сложная финансовая схема. Но в конце концов образовались две эти компании, которые выпускали ценные бумаги под залог ипотек, а правительство за ними уже не стояло. Как бы.

Стали судачить, что правительство всё же создало эти две конторы, а ведь они выпускают облигации на триллионы долларов! Не придётся ли честному налогоплательщику раскошелиться в случае чего? Правительство открыто заявило: “Нет! С пидорами не пьём! Конторы давно частные, и пусть Фэнни начиналась как государственная, сейчас она нам не принадлежит. Её долги не гарантируются правительством”. Кто-то переживал, мол, точно не гарантируется? Точно? Точно? Ну, официальная позиция была что нет, если придёт беда, то денег не будет.

Теперь догадайтесь, что произошло. В 2008 году рынок недвижимости рухнул, и кризис был такой адский, что все вспомнили Великую Депрессию. И обе наши компании — и Фэнни, и Фредди — обанкротились, ок? Что же делать-то, а? Вот мы в администрации гениального Буша. Республиканца. Они особо не любят бейл-ауты (спасение за чужой счёт). Казалось бы, есть законы, все дела, и Буш не позволит спасти их деньгами налогоплательщиков. Об этом неоднократно, кстати, заявлялось. Потом кто-то сказал: стойте, но ведь весь мир вкладывает в ценные бумаги этих контор — причём все думают, что конторы эти принадлежат американскому государству. Особенно много китайцы возмущались. Бедные невинные китаёзы доверились америкосам и вложили много миллиардов в Фэнни Мэй. Что вы скажете китайцам?

«Извините, мы тут ни при чём»? «Она утонула»? Ну кто-то так и говорил, мол, пойдите и скажите Мао и его команде, что денег не будет, мы же всегда так говорили. Но китайцы ответят, мол, вы-то, конечно, говорили, но мы вам не верили.

На самом деле правительство действительно не предприняло все нужные шаги для того, чтобы всё разъяснить. Например, Уолл Стрит Журнал печатал котировки бондов Фэнни Мэй и Фредди Мэк в разделе “государственные бумаги”. И это главный финансовый журнал страны! Хотя это, конечно, не государство. Но правительство должно было как-то их образумить наверное, да? Прийти и сказать — слушайте, ну это же частная компания, мы тут ни при чём. А бедные китайцы прочитали газету и типа ей поверили.

Конечно, Джордж — сраный ковбой — мог бы и сказать, мол, ну ребята, не повезло. Надо было читать там что в договорах мелким шрифтом написано. Но он ничего такого не сказал. Почему? Ну типа чтоб не рисковать. Если бы правительство США позволило этим отмывочным конторам обанкротиться, все инвесторы мира ополчились бы и озверели. У США есть репутация. Они могут бесконечно занимать деньги у всего мира как раз потому, что все думают, что там всё, сука, надёжно. А тут запахло каловыми массами.

Поэтому они взяли шефство над обеими конторами и не дали им забанкротиться. Урок интересный: можно миллион раз сказать, что вы ничего не гарантируете, но в итоге-то всё равно гарантируете. Какие-то воровские понятия, по-моему.

Про другие страны надо ещё рассказать. У Канады тоже есть такая контора, называется Canada Housing and Mortgage Corporation. Но она не приватизирована, а до сих пор принадлежит канадскому правительству. Но она гораздо меньше, конечно. Что там Канада — три дома, корова и клюшка хоккейная. Поэтому про эту контору никто никогда и не слышал.

Но в целом там схема очень похожая. Во время кризиса, однако, у канадцев не было такого адского падения цен, потому что и пузырь был гораздо меньше. Но Канада и США, конечно, сильно переплетены — американские инвесторы дико вкладываются в канадские бумаги, например. И экономика Канады, в общем-то, ходит одновременно вверх и вниз с Омерикой. Хотя она и более сырьевая, там нефть, лес, кленовый сироп мощно экспортируется.

И такая мысль: а кто же стоял за решениями Фэнни и Фредди понижать стандарты заёмщиков? Ну понятно, денег в стране было больше, но всё же? Есть такая идея, что несмотря на их “независимость”, кто-то из правительства им-таки подсказывал, что надо неграм давать больше ипотек, чтобы те могли на своих диванах спокойно смотреть Малахова или как там он в Америке называется, Опра что ли.

## 7.6. Впаривание ипотек и кризис 2008 года

У нас есть ценные бумаги, которые называются “обеспеченные ипотечные обязательства” — по-английски СМО, *Collateralized Mortgage Obligations*. Внутри там ипотeki, но их ещё потом делят на отдельные транши по уровню вероятности досрочного погашения. Ведь для инвестора есть риск того, что ипотеку погасят досрочно, если вдруг у владельца дома будут свободные деньги или желание рефинансироваться в другом месте. Некоторым бумагам рейтинговые агентства давали уровень AAA, т.е. никакого риска. Каким-то давали другие оценки. И эти пакеты СМО продавались инвесторам по всему миру. Понимаете, что это подмена понятий? Одно дело — риск досрочного погашения, когда вы лишаетесь прибыли. И совсем другое — риск невозврата, когда вы лишаетесь всех вложенных денег!

