



Джон К. Богл

Инвесторы против спекулянтов. Кто на самом деле управляет фондовым рынком

Текст предоставлен издательством
http://www.litres.ru/pages/biblio_book/?art=6688073

*Инвесторы против спекулянтов. Кто на самом деле управляет фондовым рынком / Джон Богл:
Манн, Иванов и Фербер; Москва; 2014
ISBN 978-500057-029-6*

Аннотация

Это новая и, возможно, последняя книга Джона Богла – основателя крупнейшей инвестиционной компании The Vanguard Group, автора идеи индексных фондов и признанного специалиста по финансовому рынку. Богл утверждает, что культуру долгосрочного инвестирования вытесняют краткосрочные спекуляции, которые вместе с расходами на биржевые операции отнимают доход у инвесторов и приведут к пагубным последствиям для экономики в целом. На примере знаменитого Wellington Fund автор демонстрирует превосходство культуры благоразумных инвестиций над спекуляциями и приводит простые правила для инвесторов, желающих достичь своих финансовых целей.

На русском языке публикуется впервые.

Содержание

Эту книгу хорошо дополняют:	8
Предисловие от партнера издания	9
Предисловие	10
Об этой книге	13
«Создание ценностей» и «погоня за рентой»	14
60-летняя перспектива	15
Общая картина	16
Взаимные фонды	17
Индексный фонд	18
Фонд Wellington Fund	19
«Человек на арене»	20
Некоторые советы инвесторам	21
Глава 1	22
Становление спекуляции	23
Высокочастотный трейдинг	24
Миссия не удалась	25
Фьючерсы и деривативы	27
Казино на Уолл-стрит	29
Как спекуляция погубила инвестирование	31
Снижение стоимости биржевых операций	32
Управляющие хедж-фондами и другие спекулянты	33
Мы не можем сказать, что нас не предупреждали	35
Мудрость Джона Мейнарда Кейнса	37
Спекуляция вытеснит инвестирование	38
Исправляя общественный договор	39
Вопросы вознаграждения	40
Создание ценностей против отъема ценностей	41
Восстановление баланса в нашем инвестиционном секторе	44
Налоговая политика и финансовые операции	45
Установить лимиты на использование заемных средств, обеспечить большую прозрачность деривативов и ужесточить наказание за финансовые преступления	46
Правила игры	47
Цель: ответственный капитализм	49
Глава 2	50
Развитие общества двойных агентов	52
Исследуя конфликт	54
Агентские издержки и поведение руководства	55
Революция акционерной собственности	58
Смена лидера	60
Арендаторы и собственники	63
Создание стоимости компании	64
Временные горизонты и источники доходности инвестиций	65
«Шорт-термизм» и управляемая прибыль	68
Провал стражей	73
1. Конгресс	73

2. Судебная система	74
3. Комиссия по ценным бумагам и биржам (SEC)	75
4. Совет управляющих Федеральной резервной системы	75
5. Рейтинговые агентства	76
6. Аудиторы	76
7. Финансовая пресса	77
8. Аналитики по ценным бумагам	77
9. Директора	78
10. Акционеры	79
Вывод	80
Глава 3	81
Почему взаимные фонды являются пассивными участниками управления компаниями	83
Картина начинает меняться	87
Информирование о голосовании по доверенности	88
Мобилизация институциональных инвесторов	91
Права и обязанности собственников	93
Действовать как собственники	94
Все проверяется на практике	98
Вознаграждение исполнительному руководству	102
Как это случилось?	105
Инерционный эффект	106
Что делать?	108
Учет затрат на привлечение капитала	109
Небольшой прогресс в реформах	110
Финансирование политических партий	111
«Процедуры корпоративной демократии»	113
Глава 4	116
Изменения в отрасли	117
Ошеломительный рост активов взаимных фондов	117
Трансформация инвестиционной деятельности	118
Тенденция к «расширению ассортимента»	120
Рожденные умереть	120
Затраты и доходность	122
Рост затрат фондов	122
Затраты и доходы	122
Стоимость неудачного выбора инвесторов	124
Старые добрые времена	126
Конгломератизация индустрии взаимных фондов	129
Конгломераты доминируют в индустрии фондов	129
Сделки с акциями управляющих компаний в договорах об управлении	130
Корпоративная структура и доходность фондов	131
Вероятность изменений	132
Организационная структура фондов имеет значение	135
Стратегия соответствует структуре	136
Структура и стратегия Vanguard	137
Построение фидуциарного общества	141
«Это фидуциарный бизнес»	142

Глава 5	144
На сцену выходит главный прокурор Спитцер	145
Что делать пайщикам – куда идти?	147
Вызов здравому смыслу	148
Показатель разумного управления	149
Стандарт 1. Комиссия за управление и операционные затраты фонда	150
Стандарт 2. Оборачиваемость портфеля	151
Стандарт 3. Диверсификация акций	152
Стандарт 4. Направление маркетинга	154
Стандарт 5. Реклама	155
Стандарт 6. Плата за продажи (или «полочное пространство»)	156
Стандарт 7. Комиссионные сборы	157
Стандарт 8. Лояльность пайщиков	158
Стандарт 9. Ограничение размера фонда	158
Стандарт 10. Опыт и стабильность управляющих портфелями	160
Стандарт 11. Инсайдеры фонда владеют его паями	160
Стандарт 12. Организация управляющей компании	161
Стандарт 13. Структура совета директоров	162
Стандарт 14. Председатель совета директоров фонда	162
Стандарт 15. Нарушения законодательства	163
Есть ли «лисица в курятнике»?	164
Глава 6	167
Часть I	167
Краткая история первого взаимного индексного фонда: образец долгосрочного инвестирования	167
Профессор, студент и индексный фонд	169
Триумф индексации	174
Основные этапы развития семейства индексных фондов Vanguard (1976–1996 годы)	180
Часть II	186
Нашествие ETF	186
Краткая история ETF	189
Несъедобное кушанье	195
ETF: независимая (и разумная) оценка	198
Будущее индексных фондов	200
Глава 7	201
Введение	201
Часть I	203
Уолтер Морган: гений, основавший Wellington[98]	203
Что скрывается за названием?	204
Часть II	205
О, пионеры!	205
Massachusetts Investors Trust	205
State Street Investment Trust	206
Incorporated Investors	206
Scudder Stevens & Clark Balanced Fund	206

Century Shares Trust	206
Pioneer Fund	207
Чем объясняется преимущество Wellington?	207
Устойчивый долгосрочный рост, прервавшийся лишь однажды	208
Часть III	210
Стратегия и доходность Wellington (1929–2012 годы)	210
Риск и доходность	212
Взлет: устойчивая доходность с последующим падением показателей (1929–1966 годы)	213
Упадок Wellington Fund (1967–1978 годы)	217
Возрождение (1978–2012 годы)	222
«Назад к истокам»	227
Управляющие Wellington делают свою работу	227
Рост активов восстанавливается	228
Часть IV	235
Стратегия + Реализация – Затраты = Превосходная доходность	235
Глава 8	237
Подведение итогов	237
Инвестируйте в индексные фонды широкого рынка	238
Wellington Fund и индексный фонд	239
Неизбежность возврата к среднему	241
Ничто не продолжается вечно: восемь отрезвляющих примеров возврата к среднему	241
Десять простых правил достижения успеха в инвестировании	250
Правило 1. Помните о возврате к среднему	250
Правило 2. Время – ваш друг, импульс – ваш враг	251
Правило 3. Инвестируйте в правильные активы и не продавайте их	252
Правило 4. Имейте реалистичные ожидания: «бублик и пончик»	252
Правило 5. Забудьте об иголке в стоге сена, покупайте стог целиком	256
Правило 6. Сведите к минимуму долю «крупье»	256
Правило 7. Риска избежать невозможно	257
Правило 8. Не продолжайте «последнюю битву»	258
Правило 9. «Еж берет верх над лисой»	258
Правило 10. Не сходите с курса!	258
Благодарности	260
Книги Джона Богла	262
Приложение I	263
Приложение II	265
Приложение III	268
Приложение IV	270
Приложение V	273
Приложение VI	275
Приложение VII	278
Об авторе	280

Джон К. Богл

Инвесторы против спекулянтов. Кто на самом деле управляет фондовым рынком

**The Clash of the Cultures
Investment vs. Speculation**
John Wiley & Sons, Inc.

Издано с разрешения John Wiley & Sons International Rights Inc. и агентства Александра Корженевского

This translation published under license with the original publisher John Wiley & Sons, Inc.

© John C. Bogle, 2012. All Rights Reserved

© Перевод на русский язык, издание на русском языке, оформление. ООО «Манн, Иванов и Фербер», 2014

Все права защищены. Никакая часть электронной версии этой книги не может быть воспроизведена в какой бы то ни было форме и какими бы то ни было средствами, включая размещение в сети Интернет и в корпоративных сетях, для частного и публичного использования без письменного разрешения владельца авторских прав.

Правовую поддержку издательства обеспечивает юридическая фирма «Вегас-Лекс»

© Электронная версия книги подготовлена компанией ЛитРес (www.litres.ru)

* * *

Эту книгу хорошо дополняют:

Баффет – инвесторам

Лаура Риттенхаус

Уоррен Баффет

Элис Шрёдер

Разумное распределение активов

Уильям Бернстайн

Всем тем людям, которые помогли формированию моего характера, моих ценностей и моей карьеры, – моим предшественникам; моим родителям, особенно моей любимой матери, и моим братьям; моей любящей жене Еве и моим детям и внукам; моим педагогам и духовным наставникам; моим одноклассникам и товарищам по колледжу; моим руководителям и учителям в мире финансов; медикам, нередко становившимся моими ангелами-хранителями; искателям правды в ученых кругах; моим коллегам и соратникам в фонде Vanguard; акционерам и владельцам Vanguard, которые почтили меня своим доверием; и моим друзьям, с которыми на разных этапах нас сводила жизнь. «Человек не остров, не просто сам по себе».

Предисловие от партнера издания

Эта книга – предостережение и наказ будущим поколениям инвесторов и финансистов.

Джон Богл, СЕО крупнейшей американской управляющей компании, проживший жизнь в этой индустрии, признает, что философия долгосрочного инвестирования сдает свои позиции, и происходит это при молчаливом согласии тех, кто должен эту философию отстаивать.

С автором можно соглашаться или нет, но нельзя не признать, что Богл во многом прав.

Как так случилось, что следование сиюминутным движениям рынка все чаще признается более успешным, чем тщательно составленный инвестиционный портфель? Как смогла тактика одержать верх над стратегией? Что этому виной: стремительно растущий темп нашей жизни и культура «активной» жизненной позиции? Почему мы считаем неприемлемым просто инвестировать деньги и дать им спокойно расти? Почему мы принципиально не хотим учиться на ошибках других? Ведь хорошо известно, что большинство непрофессиональных инвесторов проигрывают, пытаясь «обогнать» рынок. И почему профессиональные управляющие, которые должны проповедовать долгосрочный инвестиционный подход к деньгам, идут на поводу у спекулянтов и реагируют на малейшие колебания индексов?

Возможно, потому, что понимают, что этого от них ждет клиент, который не простит «бездействия». Или просто это легче, чем убеждать его не принимать поспешных решений. Ведь никогда нет гарантий, что твой подход и твое решение выдержат проверку временем. И главное, каким периодом времени?

Спекулянт выигрывает или проигрывает здесь и сейчас; инвестор же должен верить и ждать, иногда долгие годы.

Джон Богл в своей книге поднимает важнейшие для инвесторов вопросы. Где заканчивается разумное принятие риска и начинается безответственность? Нужно ли делать ставку на активное управление или важнее стратегически правильно выстроить структуру активов?

Я проработал первую половину своей карьеры на фондовом рынке в активной динамичной брокерской компании, а вторую половину – в «инвесторских» управляющих компаниях. И я абсолютно уверен, что каждому конкретному клиенту подходит только одна культура.

Невозможно быть одновременно и спекулянтом, и инвестором; нельзя делать и то и другое всерьез. Вы должны выбрать: страх или жадность. Вы должны выбрать: вы хотите лучше есть или лучше спать? И выбрать что-то одно.

Подумайте, так ли важно вам все время быть «в рынке»? И, что даже важнее, а какой при этом вы получаете результат?

Если вам удастся существенно обыгрывать рынок, примите мои поздравления – вы прирожденный спекулянт, продолжайте этим заниматься. Если же нет, возможно, вам стоит остановиться, доверить свои деньги профессионалам, а самому наслаждаться жизнью.

Так или иначе, прочтите эту книгу! Вложенное время принесет вам огромное удовольствие. А принятие философии долгосрочного инвестирования принесет вам деньги. Это я могу гарантировать.

*Юрий Белонощенко,
генеральный директор «УК УРАЛСИБ»*

Предисловие

«Даже один человек может многое изменить». Это изречение Джек¹ Богл вспоминает время от времени, и в этой книге в том числе. И поскольку он использует его, чтобы по праву оценить достижения одной, даже относительно слабой личности, то этот девиз в полной мере можно отнести и к самому Боглу.

Это человек, чей вклад в американскую финансовую систему заключается не только в прекрасной реализации идеи индексного фонда, но и в удачном воплощении целой философии инвестирования и жизни. Философия эта имеет два неоспоримых преимущества: простота и успех, доказанный на практике.

Будучи знакомым с Боглом несколько десятков лет, я ценю его поистине уникальную способность разговаривать с инвесторами понятным языком, эмоционально и в то же время достаточно жестко. Он очень точно описывает внутренние конфликты, присущие нашим финансовым рынкам. В первую очередь между интересами инвесторов и профессиональных финансистов.

Наличие такого рода конфликтов составляет суть его претензий к взаимным фондам. Многие инвесторы ошибочно полагают, что подобные фонды – надежный и довольно практичный способ получения выгоды от диверсификации при минимальных затратах. На самом же деле (о чем Богл подробно рассказывает в этой и других своих работах) взаимные фонды скорее стремятся извлекать выгоду для самих себя, а не заботиться о благополучии своих инвесторов в долгосрочной перспективе. Некоторые фонды не только устанавливают чрезмерно высокий размер комиссии, но и используют такие стратегии управления портфелем, из-за которых доходность инвесторов в конечном итоге уступает среднерыночному уровню и возникает чрезмерная зависимость результата инвестирования от конкретных акций и отраслей.

В течение многих лет Богл противостоял этой порочной практике, что несколько не удивляет тех, кто знаком с ним. Это человек большой смелости, мудрости и прямооты, никогда не терявший способности идти против общепринятой точки зрения. А в те моменты, когда он оказывался совершенно один, он лишь становился еще сильнее. Джек Богл гениален и убедителен. Его способность проникать в самую суть сложных проблем финансов и рынка – это особый дар.

Ему нравится инвестировать и нравится то, чего можно добиться с помощью инвестирования. Его восхищают удивительные истории, когда корпорации, их владельцы и руководители совместными усилиями стремятся обеспечить акционерам долгосрочную доходность и считают это своим главным приоритетом. Богл – величайший друг свободного рынка, его преданный сторонник. И он не может молчать, когда видит, что финансово-инвестиционная сфера оказывается прибежищем спекуляций и жадности, ведь он прекрасно понимает, сколь высоки ставки.

Книга «Столкновение культур» является определяющей. Она может служить философской и научной базой в деятельности инвесторов любых возрастов. Ее язык обезоруживающе прямой – Богл избегает как словесных излишеств, так и чрезмерного упрощения, подчеркивая тем самым уважительное отношение к инвестору. Он разъясняет разницу между принятием на себя рисков и беспечностью, сопоставляет затраты с доходами и рассказывает, почему индексация работает, а активный менеджмент – обычно нет. Богл пристально изучает истоки формирования рынков до появления корпоративных агентов, а затем и управля-

¹ Прозвище Джона Богла. *Прим. науч. ред.*

ющих инвестициями. Обе эти категории формируют «прослойку двойных агентов», которая не позволяет реальным инвесторам-собственникам осуществлять контроль над активами.

Некоторые эксперты с Уолл-стрит могут не согласиться – в целом или отчасти – с написанным в этой книге. Тем не менее я надеюсь, они ее прочтут. Одна из величайших опасностей, которая может подорвать силы финансового рынка, – это отсутствие личного мнения. Когда регуляторы, эксперты, инвесторы и политики придерживаются одних и тех же взглядов, являются выходцами из одних торговых залов биржи, кивают в ответ на одни и те же общие замечания и ожидают одинаковых результатов, исход ситуации столь же предсказуем, сколь и катастрофичен. Бунтарство Джека Богла – прекрасное средство борьбы с шаблонным мышлением. Нам необходимы такие люди, как он.

В этой книге много «злодеев»: аудиторы, регуляторы, политики, рейтинговые агентства, Комиссия по ценным бумагам и биржам (которую я возглавлял), Федеральная резервная система, аналитики и представители СМИ. От их коллективного и индивидуального зла страдают преимущественно инвесторы.

Богл прав: при любых попытках улучшить финансовые рынки в центре внимания должны быть инвесторы. Вне зависимости от законодательных реформ, рыночной практики и появления новых финансовых продуктов, если интересы инвестора не стоят превыше всех остальных, мы должны спросить себя, какой цели мы служим. Некоторые считают, что нам необходимо еще большее раскрытие информации, однако в результате этого мы не получим более информированного инвестора, а совсем наоборот. Раскрываемая информация, написанная на юридическом сленге и напечатанная мелким шрифтом, для большинства ни о чем не говорит. Мы же пытаемся добиться прозрачности для инвесторов – возможности видеть информацию, понимать ее, взвешивать потенциальные риски и выгоды при выборе тех или иных вариантов инвестирования.

Прозрачность лежит в основе эффективного рыночного регулирования, поскольку усиливает позиции инвестора. К сожалению, большинство попыток увеличить прозрачность встречает противостояние со стороны хорошо финансируемого лобби взаимных фондов и его сторонников. Недавний тому пример – одно из предложений Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC). Оно было направлено на то, чтобы обязать фонды денежного рынка ежедневно рассчитывать рыночную стоимость их активов. Это не только помогло бы инвесторам получать больше информации, но и дало бы управляющим взаимных фондов возможность здраво оценивать ликвидность. Однако сектор вполне предсказуемо не поддержал эту идею.

Представителям отрасли следовало бы прислушаться к замечаниям Джека Богла и других специалистов. Если инвесторы не будут чувствовать, что взаимные фонды защищают их интересы, они уйдут с рынка. И от этого сами рынки серьезно пострадают. Если взаимные фонды хотят оставаться «золотым стандартом» стабильности и защиты инвесторов, они должны задуматься над своими методами работы и провести реформы, призванные эту защиту усилить. Прошло немногим более трех лет² с того момента, как разразился один из крупнейших в истории финансовых кризисов. Он был вызван тем, что игроки принимали на себя чрезмерные риски, использовали заемный капитал, внедряли непрозрачные финансовые продукты в сочетании со слабым регулированием. Управляющие взаимных фондов должны понимать, что в их интересах избежать повторения подобных катастроф. Если же они не осознают этого, то последствия не заставят себя долго ждать. Безусловно, Джек Богл и люди, знающие отрасль изнутри, сделали достаточно для того, чтобы предупредить об опасности.

² На момент написания книги в 2012 году. *Прим. ред.*

Никогда еще высказанная Боглом мысль не звучала столь очевидно: комиссионные и затраты вымывают весь обещанный доход из карманов инвестора. А ведь он вполне мог бы рассчитывать на валовую прибыль от операций на фондовом рынке, но в реальности она существует лишь до тех пор, пока не будут учтены все затраты на финансовых посредников. Если вы превосходите рынок и это приносит вам нулевой доход до вычета затрат, то вы непременно потеряете деньги, как только будут учтены все расходы. Вот почему сведения о таких затратах должны доводиться до сведения инвесторов и в идеале – минимизироваться. Джек Богл, постоянно обращающий внимание на эти моменты, безусловно, не приобрел много друзей на Уолл-стрит, работа которой окутана тайной так называемых финансовых инноваций. Однако Богл не особо заботится об этом и регулярно «подливает масла в огонь». Ведь он знает, что его настоящие друзья ценят в нем главное – его стремление всегда говорить правду.

Джек Богл всю свою жизнь изучал финансовые рынки и активно участвовал в их деятельности. За это время он наблюдал немало случаев использования служебного положения и самообогащения, что позволяет ему выступать не только против отдельных людей, но и против компаний и индустрии в целом. Пожалуй, эти люди и структуры должны быть счастливы, что Джек Богл является экспертом-наблюдателем, а не судьей или присяжным.

Артур Левитт

Об этой книге

В 1951 году, когда я начинал свою карьеру, долгосрочное инвестирование считалось священным для инвестиционного сообщества. В 1974-м, когда я основал Vanguard, это убеждение все еще было живо. Однако за последние несколько десятилетий сама природа финансового сектора в нашей стране изменилась, и не в лучшую сторону. Культура краткосрочных спекуляций быстро распространялась, подменяя собой культуру долгосрочного инвестирования, которая доминировала в предыдущие годы, после Второй мировой войны. Эти две столь разные культуры сосуществовали на рынке капитала на протяжении всей его истории. Но нынешняя модель капитализма утратила сбалансированность в ущерб инвесторам, а значит, и в ущерб всему нашему обществу.

Стратегии, ориентированные на краткосрочные спекуляции, благодаря своей многочисленности вытеснили стратегии долгосрочного инвестирования. Это изменение принесло выгоду инсайдерам финансового сектора, сомнительным образом отнимая у их клиентов доллар за долларом. По правде говоря, столь напряженные отношения между инвестированием и спекуляцией лежат в основе тех огромных трудностей, которые мы испытываем сейчас в «инвестиционной» и «корпоративной» Америке. Трудностей, способных решающим образом определить функционирование наших финансовых рынков и стать угрозой для индивидуальных инвесторов (граждан) с точки зрения их возможностей улучшить личное благосостояние.

В связи с этим я всерьез обеспокоен сегодняшним доминированием на наших финансовых рынках культуры краткосрочных спекуляций над культурой инвестирования. Эта проблема волнует меня как представителя финансового сообщества, как члена инвестиционного сообщества и как гражданина этой страны, наконец. Я называю это изменение «Столкновением культур», а вдохновил меня на подобное название нынешних процессов британский автор Чарльз Сноу. Полвека назад он описал параллельный контраст. В своей книге «Две культуры» (The Two Cultures) Сноу говорил о превалировании научной культуры (точных измерений и количественного определения) над культурой человеческой природы (непрерывным просвещением и рациональным восприятием). Подобным же образом в «Столкновении культур» я сравниваю культуру долгосрочного инвестирования, являющуюся фундаментом для интеллектуала, философа и историка, с культурой краткосрочных спекуляций – инструментом математика, техника и алхимика.

Сопротивляться такому доминированию спекуляции над инвестированием может быть равнозначно тому, чтобы бросить вызов нашему научно ориентированному и технологически усложняющемуся миру. В конце концов, инновации, информация, мгновенный обмен сообщениями и конкуренция принесли немало пользы для общества. Но я вижу, что наша финансовая система стоит особняком и отличается от других деловых и коммерческих систем, существующих в мире.

«Создание ценностей» и «погоня за рентой»

Есть принципиальная разница между тем, что экономисты называют «созданием ценностей» – деятельностью, которая приносит пользу обществу, – и «погоней за рентой», которая не связана с созданием материальных ценностей и ведется за счет общества. Первая делает возможным выпуск новых или улучшенных продуктов и услуг, поставляемых по более эффективным каналам и конкурентным ценам, а вторая – просто обеспечивает передачу экономических требований от одной группы участников к другой. Представьте себе правовую сферу: одна сторона выигрывает суд, а вторая – проигрывает. При этом адвокаты и судебная система получают заработок и уменьшают количество денег, переходящих из рук в руки между сторонами процесса. Правительство действует так же: до перераспределения по статьям расходов налоговые поступления уменьшаются на сумму затрат посредника – бюрократии. Финансовая система является классическим тому примером: инвесторы заключают биржевые сделки друг с другом. Кто-то от этого проигрывает, а кто-то выигрывает. Однако затраты на биржевые операции являются серьезной помехой. Они приводят к тому, что все инвесторы как группа получают чистый убыток от биржевой торговли.

Тем не менее сегодняшняя финансовая система тоже создает ценности: инновации, информацию в режиме реального времени, высокую ликвидность и в определенной степени накопление капитала. Однако технологии не могут устранить расходы на работу самой системы. В то время как затраты на биржевые операции упали, а объемы торгов выросли, общий размер издержек финансовой системы продолжает увеличиваться. Слишком много инноваций состоит на службе Уолл-стрит в ущерб ее клиентам (инвесторам). Когда Полу Волкеру, экс-председателю совета управляющих Федеральной резервной системы и недавнему главе Консультативного совета по восстановлению экономики (создан президентом Обамой), пришлось назвать полезные финансовые инновации последних 25 лет, он смог указать только одну: «Банкомат». (Недавно г-н Волкер сказал мне, что, если бы его спросили о достижениях за последние 40 лет, он бы назвал также создание взаимного индексного фонда в 1975 году как важную и полезную инновацию, которая много лет верой и правдой служила инвесторам.)

60-летняя перспектива

Основная цель, которую я ставил перед собой при написании данной книги, – подать сигнал тревоги в связи с шокирующими изменениями в финансовой культуре, которые я наблюдаю собственными глазами на протяжении всей своей 60-летней карьеры в области финансов. Перемены эти касаются постепенного, но неуклонного распространения современной культуры спекуляции (характеризуется бурной активностью на финансовых рынках), появлением сложных экзотических финансовых инструментов и ростом количества сделок с деривативами, а не с самими ценными бумагами. Эти черты характеризуют современную финансовую систему, полную корысти и жадности. Рано или поздно мы столкнемся (если уже не столкнулись) с чрезвычайно пагубными последствиями всего этого для инвесторов, общества и государства.

Эта доминирующая сегодня культура краткосрочных спекуляций глубоко вторглась в традиционную культуру долгосрочного инвестирования, знакомую мне с момента старта моей карьеры в 1951 году. Фактически этой темой я занялся в начале 1950 года, когда приступил к изучению индустрии взаимных фондов для моей диссертации в Принстоне. Прежде всего я прочел отчет Комиссии по ценным бумагам и биржам США перед палатой представителей. Отчет был составлен на 1059 страницах в четырех томах. В нем была представлена хроника событий, предшествовавших принятию закона об инвестиционных компаниях 1940 года. Этот нормативный акт стал ответом законодателей на схожие (как оказалось) нарушения в инвестиционной сфере в 1920-х, а также на кризис, последовавший в 1930-х. Если история и не *повторилась* во время последнего кризиса, то, перефразируя известное выражение Марка Твена, она *рифмовалась* с этими событиями.

В середине лета 2011 года, начав работу над рукописью этой книги, я достаточно быстро осознал, что я был не только свидетелем последних шести десятилетий финансовой истории. Фактически я оказался одним из самых активных ее участников. Как стало понятно, я находился в таком положении, что мог реально влиять на многие важные проблемы, входившие в сферу моих интересов на протяжении моей долгой карьеры. Поэтому я пишу эту книгу, основываясь на собственном восприятии истории, а не на рассказах других людей, которые были всего лишь наблюдателями. «Столкновение культур» не является еще одной книгой о финансовом кризисе 2007 года. Она представляет собой анализ бурных изменений, произошедших в течение долгого периода истории делового и финансового сектора в нашей стране и в мире, в контексте капитализма свободного рынка и накопления капитала.

Общая картина

Глава 1 начинается с идей, ставших кульминацией моего очерка «Столкновение культур», написанного для издания «Журнал портфельного менеджмента» (Journal of Portfolio Management) весной 2011 года. Эта работа была создана на основе моей лекции в Музее финансов США на Уолл-стрит, прочитанной несколькими месяцами ранее. В очерке в основном рассказывалось о том, как культура краткосрочных спекуляций стала доминировать над культурой долгосрочного инвестирования. Один пример: в последние несколько лет ежегодный объем торгов акциями – затраты на операции с которыми неизбежно приносят потери для трейдера – составлял в среднем 33 трлн долларов. При этом сделки, ориентированные на формирование капитала (то есть направление инвестиционного капитала на высокие цели, такие как новые производства и технологии, медицинские исследования, современные механизмы и оборудование для существующих предприятий), в среднем оценивались примерно в 250 млрд долларов. Иначе говоря, спекулятивные сделки составили около 99,2 % сделок на нашем рынке акционерного капитала, тогда как на сделки, направленные на формирование капитала, приходилось лишь 0,8 %.