Другая тема — это CDO, обеспеченные долговые обязательства. О них я писал в самом начале книги. Они продаются инвесторам, а внутри те же самые ипотечные платежи в качестве активов. Многие из них — это субпремиальные. По-русски говоря, говняные. Это те, которые выдавались “субпремиальным” заёмщикам, по-русски говоря, бомжам; хотя дословно это всего лишь “не самым лучшим”. Многие из этих бумаг тоже были обозначены рейтингом AAA, и тем не менее, некоторые их владельцы получили шиш без масла, и так по всему миру — их кто только не покупал.

США — лидер ипотечного финансирования. И американские компании — не только печально известные Фэнни и Фредди, множество компаний — выпускали ипотечные бумаги с рейтингом AAA. То есть знаменитые цирковые агентства Мудис, S&P, Фич как бы говорили всем: “Ребята, никакого риска тут нет!”. И простые европейцы и азиаты дико вкладывались в это говно и думали,

что они в полном ажуре. Потом оно всё наебнулось. Некоторые с самого начала были гнилые — и эмитенты об этом прекрасно знали! Но что с того?

Схема была многоходовая. Кто-то берёт ипотеку, ок. То есть, это чел куда-то идёт, заполняет анкету. Потом эта ипотека продаётся инвестору или другому жирному гусю, который делает из неё ценную бумагу. Называется “секьюритизатор”. Потом он ищет агента по обслуживанию этой ипотеки, ну например, это тот, кто заключал договор, но необязательно он. Что это за обслуживание? Ну если вы не платите вовремя, этот чел вам звонит и говорит, мол, ай-яй-яй, плохо как! Или там вы хотите досрочно погасить, или дядя Ашот к вам подселается и пристраивает балкон, кому звонить? Вот этому агенту по обслуживанию.

Есть эмитент этих ипотечных бумаг и эмитент CDO. Система усложняется. А потом она взрывается к чертям собачьим. Какие-то там реформы они придумали, чтобы это предотвратить в будущем, и кто-то даже говорил — ну нахер эти ценные бумаги, давайте вернёмся на 200 лет назад, когда не было никаких ипотек и мудисов. Но вроде какой-то прогресс-таки есть.

В заключение надо упомянуть небольшое изменение, которое недавно произошло и в Европе, и в США. Европарламент провёл новую директиву, которая заставляет организаторов ипотечного бизнеса обязательно держать минимум 5% своих ипотек у себя. То есть, если вы контора, которая заключает ипотечные сделки, можно продать только 95% от своих вложений, а 5% надо оставить у себя. В США тоже надо 5% оставлять теперь. Это как бы заставляет их тщательнее проверять заёмщиков. Хотя я не знаю, как там организован отбор: можно же у себя оставить 5% самых жирных рэперов, а остальных продать. То есть, моральная угроза хотя немного снизилась, но всё равно ж осталась.

Ипотечные банки (и особенно брокеры) иногда действуют несколько, эээ, цинично. Ну типа, “мы просто помогаем этой несчастной семье заполнить анкету”. И чувак там за прилавком думает: “А не помочь ли мне этим славным чёрным ребятам? Да, не похоже, что они смогут выплачивать кредит. Но мне-то какая разница? Я кому-то другому эту ипотеку перепродам и пойду пить пиво”. И некоторые случаи, они прямо-таки вопиющие.

Приходит семья к брокеру и он спрашивает: “Какой у вас годовой доход?”. Они отвечают. А он им говорит: “И чего, вы реально хотите с таким доходом купить дом за 250 тысяч? Не знаю, смогу ли я вам помочь”. А потом он берёт паузу, как бы задумывается и говорит: “Погодите, ну вы подумайте ещё разок. Вы мне сказали, что у вас доход 40 тысяч в год. Вы уверены? Может, у вас есть дополнительные источники дохода? Подумайте хорошенько. Может быть, вы-таки 50 тонн в год получаете, или даже 60?”. А семья на него посмотрит со слезами на глазах и ответит: “Батюшка, да ведь только сорок тысконок у нас в годик-то, только сорок!”. А брокер им опять: “Но вы всё-таки подумайте. Может быть, у вас есть подработка какая-нибудь или баба Сара вам присылает гостинцы из Африки? Всем же кто-то

помогает”. И подмигивает им. Ну они такие: “А да, точно! У нас же 60 тысяч годового дохода, вот вспомнили — мы грибы собираем и ещё сынулька в макдаке на кассе стоит по выходным”.