Глава 2 описывает то, что я считаю двойственной причиной различных провалов капитализма, свидетелем которых я был, – «Общество двойных агентов». В этом обществе руководители (агенты) крупных корпораций действуют в симбиозе с руководителями (агентами) крупных инвестиционных организаций. Между ними существует «счастливый тайный сговор», чтобы иметь возможность использовать кратковременные колебания биржевых курсов, а не создавать долгосрочную внутреннюю стоимость компаний. В такой системе двойных агентов ни руководители (агенты) корпораций, ни руководители (агенты) инвестиционных компаний не смогли устоять перед соблазном, и в первую очередь они обеспечили соблюдение собственных интересов.

Увы, как я рассказываю в этой главе, так называемые стражи рынка – суды, Конгресс, надзорные органы, аудиторы, рейтинговые агентства, аналитики по ценным бумагам, управляющие капиталом, руководители корпораций и даже акционеры – в массе своей не исполняют своих обязательств и не сигнализируют о том, что происходит буквально на их глазах. Рискованные «инновационные» ценные бумаги, финансовые махинации со стороны некоторых наших крупных корпораций, санкционирование Конгрессом предоставления неограниченных ипотечных займов покупателям жилой недвижимости, не отвечающим необходимым требованиям, – все это лишь некоторые из многочисленных примеров.

Глава 3, озаглавленная «Молчание фондов», рассматривает неспособность наших управляющих институциональным капиталом (управляющих взаимными фондами и аффилированными с ними пенсионными фондами, которые вместе управляют львиной долей пенсионных накоплений нашей страны) взять на себя ответственность и исполнять их права и обязанности по управлению в интересах вкладчиков фондов и бенефициаров пенсионных планов, во благо которых они обязаны работать. В качестве примера, дабы проиллюстрировать несостоятельность людей, управляющих чужими денежными средствами, я рассказываю о двух нерешенных проблемах: повсеместной распространенности неоправданно высоких гонораров управленческому персоналу и финансировании корпорациями политических партий. Для этих управляющих настало время встать и начать заботиться в первую очередь об интересах своих клиентов.

Взаимные фонды

Переходя от общего к частному, в главе 4 я описываю изменение в культуре самой индустрии взаимных фондов, которые находились в центре внимания во время всей моей деятельности в течение последних 60 лет. За этот долгий срок активы фондов выросли почти в 5000 раз: с 2,5 млрд до 12 трлн долларов. *Профессия*, некогда нацеленная на инвестирование, превратилась в *бизнес*, ориентированный на маркетинг. Безусловно, подобный рост неизбежно приводит к переменам. Но такая непродуктивная форма изменений была обусловлена радикальной трансформацией отраслевой культуры, переходом от частного владения к владению преимущественно коллективному при почти всеобщем контроле над компаниями, управляющими фондами со стороны финансовых конгломератов. Для участников фондов это изменение стало трагическим.

Создание Vanguard и его истинно коллективная структура (собственниками фондов являются инвесторы) – до сих пор единственный контрпример в сложившейся картине. Я поясню, почему такая структура настолько хорошо работает и почему она в конечном итоге должна стать доминирующей в секторе. Чтобы вернуть некогда прекрасную отрасль к ее корням, в этой главе я предлагаю внести некоторые изменения и восстановить то, что было разрушено. Таким изменением должно стать определение федерального стандарта фидуциарной ответственности, который поставит на первое место интересы пайщиков фонда.

Сегодня все мы знаем, в чем состоит фидуциарная ответственность управляющего капиталом: *ставить интересы инвесторов (принципалов), формирующих капитал компании, выше интересов менеджеров (агентов), инвестирующих этот капитал*. Зачастую может быть трудно на интуитивном уровне оценить исполнение фидуциарных обязательств. Глава 5 поможет инвесторам во взаимные фонды определить качество работы управляющих фондами по 15 различным показателям. Эта глава может быть спорной, поскольку в ней я выразил свою оценку (возможно, небезупречную и субъективную) того, что я называю «Показателем руководства», для Vanguard и для трех других компаний, управляющих фондами.

Индексный фонд

В 1975 году я создал первый взаимный индексный фонд, известный на сегодняшний день как Vanguard 500. Тогда, как и теперь, я считал его эталоном долгосрочного инвестирования. Он включает в себя полностью диверсифицированный портфель акций американских компаний, обладает высокой налоговой эффективностью и самыми низкими затратами. Он создан, чтобы продержаться «вечно». Сегодня это крупнейший в мире взаимный фонд акций. В главе 6 представлена хроника создания фонда, рассказано о его преимуществах с точки зрения инвестирования, его минимальных издержках и истории достижения им прекрасных показателей эффективности работы. Именно эти показатели лежат в основе роста индексных фондов, в результате чего на сегодняшний день они занимают лидирующее положение в индустрии взаимных фондов, управляя 28 % от общей стоимости активов всех фондов акций.

Однако на пути индексных фондов к доминированию на рынке произошло нечто удивительное. В начале 1990 года был создан новый вид взаимного индексного фонда – фонд, торгуемый в течение всей торговой сессии в режиме реального времени. По сути своей биржевой фонд (exchange-traded fund – ETF) упрощает для инвесторов задачу совершения краткосрочных операций. И не только с индексом S&P 500, эталоном первого ETF, а с огромным числом так называемых индексов (в количестве 1056 (!)), иногда навязчиво разрекламированных и несущих риски, связанные с большим кредитным плечом. Эта особенность биржевых фондов резко контрастирует с традиционными индексными фондами (traditional index fund – TIF), которые я много лет назад разработал для долгосрочных инвесторов. Во второй части этой главы я выражаю свой взгляд на проявления этого поразительного изменения в культуре формирования индексов. ETF в XXI веке, несомненно, являются величайшей маркетинговой идеей в области финансов. Время покажет, окажется ли эта идея гениальной для инвесторов или будет просто приемлемой. (Стоит отметить, что активы ETF на сегодняшний день превышают активы TIF.)

Фонд Wellington Fund

В качестве примера изменений в культуре я рассказываю, испытывая одновременно некоторое смущение и гордость, историю одного из старейших, достойнейших и очень успешных на сегодняшний день взаимных фондов. В главе 7 речь идет о Wellington Fund, с которым я знаком не понаслышке. Придя в этот фонд по окончании колледжа в 1951 году, я остаюсь с ним до сих пор: сначала как сотрудник, затем как руководитель, потом как исполнительный вице-президент и, наконец, с 1999 года как обладатель «почетного статуса». С момента своего основания в 1928 году фонд Wellington Fund неуклонно поддерживал на высоком уровне культуру долгосрочного инвестирования («полная инвестиционная программа в одной ценной бумаге»). Но с приходом в 1966 году нового руководства мы уступили новой культуре спекуляции, нашедшей свое отражение в так называемой динамичной эпохе фондового рынка³. Признаю, что столь глупое изменение было отчасти и моей виной. Хотя в своем гневном обращении, направленном портфельным управляющим фонда (когда рынок достиг пика в 1972 году), я выступил против него.

Перегретый фондовый рынок того времени, безусловно, вскоре должен был рухнуть. В результате активы фонда сократились почти на 80 %, но благодаря моему давнему другу и наставнику Уолтеру Моргану (основателю Wellington) фонд сумел восстановить свою традиционную культуру и заслуженную репутацию. В обращении 1978 года я описал, каким образом следует действовать, и при поддержке совета директоров смог вернуть фонд к культуре долгосрочного инвестирования. Я предложил новую стратегию и даже привел пример возможного портфеля акций. Советник фонда согласился с изменениями, и они были прекрасно реализованы (в данной главе приводятся выдержки из обращений 1972 и 1978 годов).

Для читателей «Столкновения культур» я нашел однозначное подтверждение тому, что краткосрочные спекуляции могут привести к провалу, а долгосрочное инвестирование – к успеху. За время моей карьеры я оказывался «по обе стороны баррикад», и история Wellington Fund тому пример. В 1966 году я допустил большую ошибку, поддавшись волне страстей, захлестнувшей рынок. Я заплатил за это огромную цену, лишившись работы, и в своей новой роли в компании Vanguard получил удивительную возможность исправить то, что помог разрушить. Последовавшее за этим возрождение фонда Wellington Fund стало для меня одной из самых больших радостей за мою долгую карьеру.

³ На английском языке этот период называют «Go-Go Years». *Прим. ред.*

«Человек на арене»

Эта книга начиналась как исторический трактат, написанный заинтересованным наблюдателем. Но затем она по большей части превратилась в личные мемуары активного участника мира финансов. Множество забавных случаев, рассказанных на этих страницах, напоминают мне о ни с чем не сравнимом удовольствии, которое я испытывал от своей работы. У меня есть возможность еще раз задуматься о проблемах, с которыми я сталкивался, и (несмотря на некоторые слабости и допущенные ошибки) о той силе и решимости, с которыми я подходил к выполнению поставленной перед собой задачи – созданию лучшего мира для инвесторов. И я горжусь одержанными победами, признавая при этом, что зачастую они рождались в результате моих многочисленных поражений.

В связи с этим не могу не вспомнить «человека на арене», которого президент Теодор Рузвельт описал словами, ставшими впоследствии классикой:

Нет, не критик, который все просчитывает, не человек, указывающий, где сильный споткнулся или где занятый делом мог бы справиться с ним лучше, – уважения достоин тот, кто сам находится на арене. Чье лицо в пыли, поте и крови, кто храбро борется, искренне заблуждается, допускает промахи и ошибки, поскольку без них невозможно добиться результата. Это человек, который знает, что такое великий энтузиазм и сильнейшая привязанность, и тратит все свои силы на достойное дело. И если ему повезет, то он достигает высочайшего триумфа, а если нет и он проиграет, то по крайней мере после великих дерзаний, а потому его место никогда не будет рядом с теми робкими душами, которым не ведомы ни сладость побед, ни горечь поражений.

Безусловно, мое наследие будет подвергнуто суду. Но я признаюсь, что меня не беспокоит, как оценят его другие. Да, я совершал промахи и допустил немало ошибок. Если же в конечном итоге меня сочтут проигравшим, то я буду считать, что проиграл, несмотря на свой огромный энтузиазм. Несмотря на свои достижения в реализации важнейших для меня идей: создания структуры *взаимного* фонда, стремления к максимальному снижению затрат, формирования взаимных индексных фондов, отказа от комиссии при продаже паев и утверждения новой структуры фондов облигаций. Все эти победы бесспорны, даже если не учитывать общественную значимость моего служения гражданам своей страны и инвесторам «наиболее экономичным, эффективным и честным образом», как я написал в своей диссертации в Принстонском университете более 60 лет тому назад. Еще слишком рано оценивать все это, и пусть судьей для меня станет сама история.

Некоторые советы инвесторам

Да, я жил в эпоху, когда проявились многие слабости капитализма, при этом необходимость в построении лучшего мира для инвесторов еще остается насущной. Если мы не предпримем серьезных реформ нашей финансовой системы, проблемы только усугубятся. Поэтому я делаю свои выводы с надеждой на то, что мой взгляд на перспективы капитализма в США (в частности, на сегодняшнее доминирование краткосрочных спекуляций над долгосрочным инвестированием в культуре финансов) будет полезен для вас. А именно повысит гражданскую сознательность, поможет стать более знающими инвесторами и позволит добиться успеха в аккумуляции активов, чтобы обеспечить себе более безопасное финансовое будущее.

И даже отчаяние, вызванное сегодняшней новой финансовой культурой, не должно и *не может* останавливать вас от участия в инвестировании. Во-первых, потому, что *не* инвестировать – верный способ гарантировать, что в конечном итоге у вас не будет ничего. Во-вторых, за пределами безумного мира краткосрочных спекуляций остаются разумные пути долгосрочного инвестирования, позволяющие вам получать свою долю в доходах, заработанных нашими публичными корпорациями.

Читатели, проявившие твердость воли и дочитавшие до конца мою историю, полную различных идей и забавных случаев из жизни, как мне кажется, заслуживают скромного вознаграждения. В последней главе книги я привожу несколько правил (всего 10), которые помогут тем из вас, кто занимается долгосрочным инвестированием, достичь своих финансовых целей. Самым важным из них является первое правило: извечный закон возврата, или реверсии к среднему (*reversion to the mean* – RTM) на финансовом рынке. Большинство из нас думает, что можно угадать завтрашних лидеров среди фондов, опираясь на показатели вчерашних победителей. Но я привожу восемь примеров того, как крупнейшие структуры, которые когда-то возглавляли индустрию взаимных фондов, в какой-то момент дрогнули и даже исчезли с лица земли. (Тот же принцип RTM наблюдается и в отношении доходности фондового рынка в целом, а также доходности наших публичных компаний за последние 100 лет.) Единственный совет, который я могу дать в отношении спекулятивных операций: остановитесь! Вне зависимости от того, соглашаетесь ли вы с темой «Столкновения культур» и с необходимостью поиска лучшей финансовой системы, чем та, которая имеется у нас сегодня, удовлетворены ли вы состоянием капитализма в США или нет, *вы должны инвестировать*. Когда-нибудь мы восстановим нашу разрушенную корпоративную и финансовую систему. Ведь, в конце концов, «вы всегда можете рассчитывать на то, что американцы сделают правильно, – отмечал Черчилль, – после того как перепробуют все остальные варианты». Поэтому моя последняя глава содержит несколько рекомендаций, которые помогут вам проложить свой путь сквозь дебри нынешней финансовой системы. Мой вывод прост: «Не сходите с курса!»

Если мои выводы не противоречат вашему здравому смыслу и мудрости, пожалуйста, последуйте моему совету, чтобы пережить надвигающуюся эпоху резких взлетов и падений, когда утрата этических ценностей и жадность, обогащающие инсайдеров и снижающие доходы инвесторов, постепенно сойдут на нет. Становитесь в ряды инвесторов, которые выживут, боритесь с проблемами, с которыми столкнется наше общество, и служите нашей великой нации еще многие годы. Продолжайте, несмотря ни на что!

Глава 1

Столкновение культур

*Если предприятие превращается в пузырь в водовороте спекуляции..., [а] фондовый рынок перенимает манеры казино, работа [капитализма], вероятнее всего, будет выполнена плохо.
Джон Мейнард Кейнс*

На протяжении всей своей долгой карьеры я наблюдал, как традиционная разумная культура долгосрочного инвестирования вытесняется новой агрессивной культурой краткосрочных спекуляций.

Однако мой личный опыт, о котором я рассказывал во введении к этой книге, требует более глубокого анализа – более широкого кругозора, исторических данных и доказательной базы – не только из-за проблем, вызванных такими изменениями, но и в связи с рекомендациями по исправлению национальной финансовой системы. Именно на эти темы я бы хотел поговорить в этой главе.

Давайте начнем с изучения последствий изменений в нашей системе финансов. В мире физическом научные методы успешно применяются для выявления причин и следствий, что помогает нам предсказывать и контролировать поведение окружающей среды. Эти успехи подкрепили идею о том, что научные методы могут продуктивно применяться ко всем областям человеческой деятельности, в том числе к инвестированию. *Но инвестирование – это не наука.* Эта деятельность человека сочетает в себе эмоциональный и рациональный компоненты поведения.

Финансовые рынки слишком сложны, чтобы можно было с легкостью изолировать одну переменную аналогично тому, как это происходит во время научного эксперимента. Наш опыт говорит об абсолютном отсутствии доказательств того, что можно достичь неизменной точности в прогнозировании краткосрочных колебаний курса акций. Цены обыкновенных акций изменчивы и иллюзорны. Это происходит потому, что сами они являются *производными* (только задумайтесь!) от прибыли, создаваемой нашими публичными компаниями и получаемой от эффективного инвестирования в материальные ценности и человеческий капитал.

Разумные инвесторы стараются разделить свои эмоции (надежду, страх и жадность) и свою веру в разум, а затем ожидают, что мудрость в долгосрочной перспективе возобладает над всем остальным. Надежда, страх и жадность шагают рука об руку с неустойчивостью рынка, исходя из краткосрочных ожиданий, тогда как вера в разум присуща реальному рынку долгосрочной внутренней стоимости. В этом отношении долгосрочные инвесторы должны быть скорее философами, а не «технарями». Эта разница свидетельствует об одном из величайших парадоксов сегодняшнего финансового сектора экономики США. При всей очевидности того, что стратегия неизменного следования одним курсом гораздо эффективнее, чем тактика отслеживания динамики рынка или постоянная замена одних акций (или взаимных фондов) другими, современные информационные и коммуникационные технологии, предлагаемые финансовыми организациями, чрезвычайно упрощают для клиентов и собственников частое изменение структуры портфеля активов.

Становление спекуляции

Масштаб распространения спекуляции – именно это слово я выбрал для обозначения краткосрочных операций с любыми финансовыми инструментами – можно легко измерить. Давайте начнем с акций и их годовой оборачиваемости (определяется как торговый оборот по ним по отношению к общей капитализации рынка). Когда я пришел в этот бизнес сразу после колледжа в 1951-м, годовая оборачиваемость акций компаний США составляла около 15 %. В течение следующих 15 лет оборачиваемость достигла 35 %. К концу 1990-х она постепенно добралась до отметки в 100 %, а в 2005 году составила уже 150 %. В 2008-м годовая оборачиваемость акций взлетела до рекордного уровня в 280 %, а затем несколько снизилась до 250 % в 2011 году.

На секунду задумайтесь о суммах, стоящих за этими показателями. Когда я начинал работать в этой сфере 60 лет назад, объем торговли акциями в среднем был около 2 млн акций в день. В последние годы ежедневный торговый оборот оказался уже порядка 8,5 млрд акций (что в 4250 раз больше). Таким образом за год это более 2 трлн акций, что в абсолютном выражении, по моим подсчетам, составляет около 33 трлн долларов. Эта величина, в свою очередь, равна 220 % от общей капитализации фондового рынка в США, оцениваемой в 15 трлн долларов. Конечно, некоторые сделки купли-продажи проводятся долгосрочными инвесторами. Но если внимательнее посмотреть на тех, кого считают долгосрочными инвесторами, то мы с вами поймем, что очень немногие из них действительно заслуживают такого статуса. В индустрии взаимных фондов, например, годовая оборачиваемость портфеля рядового активно управляемого фонда⁴ акций составляет почти 100 %. При этом оборачиваемость по отдельным группам инструментов варьируется от 25 % до невероятной величины в 230 %. (В индексных фондах оборачиваемость акций составляет около 7 %.)

⁴ Active managed fund – активно управляемый фонд, или фонд активного управления. *Прим. науч. ред.*

Высокочастотный трейдинг

Оборачиваемость современного фондового рынка отражает огромные торговые обороты, проходящие через основных маркет-мейкеров – HFT-трейдеров (high-frequency traders). На них приходится, по разным оценкам, около 50 % от общего объема торгов на рынке. Справедливости ради отметим, что такие трейдеры всегда готовы обеспечить ликвидность участникам рынка. Эта ценная услуга предоставляется за мизерную плату в пересчете на акцию, а период владения бумагами может составлять всего 16 секунд. Да-да, 16 секунд, и эта комплексная рыночная система породила неравноправие при исполнении биржевых заявок, что требует реагирования со стороны регуляторов. Огромный спрос на высокочастотную торговлю определяют не только мелкие биржевые спекулянты (игроки, процветающие или надеющиеся преуспеть за счет того, что ставят против букмекеров), но и другие самые разные участники торгов. К ним относятся долгосрочные инвесторы, ценящие ликвидность и эффективность высокочастотной торговли, а также управляющие хедж-фондами, мгновенно улавливающие даже крайне быструю недооцененность акций. Данный аспект «открытия цены» – а именно статистический арбитраж, часто основанный на сложных алгоритмах, – повышает эффективность рынка, что, безусловно, является целью краткосрочного трейдинга и приносит при этом пользу долгосрочным инвесторам.

Да, высокочастотная торговля способствовала повышению эффективности ценообразования на фондовом рынке, а также позволила снизить себестоимость биржевых операций до невообразимого уровня. Но эти победы часто достигались за счет осторожных инвесторов и привели к появлению на рынке рисков манипулирования ценами со стороны инсайдеров, располагавших сведениями о предстоящих заявках. Еще неясно, чего в действительности больше в высокочастотной торговле – хорошего или плохого. Несмотря на заявления о том, что любая подобная экзотическая ликвидность является благом, можно спросить себя: а какая ликвидность на самом деле необходима и какой ценой? Перефразируя высказывание Сэмюэля Джонсона о патриотизме, я спрашиваю: не стала ли ликвидность «последним прибежищем негодяя»? Есть еще один вопрос: не свернут ли HFT-трейдеры свои операции при возникновении паники на рынке, нанося вред ликвидности именно в тот момент, когда она будет особенно необходима?

Существенный рост количества заключаемых на рынке сделок, основной движущей силой которого на сегодняшний день является высокочастотная торговля, породил несколько значимых аномалий. Возросли и объемы торгов индексными фондами: в настоящее время объем торгов биржевыми фондами составляет 35 % от общего торгового оборота акциями компаний США. Такие объемы торгов увеличили системные риски в торговле акциями, повысили перекрестную волатильность и привели к более тесной корреляции между акциями и повышением риска торговли акциями (более высоким коэффициентом бета)⁵. Следовательно, те преимущества от очевидного улучшения ликвидности и «открытия цены», к которым привела невероятная оборачиваемость акций, должны оцениваться с учетом указанных негативных факторов. Не забывайте: «не все то золото, что блестит».

⁵ Rodney N. Sullivan and James X. Xiong, «How Index Trading Increases Market Vulnerability»; см. сноску [97]. *Прим. авт. здесь и далее, если не указано иное.*

Миссия не удалась

Давайте сравним объемы торгов акциями на *вторичном* рынке, которые составляют несколько триллионов долларов в год, с активностью на *первичном* рынке. Если вторичный рынок можно критиковать за широкое распространение спекуляции, то первичный рынок, по крайней мере в теории, являет собой суть капитализма. Привлечение нового капитала для бизнеса (назовем это формированием капитала) – общепринятая экономическая миссия Уолл-стрит. Данная миссия предполагает направление инвестиционного капитала в самые многообещающие отрасли и компании. Это касается как уже существующих компаний, которые хотят поставлять на рынок лучшие товары и услуги для потребителей и других компаний по более низким ценам, так и нового бизнеса, нацеленного добиваться того же самого, только «с нуля». Все экономисты-теоретики почти в один голос говорят о том, что эта функция лежит в основе нашей финансовой системы. При этом важность Уолл-стрит для стимулирования формирования капитала подтверждается и противниками системы, и основными участниками рынка, и властями.

- Среди руководителей инвестиционных банков – CEO⁶ компании Goldman Sachs Ллойд Бланкфейн. Он много работал над тем, чтобы подчеркнуть общественную пользу от формирования капитала. И хотя его заявление о том, что они вершат великие дела, было всего лишь брошенной невзначай шуткой, он подметил абсолютно правильную вещь: финансовый сектор «помогает компаниям привлекать капитал, производить материальные ценности и создавать новые рабочие места».

- Из числа критиков можно послушать обозревателя The New York Times Джесси Айзингера: «Финансовый сектор сильно отклонился от своей роли посредника между компаниями, которые хотят привлечь капитал, чтобы продавать людям необходимые им товары. Он превратился в механизм для самообогащения, обманывающий клиентов и увеличивающий неравенство в доходах. И когда эта машина сойдет с рельсов, она разорит всех нас».

- Чтобы услышать независимое мнение, вспомним слова Мэри Шапиро, председателя Комиссии по ценным бумагам и биржам: «В конце концов, если рынки не служат своей истинной цели, то есть не являются тем местом, где компании могут получить капитал для создания рабочих мест, строительства заводов, производства товаров, если рынки работают нерационально с точки зрения инвесторов, желающих направить свой капитал на эти цели, то в чем смысл существования рынков?»

Каковы же фактические масштабы деятельности по формированию капитала? Давайте начнем с акций. Общий объем IPO (первичных публичных размещений акций на фондовом рынке), посредством которых молодые компании получают необходимый капитал, в течение последних пяти лет составлял в среднем 45 млрд долларов в год. Вторичное размещение, позволяющее привлечь дополнительный акционерный капитал, в среднем давало около 205 млрд долларов. Суммарно объем эмиссии акций оценивался примерно в 250 млрд долларов. Годовой торговый оборот по акциям за тот же период составлял в среднем 33 *трлн* долларов, что в 130 *раз* больше величины капитала, привлеченного компаниями. Иными словами, 99,2 % от того, чем занимается наша финансовая система, – это торговля на бирже, тогда как на формирование капитала приходится лишь 0,8 %. *Это* существенный дисбаланс! Та миссия, которая почти повсеместно считалась основной задачей Уолл-стрит, была провалена.

⁶ CEO (Chief Executive Officer) – главный исполнительный директор, высшее должностное лицо компании; должность, схожая с должностью генерального директора, принятой в России. *Прим. науч. ред.*

Еще одной экономической задачей финансового сектора является эмиссия корпоративных облигаций. За последнее десятилетие предложение новых корпоративных облигаций составляло в среднем около 1,7 трлн долларов в год. При этом 1 трлн из этой суммы приходится на ныне практически исчезнувший сектор облигаций, обеспеченных активами или залоговыми. Слишком часто в основе этих ценных бумаг лежали мошеннические схемы кредитования и дутые показатели, которые с готовностью принимались нашими рейтинговыми агентствами. Они примкнули к этому преступному сговору и с легкостью присваивали рейтинги AAA облигациям, которые резко упали во время последнего кризиса, потянув за собой и сами рейтинги. Я отнюдь не уверен в том, что столь мощный натиск ипотечных облигаций был своего рода данью «священной корове» формирования капитала.

Фьючерсы и деривативы

Эта гигантская волна спекуляции на финансовых рынках не ограничилась отдельными акциями. Объемы сделок с деривативами, цена которых является производной от цены бумаг, лежащих в их основе, также резко выросли. Например, в 2011 году общий объем сделок с фьючерсами на S&P 500 составил свыше 60 трлн долларов (!), что в 5 раз больше совокупной рыночной капитализации индекса S&P 500, которая составила 12,5 трлн долларов. А ведь еще есть кредитно-дефолтные свопы, которые по сути являются ставками на то, исполнит ли компания свои обязательства по уплате процентов по облигациям. Условная стоимость только кредитно-дефолтных свопов достигла 33 трлн долларов. Добавьте еще и массу других производных финансовых инструментов, условная стоимость которых в начале 2012 года составляла невообразимую сумму в 708 трлн долларов. По сравнению с этим, если уж на то пошло, совокупная капитализация мирового рынка акций и облигаций составляла около 150 трлн долларов (то есть менее четверти). И это великая финансовая система... или что?

Основная масса торговых операций с деривативами, в том числе с фьючерсами на фондовые индексы, кредитно-дефолтными свопами и товарами, связана с уходом от рисков и хеджированием. Однако значительная их доля (возможно, половина или около того) связана с биржевым азартом, спекуляцией – еще одним компонентом «круговорота сегодняшней биржевой активности». Большая часть спекулятивных операций, образно выражаясь, построена на песке, и вряд ли ее стоит оценивать как прочную основу нашего финансового благополучия. Рано или поздно спекуляции будут играть значительно более скромную роль на нашем финансовом рынке, как это и должно быть. Об этом говорит нам опыт великих спекулятивных маний прошлого, таких как «Тюльпаномания» или «пузырь Компании Южных морей». Не знаю, когда и как, но однажды сообщество инвесторов придет к осознанию саморазрушительной природы спекуляции, будь то Уолл-стрит или казино.

Вряд ли я единственный автор, который, будучи погруженным в работу над своей рукописью, чувствует особое воодушевление, когда видит в известной газете материал, подтверждающий (по крайней мере для самого автора) изложенные в его книге идеи, пусть и спорные. Именно это чувство я испытал, прочитав статью в *The Economist* 3 марта 2012 года. Как вы сможете убедиться, почти все мысли, озвученные в этой публикации и приведенные мной в блоке 1.1, соответствуют выводам, излагаемым в следующих главах.