Брокер ставит там галочки где надо, и семья думает “ну, он же сам типа это предложил, мы-то чо, мы ничо”. А брокеру похер, убыток-то не его, а банка. Новый закон как бы запрещают такую тему. Они там вводят лицензии на ипотечное брокерство. А ещё пять лет назад там можно было только откинуться за оголтелое облапошивание крестьян в Небраске и сразу стать брокером ипотечным — не жизнь, а сказка! Вот больше так нельзя.

Перед кризисом американские инвестбанки выдавали кредитов в 30-40 раз больше собственного капитала. Просто жуть. От 5-6 капиталов в “бизнесе” мультипликатор вырос до 30, 40 и 50-кратного. Это огромный риск. Голдманы и Леманы говорили: “Ну, наша работа в том, чтобы создавать новые интересные финансовые инструменты”. Вот они и создавали — собирали ипотеки от людей, которые не могли себе позволить недвижимость, и паковали их в новый “продукт”. Возьмём немного из южных штатов, немного из северных, ещё чуток с запада и с востока, соберём воедино. Диверсификация какая крутая у нас, посмотрите на неё!

Шли к рейтинговым агентствам, к Мудису и всем остальным, и рассказывали про свою “диверсификацию”, и получали рейтинг AAA. Никто там ничего не анализировал, а потом клиентам впаривались “надёжнейшие” бумаги. Клиентам по всему миру. И естественно, реальный их рейтинг никак не мог быть AAA.

То, что сейчас происходит в мире, означает, что люди немного поумнели и чему-то научились. Но базовые принципы остались те же самые. Те же самые фонды, те же самые управляющие покупают то же самое говно, а говорят, что оно не говно, а золото и бриллианты.

Хотя мы надеемся, что будут перемены к лучшему и мы все переедем из саратовской коммуналки в апартаменты на Кипре, а кто-то даже и в двушку в Бутово.



На этом первый, базовый уровень книги “Хулиномика” заканчивается. Вторая часть этой книги перенесёт вас на новую ступень понимания финансов; она посвящена рискам во всех их проявлениях.

В восьмой главе мы разбираем генетические ошибки коммунизма. Почему надо делиться с соседями, и главное, чем? Как спастись от астероида? Правда ли, что евреи прокормили всю Россию? Почему колхозники отнимают у товарищей айпэды?

Девятая глава невероятно серьёзна. Как правильно выбрасывать шестёрки на кубиках? Как подсчитать количество листьев на дереве? Кто составил гороскоп Иисуса Христа? Зачем смешивать чай с водкой? Почему у чёрных лебедей толстые хвосты? Вопросы эти крайне важны!

Десятая глава посвящена долгам — самым распространённым финансовым рискам в мире. Сколько будет стоить кредит в следующем десятилетии и почему? Правильно ли поступил Раскольников? Выиграет ли Робинзон Крузо от кредита до следующего урожая? Кто в мире кому должен и за что? Завеса тайны приподнимется.

В одиннадцатой главе я учу читателей... нет, не читать, а считать. Как спрятать потерю 100% капитала? Сколько заплатить Деду Морозу за вечную дань? Какую толпу людей нужно собрать, чтобы у кого-то из них совпали дни рождения? Тут придётся подумать усиленно и мощно. Но зато недолго.

Двенадцатая глава — о рациональности. Чего люди боятся больше всего? Как угадать мысли соседей? Зачем экономист Кейнс устраивал виртуальные конкурсы красоты? Как профессор экономики может затроллить коллегу, предложив тому явно выгодное пари? Как не попасться на удочку сейлзу паевого фонда? Градус серьёзности нарастает.

В тринадцатой главе мы, наконец, поговорим о бабле. Тут всё о портфелях и яйцах внутри этих портфелей. Вы узнаете, почему акции так хороши, как кажутся, а управляющие портфелями — совсем наоборот.

В четырнадцатой — про отыгрывание новостей и походку пьяницы. Надо ли уважать рынки и за что? Полезно ли делать предсказания и что за это будет? Реагирует ли рынок на произошедшие катастрофы? И главный вопрос: почему зарабатывать трейдингом так трудно?

После этого вас ждёт ещё и суровая третья часть, но там мы будем обсуждать уже более высокие материи: кто управляет деньгами мира и каким образом он это делает.

На этом бесплатная версия «Хулиномики» заканчивается. Полную версию можно приобрести через форму оплаты на моём сайте: [хулиномика.рф](http://хулиномика.рф)

По вопросам, связанным с книгой, пишите на [book@alexeymarkov.ru](mailto:book@alexeymarkov.ru).