Блок 1.1

Говорит лондонский *The Economist*

«Надувательство – фондовый рынок не соответствует своим целям», Баттонвуд⁷

«Основная экономическая функция фондового рынка двойственна. Во-первых, лица, имеющие сбережения, могут участвовать в обеспечении

⁷ Колонка в журнале *The Economist*, названная по имени Баттонвудского соглашения (Buttonwood Agreement), заключенного в 1792 году между 24 фондовыми брокерами под платаном (buttonwood) на Уолл-стрит, что привело к образованию биржи NYSE. *Прим. науч. ред.*

экономического роста страны, увязывая размещенные ими средства с прибылью компаний. Во-вторых, фондовый рынок должен способствовать эффективному распределению капиталов. Эти долгосрочные цели не имеют ничего общего с ежедневными колебаниями рынка. Проблема заключается в том, что нормативно-правовая база в значительной степени была переориентирована на стимулирование ликвидности и биржевой активности, а не на поддержку долгосрочного владения активами. В результате этого наблюдается чрезмерная ориентированность на краткосрочные цели.

И что еще хуже: частое составление отчетов заставило руководителей сосредоточиться на “улучшении показателей” в ущерб долгосрочному планированию. Показатели эффективности работы, такие как прибыль на акцию или рентабельность капитала, могут привести к совершению более рискованных операций.

Так почему акционеры не исправляют этот дисбаланс? (Потому что) большая часть акций уже не принадлежит частным инвесторам. Эти акции находятся в руках профессиональных управляющих фондами. Эти управляющие, в свою очередь, назначаются с учетом результатов, достигнутых ими в течение короткого срока, а также исходя из эффективности их работы по сравнению с фондовыми индексами.

Если говорить кратко, сегодняшняя структура рынка не отвечает его целевому назначению. И как исправить эту ситуацию – неизвестно, и “серебряной пули” для этого не существует, конечно. Но выгоды для долгосрочных инвесторов, такие как налоговые льготы или лучшие права голоса, могут отчасти стать ответом на этот вопрос. Более разумные правила в отношении выплаты вознаграждения управленческому персоналу также не повредят. Прежде всего, эти меры позволяют вспомнить о том, что фондовый рынок служит более масштабным целям и не должен быть лишь хитроумной версией Национальной лотереи (National Lottery)».

Казино на Уолл-стрит

В 1999 году я написал для The New York Times статью «Казино на Уолл-стрит». В ней я обращал внимание на отрицательное воздействие «лихорадочной биржевой торговли акциями». В то время объем торгов за день составлял в среднем 1,5 млрд акций – незначительный по сегодняшним меркам показатель. В 2010 году The Times еще раз обратилась к этой проблеме, опубликовав передовицу с практически тем же заголовком «Казино Уолл-стрит». В ней говорилось о том, что уровень спекуляций, и ранее искажавших работу наших рынков и сослуживших плохую службу инвесторам, еще более существенно вырос.

Чтобы осознать, почему спекуляция истощает ресурсы инвесторов как группы, надо понять специфику рынка, для которого присуще повторение одного и того же сценария. Как группа инвесторы неизменно *получают* валовой доход (скажем, на фондовом рынке), но только если не учитывать затраты на услуги финансовых посредников. Если игра на бирже дала нулевой результат *до* вычета затрат, то *после* их вычета станет очевидно, что она была убыточной. Как часто мы забываем об этих «незыблемых правилах простой арифметики» (выражение, использованное бывшим судьей Верховного суда США Луисом Брандэйсом сто лет назад), когда мы играем на фондовом рынке друг против друга, день за днем – и неизбежно безрезультатно.

С течением времени такие затраты становятся просто огромными. Однако и сегодня далеко не все инвесторы понимают значение этой простой арифметики и отказываются от существенной доли долгосрочной доходности, которую можно получить на нашем фондовом рынке. Даже если затраты на операции на финансовом рынке – комиссии по сделкам, гонорары советников по инвестициям, комиссионные сборы брокеров и административные расходы – составляют в целом не более 2 % в год, в долгосрочной перспективе эта сумма будет астрономической. Считайте сами: за всю предстоящую (скажем, 60-летнюю) карьеру в инвестиционном бизнесе начинающий инвестор, рыночная доходность инвестиций которого первоначально составляет 7 %, может заработать 5600 %. Но с учетом затрат доходность его инвестиций снизится до 5 %, а прирост капитала за эти годы – до 1700 %, то есть составит менее одной трети от первоначального показателя.

Реалии инвестиционного бизнеса таковы, что мы – инвесторы как группа – не получаем того, за что платим, то есть дохода от компаний, в которых мы участвуем. Но при этом мы получаем то, за что мы *не* платили. Поэтому, как ни странно, чем меньше мы платим как группа, тем больше мы получаем. А если мы не платим ничего (или почти ничего, как в случае с индексными фондами, инвестирующими в акции), мы получаем всё, то есть рыночную доходность. И эту математику на рынке обойти невозможно. Эта финансовая математика во многом повторяет математическую модель работы казино, лежащую в основе функционирования индустрии азартных игр. Везение тех, кто выигрывает, сбалансировано за счет невезения проигравших. При этом, несмотря на выигрыш или проигрыш участников, крупье берет установленный заведением процент с каждой ставки. Так работают не только казино в Лас-Вегасе, Фоксвудсе или Атлантик-Сити, но и вездесущие национальные лотереи (например, Mega Millions и Powerball) с той лишь разницей, что доля крупье в этих гигантских лотереях по сравнению с выплачиваемой суммой даже выше, чем на Уолл-стрит, на ипподромах или в игорных домах.

Называть Уолл-стрит «казино», конечно, не совсем справедливо. Уолл-стрит больше, чем казино. Она обеспечивает ликвидность, на которую рассчитывают и долгосрочные инвесторы, и краткосрочные спекулянты. Уолл-стрит, как говорилось выше, также обеспечивает формирование капитала, но в относительно небольшом объеме по сравнению с общим объемом сегодняшнего фондового рынка. Но время от времени даже инсайдеры этого рынка

признают сходство. В конце 2010 года один из топ-менеджеров крупной компании Cantor Fitzgerald с Уолл-стрит сознался в очевидном: «Я не вижу разницы между бульваром Лас-Вегас и Уолл-стрит: в долгосрочной перспективе мы не можем проиграть, но есть игры, в которых мы можем потерпеть убытки».

Этот менеджер рассказывал о том, почему Cantor Fitzgerald, один из крупнейших брокеров, занимавшийся операциями со сверхнадежными (до сего времени!) правительственными облигациями США, сейчас также имеет спортивную букмекерскую контору в новом казино в Лас-Вегасе. «Переезд на Лас-Вегас-Стрип... может принести много денег», – добавил еще один представитель Cantor Fitzgerald, особенно с учетом новой лицензии, которая позволяет принимать ставки на спортивные мероприятия, организовывать игру в рулетку и игровые автоматы через мобильные устройства (пока только в Неваде). Так может ли Уолл-стрит, где на сегодняшний день у вас есть возможность проводить операции с акциями через мобильный телефон, оставаться в стороне? Действительно, учитывая мощность компьютерного обеспечения, технологии, количественные показатели и алгоритмы, имеющиеся у нас сегодня (а также огромные объемы спекуляций на бирже по сравнению с игрой в казино), Уолл-стрит находится далеко впереди.

Как спекуляция погубила инвестирование

Сегодняшнее преобладание проигрышной спекуляции над выигрышным инвестированием на рынке отнюдь не случайно. Такое доминирование было обусловлено критическими изменениями в отдельных элементах инвестирования. Первой причиной, на мой взгляд, стал упадок прежнего общества собственников, уступившего место новому агентскому обществу, в котором все перевернулось. В 1950 году частные инвесторы владели 92 % акций компаний США, в то время как в руках институциональных инвесторов находилось лишь 8 %. Но роли поменялись, и сегодня институциональные инвесторы владеют 70 % акций, а частные лица – только 30 %, играя на вторых ролях. Проще говоря, институциональные агенты сегодня оказывают решающее влияние на исход голосований по всей «корпоративной» Америке. (Более подробно я рассматриваю эту проблему в главе 2.)

Первоначально управлявшие пенсионными и взаимными фондами, а позднее – и хедж-фондами, эти новые инвесторы (агенты) вряд ли не соблюдали собственных финансовых интересов. Как группа (за редким исключением) они пользовались преимуществом своего статуса, взимая большие сборы за свои консультационные услуги и придерживаясь инвестиционной политики, ориентированной на краткосрочные сделки. Отчасти они признавали, что клиенты будут составлять свое мнение о них, исходя из этих показателей. Управляющие взаимными фондами зарабатывали на том, что краткосрочная доходность (даже если она могла быть непродолжительной и фактически была таковой) могла бы их обогатить за счет высоких комиссионных. Чтобы снизить взносы в пенсионные фонды и увеличить краткосрочную доходность, управленцы, ответственные за корпоративные пенсионные программы, планировали нереалистично высокую доходность в будущем. Федеральные и местные власти, находясь под давлением профсоюзов, добивавшихся повышения зарплат и пенсий, не просто делали то же самое, но и не предоставляли финансовых сведений, которые отражали бы или хотя бы намекали на пугающие финансовые последствия, уже начинавшие проявляться.

Снижение стоимости биржевых операций

Увеличение доли институциональных собственников не было единственным фактором, приведшим к росту объема спекулятивных сделок на бирже. Немаловажным было и серьезное снижение себестоимости операций. Проще говоря, биржевые сделки стали значительно дешевле. Налоговые аспекты практически перестали играть роль ограничителя при совершении сделок с ценными бумагами. Львиная доля средств, находящихся в управлении влиятельных институциональных инвесторов, доминирующих сегодня на рынке, была размещена на счетах клиентов с отложенными налоговыми обязательствами (частных и государственных пенсионных и сберегательных фондов), а также на счетах клиентов, освобожденных от уплаты налогов, – например, благотворительных фондов. Управляющие взаимными фондами примерно так же относились и к активам клиентов, не освобожденных от уплаты налогов, не принимая во внимание налоговые аспекты и тем самым перекладывая налоговые обязательства на плечи зачастую ничего не подозревающих пайщиков фонда. Со временем такие агенты перестали учитывать налоги на доход и на прирост капитала, которые ранее были существенной частью себестоимости транзакций в портфеле инвестиций и сдерживали рост объемов торгов.

Затем, как и следовало ожидать по закону непредвиденных последствий, комиссии с биржевых операций резко упали, что снизило себестоимость биржевых сделок практически до нуля. Фиксированный размер комиссии, составлявший около 25 центов за акцию и считавшийся стандартом до 1974 года, уступил место комиссионным, размер которых определялся свободным рынком. Уолл-стрит, когда-то являвшаяся бастионом рыночного капитализма, боролась с этим изменением, вкладывая в борьбу немало упорства (и денег). Но в итоге она проиграла. Переход к десятичной системе при определении курса акций, начавшийся в 2001 году, также сыграл свою роль в этом процессе, так как размер комиссионных упал до нескольких центов за акцию, поскольку *себестоимость* биржевых операций снизилась до абсолютного минимума. Тем не менее, учитывая рост объема торгов, совокупная прибыль Уолл-стрит от комиссионных за последнее десятилетие удвоилась, что компенсировало снижение ставок.

Видимо, я еще раз повторю очевидное, сказав, что бычий рынок способствует усилению спекулятивной активности. В конце концов, можно ли говорить о каком-либо значимом ущербе доходности даже с учетом ранее действовавших ставок налогов и комиссионных, если индекс S&P 500 вырос более чем в 10 раз: со 140 в 1982 году до пиковых 1520, зафиксированных в 2000-м? Более того, когда культура крупных биржевых сделок утвердилась в этой системе, даже медвежий рынок, приведший к падению S&P 500 до минимума в 680 весной 2009 года, не смог нарушить тенденцию к высокой биржевой активности. В некотором отношении события последних нескольких лет фактически увеличили уровень спекуляции.

Управляющие хедж-фондами и другие спекулянты

Развитие спекулятивной культуры ускорилось с появлением нового типа институциональных инвесторов – хедж-фондов, оборачиваемость портфелей которых составляет 300–400 %. Первый хедж-фонд возник в США в 1949 году, а в настоящий момент на рынке насчитывается порядка 4600 хедж-фондов. Сегодня в их управлении находится около 2 трлн долларов – хотя несколько лет назад, на пике своей популярности, хедж-фонды управляли суммой порядка 2,5 трлн. Некоторые хедж-фонды обеспечивают впечатляющую доходность, но и вероятность убытков (то есть возможность ухода фонда из бизнеса) столь же велика. По некоторым оценкам, вероятность провала достигает 20 %. Это означает, что ежегодно каждый пятый хедж-фонд исчезает. Если учитывать доходность таких фондов вместе с доходностью фондов, остающихся на рынке, то совокупная доходность не превышает среднего по рынку уровня.

Например, в последние 10 лет рядовой хедж-фонд имел годовой доход за вычетом сборов (но до вычета налогов) в 4,6 %. Для сравнения, Wellington Fund – передовой, с низким уровнем рисков и затрат, консервативный и сбалансированный взаимный фонд – приносил 6,2 %. Поскольку традиционная структура комиссии за управление «2 и 20» (2 % от стоимости активов в год плюс плата за успех в 20 % от реализованной и нереализованной прибыли) чаще всего отнимает 3 процентных пункта в год от *валового* дохода рядового хедж-фонда, неудивительно, что *чистый* доход, в лучшем случае, был посредственным. (Подробнее о структуре затрат в Wellington Fund рассказывается в главе 7.)

В то время как хедж-фонды находились на гребне волны спекуляций, многие пенсионные и взаимные фонды также перешли на новую стратегию, ориентированную на количественные показатели и большой оборот, поскольку еще более совершенные компьютеры и программное обеспечение сделали биржевые данные доступными практически повсеместно. Аналитики и ученые обрабатывали практически бесконечные объемы данных о биржевых ценах акций, используя сложные методики. Они изучали относительную оценку, классы акций (рост в сравнении с ценой, акции компаний высокой капитализации в сравнении с акциями компаний малой капитализации), динамику рынка, изменения в оценке прибыли и многое другое.

Каждая из этих моделей была призвана дать *положительный коэффициент альфа* (дополнительную доходность по сравнению с эталонной доходностью), который воспринимается как «священный Грааль» неизменного превосходства в доходности. Но лишь немногие профессионалы задавали себе жизненно важный вопрос: а есть ли этот Грааль в реальности? Нет. Положительного коэффициента альфа не существует; он не может существовать для инвесторов как для группы в целом. Для них коэффициент альфа равен нулю до вычета затрат и имеет отрицательное значение после их вычета.

Еще одним мощным стимулом распространения новой среды, в которой процветает скоростная торговля, конечно же, были *деньги*. Не только большие деньги для управляющих хедж-фондами, но и большие деньги для брокеров и инвестиционных банков, большие деньги для управляющих взаимными фондами, а также для юристов, специалистов по маркетингу, регистраторов, бухгалтеров, прайм-брокеров и банкиров – всех этих высокооплачиваемых участников нашего «казино». Неизбежно, как я уже писал выше, каждый доллар из этих денег взят напрямую из кармана клиентов данной индустрии.

По сути своей усиление спекуляции отражает и более глубинные изменения в нашей национальной культуре. По всей Америке профессиональные области, заслуживающие доверия и традиционно работавшие на благо общества, все больше приобретают черты бизнеса. Они сосредоточены на максимальном увеличении прибыли тех, кто их финансирует. И

часто – в ущерб моральным ценностям прошлого. Более того, культура азартных игр, всегда являвшаяся частью нашего общества, сначала укрепилась, а затем и возобладали, отвлекая от трудностей, с которыми сегодня сталкивается огромное количество семей.

Игра на бирже или в казино (где шансы выиграть еще меньше) дает относительно состоятельным членам общества возможность быстро увеличить их состояние, а семьям с низким доходом, которые больше других нуждаются в средствах, – возможность наконец преуспеть, хотя их шансы на успех, честно говоря, очень низки. При этом нам, американцам, нравится покупать разные вещи в огромных количествах, даже если у нас нет на это денег. Мы концентрируемся на наших сегодняшних желаниях, а не на будущих потребностях. Даже самым состоятельным нашим гражданам, кажется, никогда не будет *достаточно*. Мы равняемся на соседей. И поскольку реалии нашей жизни могут быть слишком сложными, дабы совладать с ними, мы обращаемся к спекуляции, чтобы даже при неравенстве ставок она помогла нам уйти от скучной повседневности.

Мы не можем сказать, что нас не предупреждали

Много лет назад вероятность того, что спекуляция начнет играть более важную роль в финансах, беспокоила легендарного инвестора Бенджамина Грэхема. В 1958 году в своем обращении к Нью-Йоркскому обществу финансовых аналитиков⁸ он описал грядущее изменение в культуре как «противоречивые взаимоотношения между настоящим и прошлым в нашем подходе к инвестированию и спекуляции на обыкновенных акциях». Некоторые выдержки из этого обращения мы приводим в блоке 1.2.

Блок 1.2

Предсказание Бенджамина Грэхема (1958 год)

«В прошлом спекулятивная составляющая обыкновенных акций была напрямую связана с компанией-эмитентом. Она возникала из-за какой-либо неопределенности, наличия составляющих, слабости отрасли или положения самой компании. Но в последние годы новой и значимой спекулятивной составляющей стало нечто пришедшее на рынок акций из сферы, которая находится за пределами компаний. Это явление возникло вследствие распространения среди покупателей акций и их консультантов (в основном биржевых аналитиков) определенного подхода, который можно описать одной фразой: “Основной упор на будущие ожидания”.

Концепция будущих возможностей и, в частности, дальнейшего неуклонного роста влечет за собой применение формул из высшей математики, призванных определить текущую стоимость интересующих активов. При этом комбинирование точных формул с неточными допущениями может использоваться для того, чтобы установить или подтвердить любую стоимость по нашему желанию, вне зависимости от ее величины.

Возьмем три основных ингредиента: а) оптимистический прогноз по темпам роста прибыли; б) относительно долгосрочный прогноз такого роста в будущем; в) эффект от применения сложных процентов – и вот вам результат! Финансовый аналитик имеет в своем распоряжении новый вид философского камня, с помощью которого можно получить или обосновать любую желаемую оценку действительно “хороших акций”.

Принято считать, что математика дает точные, заслуживающие доверия результаты. Но на фондовом рынке дело обстоит иначе – чем сложнее и труднее для понимания математика, тем более неопределенными и отвлеченными становятся выводы. И если кто-либо использует математический анализ или высшую математику, то можно считать это предупреждением о том, что теорию пытаются заменить опытом, а спекуляцию замаскировать под инвестирование.

Разве инвесторы и биржевые аналитики не отведали плода с древа познания добра и зла? А сделав это, не изгнали ли они себя из рая, где

⁸ New York Society of Financial Analysts. *Прим. науч. ред.*

перспективные обыкновенные акции по разумным ценам буквально можно было срывать с куста?»

Упоминание Грэхемом первородного греха отражает его глубокую обеспокоенность попытками количественного определения неопределимого, да еще и с большой точностью. Когда Грэхем произнес эти слова в 1958 году, последствия этого «укуса от яблока количественного инвестирования» были едва заметны. Но к концу 1990-х новая форма инвестиционного поведения стала доминирующей силой и продолжает оставаться основным движущим фактором спекуляции, которая погубила наши финансовые рынки. Райского сада больше нет.

Мудрость Джона Мейнарда Кейнса

За много лет до того, как Бенджамин Грэхем произнес историческую речь в 1958 году, о чрезмерном распространении спекуляции нас предупреждал другой легендарный человек. Британский экономист Джон Мейнард Кейнс провел точную грань между инвестированием и спекуляцией, произнеся ясные и простые слова.

Перемены в культуре финансовых рынков – широкомасштабная тенденция к доминированию спекуляции над инвестированием, – а также изменения в поведении, системе ценностей и этике многих участников рынка были обусловлены глубокими изменениями в *природе* наших финансовых рынков. Эти изменения, оставшиеся по большей части незамеченными, отражают два диаметрально противоположных взгляда на то, что такое инвестирование. Это два отдельных рынка, если хотите. Один из них – *реальный* рынок с присущей ему внутренней стоимостью бизнеса. Второй – это рынок *ожиданий* с существующими на нем мгновенными биржевыми курсами.

Удивительное совпадение, но я был всерьез озабочен четким разделением этих понятий с того момента, как впервые встретился с лордом Кейнсом, будучи студентом экономического факультета Принстонского университета. Это чистая правда! В своей диссертации 1951 года, которую я писал под впечатлением от статьи, напечатанной в *Fortune* в 1949 году, о «небольшой, но вызывающей полемику» индустрии взаимных фондов, я цитировал слова Кейнса. Он четко разделял «прогнозирование потенциальной доходности актива на протяжении всей его жизни» – *предприимчивость* (я называю это *инвестированием*) и *спекуляцию* – «прогнозирование психологии рынка».

Спекуляция вытеснит инвестирование

Кейнса волновал вопрос о том, каков социальный эффект от усиления влияния краткосрочной спекуляции на цену акций. «Традиционная оценка [акций], установленная на основе массовой психологии большого количества неспециалистов, – писал он в 1936 году, – может существенно изменяться в результате неожиданных колебаний их мнения, обусловленных факторами, которые не имеют большого значения с точки зрения потенциальной доходности. Это приводит к возникновению ничем не подкрепленных волн оптимизма и пессимизма».

Позднее Кейнс пророчески предсказал, что эта тенденция усилится, поскольку «даже эксперты, обладающие большими знаниями и опытом, чем среднестатистический инвестор, будут озабочены не долгосрочным прогнозированием вероятной доходности инвестиций до конца срока жизни актива. Их будет волновать прогноз изменений стоимости активов до того, как они будут спрогнозированы широкой публикой». В результате этого, как предупреждал Кейнс, фондовый рынок станет ареной «для битвы умов, старающихся вычислить факторы, которые будут лежать в основе традиционного определения стоимости актива через несколько месяцев, а не потенциальную доходность инвестиций через многие годы».

В моей диссертации я процитировал именно эти слова, а затем имел смелость не согласиться с этим великим человеком. Управляющие портфелями, как я предположил (и мои прогнозы оказались верны), превратятся в масштабную индустрию взаимных фондов и «будут обеспечивать на рынке спрос на ценные бумаги, и их спрос будет *устойчивым, сформированным на основе опыта, информированности и аналитических данных* [курсив мой. – Д. Б.]. Это будет спрос, основанный на эффективности компании [*предприимчивость* по Кейнсу], а не на общественной оценке стоимости акции – ее цене [*спекуляция* по Кейнсу]».

Увы: предсказанный мной устойчивый, сформированный на основе опыта, информированности и аналитических данных спрос со стороны профессиональных инвесторов сегодня встречается нечасто. Совсем наоборот! Управляющие капиталом, соответствуя определению циников, данному Оскаром Уайльдом, кажется, знают «всему цену, но не знают ценности». По мере роста и развития индустрии фондов предсказанный мной устойчивый, сформированный на основе опыта, информированности и аналитических данных спрос в конечном итоге так и не материализовался в реальности, хотя спекулятивный спрос значительно вырос. Итак, через 60 лет после того, как я написал эти слова в своей диссертации, я вынужден согласиться с очевидным: Кейнс был прав в своем утонченном скептицизме, а Богл в своем незрелом идеализме ошибался. Назовем это Кейнс – Богл – 1:0. Но это не значит, что мы должны позволить этой системе завоевать лидерство навсегда.

Исправляя общественный договор

Сегодняшнее доминирование культуры, основанной на краткосрочной спекуляции, а не на долгосрочном инвестировании, имеет серьезные последствия, которые выходят далеко за рамки финансового сектора. Оно искажает наши рынки и сказывается на ведении бизнеса. Если участникам рынка нужны быстрые результаты и прогнозируемая доходность в непредсказуемом мире, то компании действуют соответствующим образом. В результате они испытывают существенное давление, им приходится сокращать персонал, экономить, пересматривать расходы на исследования и разработки, а также осуществлять слияния, чтобы «нарисовать нужные суммы» (нередко «мутя воду бухгалтерской отчетности»).

Когда краткосрочные спекулянты вынуждают компанию показывать доход на капитал, определяемый стоимостью акций на рынке *ожиданий*, а не истинной стоимостью капитала, привлеченного акционерами на *реальном* рынке, решение обеих задач становится почти невозможным. В действительности любые попытки сделать это могут привести к крайне негативным последствиям для сотрудников компании, для ее бизнес-окружения, для сохранности выпускаемых ею товаров и услуг и даже для выживания компании в долгосрочной перспективе. Если компания все свои усилия направляет на соответствие ожиданиям (или даже требованиям) Уолл-стрит, а не на производство товаров и услуг, удовлетворяющих растущие потребности клиентов, она вряд ли будет должным образом служить обществу. При этом служение компании своим клиентам и обществу в целом остается высшей целью рыночного капитализма.

Думаю, еще более важен тот факт, что мы в значительной степени утратили жизненно важную связь между руководителями и собственниками компаний. Владение имеет свои преимущества, и одно из главных – возможность превалировать интересы акционеров над интересами менеджмента. Но большинство краткосрочных *арендаторов* акций не очень заинтересованы в том, чтобы руководство компании ориентировалось в первую очередь на интересы акционеров. Даже долгосрочные *собственники* акций, кажется, не слишком обеспокоены реализацией своих прав (и несением своих обязанностей), связанных с владением акциями.

Агентское общество, описанное мной ранее, слишком редко вовлекалось в процесс управления компаниями. В авангарде серьезных реформ должны были встать индексные фонды, поскольку они не могут продавать и не продают акции компаний, руководство которых не добилось требуемой доходности капитала. Несмотря на усиление роли индексных фондов, многие управляющие не желают менять ход событий. Их философия проста: пусть другие «работают мускулами» – предлагают кандидатуры доверенных лиц, назначают директоров, определяют размер вознаграждения руководителей и отстаивают интересы акционеров.

Вопросы вознаграждения

Давайте поговорим о вознаграждении руководителей, которое абсурдно велико, но многие акционеры этого не замечают. Давайте также обсудим финансирование политических партий, которые обязаны раскрывать лишь ограниченный срез информации участникам фонда. Отчасти эта проблема обусловлена тем, что намерения институциональных инвесторов нередко отличаются от намерений акционеров и бенефициаров пенсионных фондов, чьи интересы они представляют. Как и руководители компаний, эти управляющие денежными средствами слишком часто ставят собственные интересы превыше всего, пользуясь преимуществами своего статуса агента. (Подробнее рассмотрим оба этих вопроса – агентов, управляющих нашими компаниями и крупными инвестиционными пулами, и участие в корпоративном управлении – в следующих двух главах: «Общество двойных агентов и “счастливый тайный сговор”» и «Молчание фондов».)

Безусловно, одним из величайших парадоксов нашего общества на данный момент является то, что самое крупное финансовое вознаграждение получают представители инвестиционного сообщества, *отнимающего* ценности у своих клиентов. При этом в деловом сообществе, *добавляющем* ценности обществу, размер получаемого вознаграждения гораздо ниже. В конечном счете такая система с большой долей вероятности может стать источником социальных разногласий и породить резкую реакцию общественности на рекордную на сегодняшний день пропасть между небольшой прослойкой получателей дохода и огромным количеством обыкновенных граждан. Так, 0,01 % семей в США с самыми большими доходами (всего 150 000) имеет 10 % от всего дохода, получаемого остальными 150 млн семей. Это в три раза больше, чем те 3–4 %, которые они получали в 1945–1980 годах. Не секрет, что около 35 000 этих семей сделали свое состояние на Уолл-стрит.

Создание ценностей против отъема ценностей

Существует еще одно несоответствие, которому способствует и которое поддерживает наша финансовая система: слишком много выдающихся молодых людей в нашей стране вместо того, чтобы становиться учеными, физиками, педагогами или госслужащими, уходят в инвестиционную отрасль, привлекаемые ошеломляющим вознаграждением. Эти огромные деньги служат для того, чтобы переманить жизненно важные кадровые ресурсы из других, возможно, более продуктивных и социально значимых отраслей. Даже в области инженерного дела «финансовый инжиниринг», который по своему характеру *не связан с созданием материальных ценностей*, господствует над «реальным» инженерным делом – гражданским строительством, электроэнергетикой, машиностроением, авиастроением, – реально *создающим материальные ценности*. Долгосрочные последствия этих тенденций просто не могут благоприятно сказаться на развитии, продуктивности, процветании и конкурентоспособности нашей страны на мировом уровне.

Наконец, доминирование спекуляции в нашей финансовой деятельности отвлекает внимание общества от создания материальных ценностей (хотя в итоге именно от этого зависит наша страна и наша нация) и переключает его на мимолетную иллюзию биржевых курсов. Мы тратим слишком много из тех 600 млрд долларов, в которые нам ежегодно обходится содержание инвестиционного сектора, на то, что фактически является азартной игрой. Вполне возможно, эта игра довольно разумная. Однако ставки на то, что с помощью хитроумных шагов и алгоритмов работы одна компания сможет получить устойчивое преимущество перед другой, регулярно оказывались проигрышными. (Просто не существует доказательств систематического достижения устойчивого преимущества.) Лорд Адейр Тернер, председатель Управления по финансовому регулированию и надзору Великобритании, описывает происходящее в мировых финансовых центрах как «социально бесполезную деятельность». Я часто говорил о том же: «Фондовый рынок ушел далеко от инвестиционного бизнеса».

И вновь я не одинок в выражении обеспокоенности тем, что культура спекуляции доминирует над культурой инвестирования на финансовых рынках. Я действительно горд, что мои взгляды совпадают с философией легендарного финансиста и экономиста Генри Кауфмана – человека, чья мудрость ставит его в первые ряды моих наставников, заслуживающих высочайшего доверия. В блоке 1.3 представлены выдержки из его книги «О деньгах и рынках: мемуары об Уолл-стрит» (On Money and Markets: A Wall Street Memoir), опубликованной в 2001 году. Хотя эти строки написаны более 10 лет назад, они особенно задевают нас после финансового кризиса 2008 года, который обрушился на нашу экономику, наше общество и наши дома. Настало время задуматься над этими мудрыми словами.

Блок 1.3

Вечная мудрость Генри Кауфмана (2001 год)

«В США не сохранился должный баланс между финансовым консерватизмом и финансовым предпринимательством – фундаментальное и долгое противостояние между двумя большими группами. На одном полюсе находятся финансовые консерваторы, которые поддерживают сохранение status quo на рынке и питают глубокое уважение к таким традиционным

ценностям, как благоразумие, стабильность, безопасность и надежность. На противоположном полюсе оказались финансовые предприниматели – любители риска, неустанно ищущие на рынке аномалии, которыми можно воспользоваться, и несовершенства, которые могут принести выгоду. Они считают действующее законодательство и нормативные акты своего рода добычей, которую вполне можно проверить на прочность.

Количественные и эконометрические методы, разработанные в последнее время, дали инвесторам и портфельным управляющим ранее незнакомое чувство уверенности в своей способности предсказывать финансовые тенденции и поведение. Компилируя и анализируя исторические данные и строя модели на базе имеющихся переменных, специалисты по эконометрике часто стараются спрогнозировать изменения процентных ставок, биржевых курсов, инфляции, безработицы и прочего. Тем не менее в периоды финансовой эйфории, равно как и во времена паники среди инвесторов, эти методы становятся бесполезными. Причина тому достаточно проста: огромное количество моделей основывается на наших предположениях о нормальном и рациональном финансовом поведении. Однако во время страстей на фондовом рынке мало кто способен аналитически мыслить и логически действовать. Движущей силой становятся гордыня, эйфория, страх или пессимизм – эмоции, которые современные модели не учитывают и, вероятно, не смогут просчитать.

На людей, работающих в финансовом секторе, возложена особая ответственность – ответственность за чужие деньги. Но в раскаленной, быстро меняющейся финансовой среде, которая преобладает в последние десятилетия, о базовой фидуциарной ответственности нередко забывают. В пылу эмоционального возбуждения, которое царит в торговом зале и которое для многих уже само по себе является некоей игрой и самоцелью, понятие о доверительных функциях в финансовом секторе часто теряется. При окончательном анализе становится ясно, что перекося в сторону необузданного финансового предпринимательства требует экономических затрат, намного превышающих его экономическую пользу. Только укрепляя баланс между предпринимательскими инновациями и традиционными ценностями, такими как благоразумие, стабильность, безопасность и надежность, мы сможем улучшить соотношение между пользой и затратами в нашей экономической системе.

Сегодняшнее финансовое сообщество страдает от “трудно излечимой амнезии”. В стремлении к инновациям и получению дохода большинство обитателей Уолл-стрит не знают или забыли о разрушающем эффекте безответственного поведения. Выпускники факультетов бизнеса в большинстве колледжей и университетов в свое время должны были изучать курс истории бизнеса и финансов, ведь история экономики и экономической мысли считалась основной составляющей программ экономических факультетов. Но ситуация изменилась. В своей одержимости новыми количественными методами большинство бизнес-школ отказались от курсов, изучающих историю. Все, что имеет отношение к качественной стороне деловой активности – этика, деловая культура, история и прочие предметы, – было отодвинуто на второй план или изъято из программы как слишком “мягкое” и “непрактичное”. Однако лишь знание долгосрочной исторической перспективы может помочь отделить действительно вечное и

выдающееся от эфемерного и просто модного. В финансах, как и во всех человеческих начинаниях, история может преподать множество уроков».

Восстановление баланса в нашем инвестиционном секторе

Хотя наш финансовый сектор во многом работает не так, как наша продуктивная экономика, эти отрасли вряд ли можно назвать независимыми друг от друга. Как сказал экономист Хайман Мински: «Поскольку финансы и промышленный рост находятся в симбиозе друг с другом, развитие финансового сектора играет ведущую роль в динамике нашей экономики».

Нынешнее доминирование спекулятивной составляющей требует не только размышлений на эту тему, но и действий по исправлению ситуации. Думая о том, как восстановить баланс между инвестициями и спекуляцией в нашем финансовом секторе, мы можем рассмотреть целый ряд возможных шагов. И хотя каждая такая мера имеет массу положительных моментов, любые наши действия должны пройти серьезную проверку с точки зрения последствий, а также преодолеть сопротивление со стороны противников, имеющих свои интересы в этом *status quo*. Теперь давайте оценим некоторые пути достижения баланса между этими двумя культурами, а также их пользу для общества.

Налоговая политика и финансовые операции

В игру вновь могут вступить налоги – они заменят собой некоторые фиктивные затраты на инвестиционную деятельность, которые в прошлые годы сдерживали спекуляцию. Когда-то давно Уоррен Баффет предложил ввести налог на сверхкраткосрочные доходы от прироста капитала как для инвесторов, подлежащих налогообложению, так и для инвесторов с отложенными налоговыми обязательствами. (Он говорит, что это была шутка.) В качестве альтернативы могут быть рассмотрены налоги на сделки, как предлагал профессор Джеймс Тобин: возможно, в пределах от 1 до 5 базисных пунктов (0,01–0,05 % от суммы сделки). Налог должен уплачиваться как продавцом, так и покупателем акций, но не организаторами торговли. Такой вид «налога Пигу»⁹, который по своей природе является налогом «на пороки» (создан для того, чтобы поощрять надлежащее поведение), в целом не популярен не только среди управляющих инвестициями, но и среди экономистов. При этом он вполне заслуживает рассмотрения. Если нужны менее радикальные меры, можно подумать о запрете на налоговые вычеты в связи с краткосрочными убытками. Да, снижение объемов торгов, которое может быть вызвано подобным изменением налогообложения, способно отрицательно сказаться на ликвидности на наших рынках. Но действительно ли нам столь необходимы сегодняшняя ошеломляющая оборачиваемость и суммы, превышающие нормы полувековой давности?

Стоит рассмотреть также налоги на доход от торговли акциями. Сто лет назад президент Теодор Рузвельт разграничил «положительную деятельность», которая приносит пользу обществу и добавляет ценности, и «отрицательную деятельность», которая оказывает противоположное воздействие. Он говорил о спекулянтах как о «людях, которые ищут заработка, но не в честном труде, а в азартных играх». Если торговля листками бумаги похожа на азартную игру (вспомните ранее приведенный пример с «казино»), почему доходы от торговых операций не должны облагаться *более высоким* налогом? И все же мы живем в «Стране чудес», где даже ранее упомянутые комиссионные за управление, взимаемые хедж-фондами, имеют значительно *более низкие* ставки. Такие доходы облагаются лишь минимальным налогом, применимым к долгосрочному приросту стоимости капитала (при этом даже стандартный налог на доходы взимается по более высокой ставке). Я не могу себе представить, как наши законодатели могут продолжать выступать в поддержку такой абсурдной и несправедливой субсидии в форме налоговых льгот. Подобная система дает преимущество высокооплачиваемым биржевым трейдерам перед рабочими, которые зарабатывают свои деньги потом и кровью. При этом получают гораздо меньше за ту продукцию и услуги, благодаря которым наша страна поддерживает достойный уровень жизни, вызывающий зависть во многих уголках мира.

⁹ Артур Сесил Пигу – английский экономист начала XX века.

Установить лимиты на использование заемных средств, обеспечить большую прозрачность деривативов и ужесточить наказание за финансовые преступления

Нам необходимо более сильное, суровое и мудрое регулирование, основанное на определенных принципах, где это возможно, а где невозможно – на прописанных правилах. Нет, я не считаю, что правительство должно взять на себя управление финансовым сектором. Но я готов принять на себя неизбежные затраты на содержание бюрократического аппарата в этой системе, поскольку все равно большая часть деятельности правительства связана не с созданием материальных ценностей, а лишь с получением дохода от них. Регулирование позволит добиться разных целей:

- Установить и обеспечить соблюдение более жестких лимитов на использование заемных средств и требований к качеству портфеля.
- Вывести на свет туманные деривативы, сделать их прозрачными и открытыми, ввести публичную отчетность по всем сделкам.
- Разработать более жесткие правила, чтобы предотвратить (или хотя бы сократить до минимума) очевидные злоупотребления должностными полномочиями, свидетелями которых мы с вами в последнее время являемся; к ним относятся инсайдерская торговля, конфликт интересов и чрезвычайно распространенные «схемы Понци».

Закон Додда – Франка о реформировании Уолл-стрит и защите прав потребителей 2010 года предпринял попытку решить некоторые из этих проблем. Безусловно, достижение прозрачности в сегменте производных инструментов будет плюсом, как и введение новых требований к капиталу банков. Но после разных политических сделок между демократами и республиканцами (а также реформаторами, банкирами и лоббистами) все эти сложные и бестолковые нормы (170 правил еще находятся в стадии разработки), направленные на ограничение торговли ценными бумагами за счет собственных средств со стороны банков, приводят меня к выводу о необходимости одного простого шага. Надо восстановить разграничение между *сберегательными* и *инвестиционными* банками. Закон Гласса – Стиголла 1933 года отлично работал до тех пор, пока постепенно не был сведен на нет, а затем и отменен в 1999 году.

В нашем финансовом секторе слишком много преступлений и слишком мало наказаний. Мне бы хотелось видеть более жесткие штрафные санкции для «преступников в белых воротничках», которые злоупотребляют доверием своих клиентов. Я приветствую использование федеральными властями прослушивания телефонных переговоров в целях борьбы с инсайдерской торговлей. Это позволяет им одерживать нелегкую победу над высокопоставленными руководителями, полагающими, что нарушение законодательства просто сойдет им с рук. Вводимые сейчас наказания в виде тюремного заключения будут сдерживать этих преступников больше, чем любые иные меры. Нам также необходима более подробная информация о большинстве проблем, поднятых мной в этой главе. Продуманное регулирование может способствовать увеличению прозрачности. Недавно созданное в соответствии с законом Додда – Франка Управление финансовых исследований (Office of Financial Research, OFR) стало важным шагом в данном направлении. Этому же будет способствовать и работа Бюро по защите прав потребителей (Bureau of Consumer Protection), которое все же начало свою деятельность после непростых политических баталий.

Правила игры

Правила игры и поведения игроков также должны быть регламентированы. Однако я придерживаюсь общего принципа: правительство практически при любых обстоятельствах не должно ограничивать свободу рынка. Я вздрагиваю, когда Федеральная резервная система США заявляет о намерении поднять цены на активы (в том числе установить «более высокие цены акций»), очевидно, без учета уровня их истинной стоимости.

Введение ограничений на короткие продажи я также считаю бесполезным. основополагающим принципом должен быть следующий: *пусть рынок очистится сам*, вне зависимости от того, какую цену заинтересованные и информированные покупатели будут готовы уплатить заинтересованным и информированным (и часто лучше других) продавцам.

Частные инвесторы должны пробудиться. Как у Адама Смита: они должны сами блюсти свои интересы. Конечно, это будет означать, что индивидуальные инвесторы потребуют раскрытия большего количества информации. При этом такое раскрытие должно будет стать более ясным и конкретным. Нам нужна просветительская кампания, чтобы рассказать инвесторам о трудных реалиях инвестирования. Инвесторам необходимо осознавать не только «волшебство» капитализации долгосрочного дохода, но и бремя капитализации затрат. Тех самых затрат, которые в конечном итоге разрушат все «волшебство». (Я уже рассказывал об этих правилах арифметики в данной главе.) Инвесторы должны знать о разумном распределении активов и о значении диверсификации, а также понимать, что между иллюзией *номинальной* доходности и реальностью *фактической* доходности (с учетом инфляции) существует огромная пропасть. Они должны признать, что спекулятивные сделки, подобно азартным играм в казино, заведомо проигрышны. Им необходимо увидеть, сколько в реальности стоят ошибки в поведении, которыми страдают многие участники рынка. Как я уже говорил выше: *инвестиции обычно работают лучше, чем инвесторы*.

Нашим управляющим капиталом (агентам) следует, прежде всего, ориентироваться на долгосрочное инвестирование, чтобы действовать, как добросовестные попечители чужих денежных средств, переданных под их контроль. Финансовые организации являются доверительными управляющими и должны вести себя соответственно, а профессиональным управляющим следует проявлять должную осмотрительность в работе. Мы должны сосредоточиться на базовых принципах инвестирования и принять на себя права и обязанности высшего руководства компании. Нам надо активно участвовать в обеспечении того, чтобы компании, чьи акции находятся во владении и под контролем управляющих (агентов), работали в интересах инвесторов (принципалов), перед которыми имеются фидуциарные обязательства. Большим шагом в нужном направлении станет принятие федерального стандарта фидуциарной ответственности для тех, кто выступает в качестве доверительного собственника. В рамках этого стандарта должны быть предусмотрены следующие положения: ориентация на долгосрочное инвестирование, должная осмотрительность при выборе ценных бумаг, участие в делах компании, обоснованность сборов и затрат, предотвращение конфликта интересов. (В главах 3 и 4 я подробно рассматриваю вопрос фидуциарных обязательств и разясняю некоторые стандарты их оценки.)

Наконец – и это, возможно, удивит вас – нам, управляющим, надо больше заботиться об интересах клиентов. Именно это стремление должно определять наше поведение и формировать наши ценности. Необходимо, чтобы как сегодняшние, так и будущие лидеры финансового сектора занялись самоанализом, несмотря на то что склонность к нему сейчас встречается крайне редко. Нам нужны честные и мудрые лидеры, знающие историю, условия, практику и особенности нашего финансового сектора. Они должны чувствовать, какой мы хотим видеть нашу отрасль через многие годы. Все эти требования можно свести к простому

пониманию того, что было, что есть и что будет. Если бы мы стояли у истоков формирования системы, призванной служить нашим инвесторам, нашим гражданам и нашему обществу в целом, была бы она похожа на ту, которую мы имеем сегодня? А если мы могли бы сделать ее лучше, не пришло ли время для тех из нас, кто неравнодушен к будущему профессии финансиста, встать и высказаться, чтобы наш голос услышали? Как говорится: «Если я не заступлюсь за себя сам, то кто же заступится за меня? А если я заступлюсь только за себя, то кто я после этого? И если я не сделаю этого сейчас, то когда же?»

Цель: ответственный капитализм

Мы должны стремиться к тому, чтобы размер нашего финансового сектора соответствовал возложенным на него задачам по формированию капитала, обеспечению ликвидности в равной степени для долгосрочных инвесторов и спекулянтов, а также его ответственности за 150 млн частных инвесторов нашей страны. Мы должны стремиться к формированию инвестиционного сектора, в котором культура ответственного управления и долгосрочного планирования будет доминировать над культурой спекуляции, краткосрочной торговли, умением продавать и рекламировать (хотя они могут быть полезны в разумных пределах). Мы должны стремиться к культуре финансового доверия и к формированию фидуциарных обязательств, которые стали бы *главными героями* длинной саги об инвестировании. При этом предпринимательские инновации и спекуляция должны оставаться *на вторых ролях*. Таким образом, схема работы всей системы должна кардинально измениться. Имея новую, хорошо сбалансированную культуру, наш финансовый сектор будет лучше работать над тем, чтобы обеспечивать надежную доходность для инвесторов по конкурентоспособным ценам и с обоснованными рисками. Наша финансовая система должна обеспечивать получение семьями (которые, в конечном итоге, и являются поставщиками всех капиталовложений в нашей стране) справедливой доли во всех доходах, которые могут быть получены нашими корпорациями в течение всего срока инвестирования.

Вне зависимости от выбранного нами курса следует помнить, что очень многое поставлено на карту для нашей шаткой системы рыночного капитализма. Лорд Кейнс правильно отметил это, сделав предупреждение, с которого я начал эту главу: *«Если предприятие превращается в пузырь в водовороте спекуляции... [а] фондовый рынок перенимает манеры казино, работа [капитализма], вероятнее всего, будет выполнена плохо»*. Неважно, что каждый из нас думает о проблемах, поднятых в этой главе. Это именно то, чего мы не можем допустить. Ведь рыночный капитализм — это лучшая из систем, когда-либо созданных для распределения экономических ресурсов, рисков и вознаграждений. В главе 2 я подробно останавливаюсь на том, каким образом случилось так, что надлежащее ее функционирование было в последние годы нарушено.

Глава 2

Общество двойных агентов и «счастливый тайный сговор»

В краткосрочной перспективе фондовый рынок ведет себя как машина для подсчета голосов, но в долгосрочной перспективе он действует как весы.

Бенджамин Грэхем, «Анализ ценных бумаг» (Security Analysis), 1934 год

Я описал сегодняшнюю повсеместно распространенную тенденцию к повышению курсов как результат «счастливого тайного сговора» между руководителями корпораций, главными исполнительными и финансовыми руководителями, директорами, аудиторами, юристами, инвестиционными банкирами с Уолл-стрит, фондовыми аналитиками-продавцами, портфельными менеджерами-покупателями и самими инвесторами, как частными, так и институциональными.

Джон Богл, «Битва за душу капитализма» (The Battle for the Soul of Capitalism), 2005 год

Как мне кажется, большинство читателей никогда раньше не встречали выражение «общество двойных агентов» в этом контексте. Но данное явление стало решающим фактором в корпоративной (финансовой) структуре страны. Первое общество агентов появилось в нашей деловой культуре два века назад. Со времен промышленной революции права собственности на компании перешли от семей и предпринимателей к широкому кругу акционеров. Но руководители компаний – агенты, которым доверено соблюдать в первую очередь интересы акционеров, – слишком часто пользовались преимуществом своего статуса агента и ставили собственные интересы выше интересов своих принципалов.

Второе общество агентов, не имеющее прецедентов в истории, начало развиваться с подъемом финансовых корпораций полвека назад. Пенсионные фонды, взаимные фонды и другие организации, управляющие капиталом, стали аккумулировать крупный капитал. Сегодня эти агенты превратились в основных владельцев компаний в США. Но, как и их двоюродные братья, агенты корпораций, они также поддались соблазну и начали слишком часто ставить свои интересы выше интересов своих принципалов – пайщиков взаимных фондов и бенефициаров пенсионных фондов (и других лиц), перед которыми они несут фидуциарные обязательства.

Эти две группы агентов вместе пришли к очевидному, хотя и негласному пониманию того, что основным показателем успешности компании является «повышение ценности акций для акционеров». Это, конечно, прекрасная цель. Но в основе их понимания ценности находится кратковременная, мимолетная, вызванная эмоциями цена акций, а не долгосрочная, устойчивая, обусловленная реальными факторами внутренняя стоимость компании.

Именно эту взаимосвязь интересов обеих групп агентов, их ориентированность на ожидания, а не на внутреннюю стоимость компании на реальном рынке я и называю «счастливым тайным сговором». Счастливым он оказался, конечно же, для агентов. Но поскольку на наших финансовых рынках постепенно начала преобладать культура «краткосрочности», этот сговор обернулся настоящей бедой для инвесторов, чьим интересам служат рынки. Такое изменение в финансовой среде стало основной движущей силой перехода от финан-

совой культуры, основанной на мудрости долгосрочного инвестирования, к культуре, движимой безумием краткосрочных спекуляций.

Развитие общества двойных агентов

Начнем эту главу с краткого обзора истории развития нездорового симбиоза между участниками рынка, который привел нас к сегодняшней ситуации. В новом беспрецедентном *обществе двойных агентов*, сложившемся в последние годы, интересам собственников (принципалов) зачастую уделялось мало внимания по сравнению с интересами их агентов: руководителей (агентов) наших крупнейших корпораций и управляющих капиталом (агентов).

Характер этого тайного сговора несложен, а размах его грандиозен. В него вовлечены руководители крупных корпораций (их высшее исполнительное и финансовое руководство, директора, аудиторы и юристы) и представители Уолл-стрит (инвестиционные банки, биржевые аналитики продающих сторон, аналитические отделы покупающих сторон и руководители наших крупных инвестиционных организаций). У них были общие цели: добиться роста котировок акций, угодить Уолл-стрит, поднять ценность своих денег для дальнейших приобретений, увеличить доходы руководителей при исполнении их опционов на акции, побудить сотрудников покупать акции своих работодателей для увеличения сбережений, а также осчастливить акционеров.

Как же достичь этих целей? Прогнозировать существенный рост прибыли в долгосрочной перспективе, регулярно информировать финансовое сообщество о ваших краткосрочных успехах и *никогда* не допускать того, чтобы поданные вами надежды не оправдались. В конечном счете эти амбициозные цели обрекли наши компании (как группу) на провал. Да, некоторые могут ослепить нас эффективностью – вспомните хотя бы Apple, которая до сих пор показывает прекрасные результаты. Но в конечном итоге все наши компании должны расти приблизительно теми же темпами, что и ВВП. В номинальном выражении темпы роста составляют в среднем 6 % в год, а с учетом инфляции – 3 %. В «новой нормальной» экономике, появления которой ожидают многие эксперты, темпы роста должны снизиться до 5 % в номинальном выражении, то есть в реальном выражении – до 2 %. Нацеленность на долгосрочную устойчивость можно считать самой прочной основой для инвестирования, тогда как фокусирование на краткосрочных целях (что и происходит сегодня) – всего лишь спекуляция.

Со времен появления того, что мы можем назвать современным капитализмом, то есть с начала промышленной революции, владельцы крупных корпораций передавали свои полномочия по контролю и управлению корпорациями профессиональным менеджерам. Эти агенты, как ожидалось, должны были соблюдать свои фидуциарные обязательства – а именно ставить интересы акционеров выше собственных. Несмотря на то что эта система работала достаточно хорошо (большее количество времени и для большинства менеджеров и акционеров), ее традиционные ценности постепенно были сведены на нет. Причиной тому стали соблазны, которые испокон веков были присущи взаимоотношениям между агентами и принципалами: в первую очередь естественным соблазном для агентов обогатиться за счет своих принципалов.

Чтобы предотвратить конфликт интересов, в общее право Англии за много лет до этого было введено понятие фидуциарного обязательства. То есть *агент*, которому доверена забота об имуществе других лиц, обязан защищать интересы своего *принципала* – собственника доверенных ему активов. Несмотря на то что данная концепция может показаться очевидной, при ее фактической реализации чаще отмечались нарушения, чем точное исполнение. В 1776 году Адам Смит красноречиво описал в своей работе «Богатство народов» (Wealth of Nations) проблемы, которые существовали уже в ту более простую эпоху:

...Управляющие чужими деньгами (лишь иногда) относятся к ним с той же заботой и внимательностью, с которой... они относятся к собственным... Как наместники богатых людей, они с легкостью забывают о своих обязательствах. Поэтому в этом мире царят недобросовестность и расточительство¹⁰.

¹⁰ В те дни «расточительство» определялось как «чрезмерные или бесполезные траты или дарование чрезмерного количества денег, имущества и т. п., мотовство, разбазаривание». Oxford English Dictionary, изд. 2-е, том XII (1989), 584.

Исследуя конфликт

Примерно 150 лет спустя, в 1932 году, профессора Колумбийского университета Адольф Берле и Гардинер Минс выдвинули тезис, который во многом отражал замечание великого Адама Смита. В их ставшей классикой книге «Современная корпорация и частная собственность» (The Modern Corporation and Private Property) Берле и Минс описывают возрастающую роль крупных публичных корпораций в США. Ими были сделаны следующие основные выводы:

- Положение собственника изменилось: из активного агента он превратился в агента пассивного. В настоящее время собственник имеет лишь листок бумаги, содержащий набор прав и ожиданий в отношении компании, но реально [он] практически ничего не контролирует. Собственник почти не имеет рычагов, чтобы воздействовать на свои активы самостоятельно.

- Духовные ценности, которые когда-то сопутствовали праву собственности, были от него отделены. Реальная собственность, на которую собственник мог оказывать влияние, могла обеспечивать ему удовлетворение сама по себе, вне зависимости от конкретного дохода, который она приносила.

- Реальная стоимость активов отдельного человека определяется, с одной стороны, действиями лиц, управляющих компанией (которые обычно неподконтрольны рядовому собственнику), а с другой стороны – действиями третьих лиц на неустойчивом и зачастую довольно капризном рынке. Таким образом, стоимость подвержена характерным для рынка капризам и манипуляциям.

- Индивидуальные активы стали ликвидными благодаря организованным рынкам; их стало легко превратить в другие формы активов практически моментально.

- Наконец, в корпоративной системе у «собственника» промышленных активов остался только символ права собственности, тогда как реальные полномочия, ответственность и имущественные права, которые были неотъемлемой частью прав собственности в прошлом, перешли к отдельной группе лиц, в руках которых сосредоточен реальный контроль.

Берле и Минс убедительно описали болезнь, поразившую современный капитализм. В течение какого-то времени система работала довольно эффективно, поскольку индивидуальным акционерам компаний все еще принадлежали юридические права и права голоса, необходимые для защиты их интересов. По мере того как собственность постепенно разбивалась на более мелкие доли, реальные полномочия акционеров сходили на нет, даже с учетом того, что «скрытая сила», связанная с правом голоса, оставалась неизменной.

Агентские издержки и поведение руководства

В 1976 году еще двое ученых – Майкл Дженсен из Гарвардской школы бизнеса и Уильям Меклинг из Рочестерского университета – сформулировали еще одну блестящую идею о корпоративном поведении. «В Америке существует проблема отношений между принципалами и агентами», – такой комментарий дал журнал *The Economist* к их статье. «Агенты (то есть управляющие) утепляли собственные гнезда вместо того, чтобы блюсти интересы своих принципалов (акционеров)». В работе «Теория компании: поведение руководства, агентские издержки и структура собственности» (*Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*) Дженсен и Меклинг выдвинули «теорию: 1) прав собственности; 2) агентских отношений; 3) финансов в части, относящейся к структуре собственности компании».

Коммерческая организация, как они считали, состоит из ряда «индивидуальных прав собственности, которые определяют, каким образом затраты и вознаграждения будут распределяться между ее участниками». В работе далее говорится следующее:

Мы определяем агентские отношения как контракт, в соответствии с которым одно или несколько лиц (принципалы) нанимают другое лицо (агента) для оказания некоторых услуг от их имени и делегируют ряд полномочий по принятию решений агенту. Если обе стороны отношений преследуют собственные цели, есть все основания считать, что агент не всегда будет действовать в интересах принципала наилучшим образом. *Принципал* может ограничить отступление *агента* от своих интересов, установив для него некую систему поощрений, а также неся затраты на мониторинг его деятельности для ограничения ошибочных действий. *Однако в большинстве случаев принципал не может... обеспечить принятие агентом оптимальных с точки зрения принципала решений.*

Взаимоотношения между акционерами и руководителями корпорации полностью подпадают под определение агентских отношений. В связи с этим неудивительно, что прослеживается тесная связь между проблемами, обусловленными разделением прав собственности и контроля в современных корпорациях с размытой структурой собственности, и общими проблемами агентских отношений. В частности, весьма распространенной является проблема, как заставить «агента» действовать в целях повышения благосостояния «принципала». *Она существует во всех организациях, на всех уровнях руководства в компаниях, в университетах, компаниях на взаимных началах, кооперативах, государственных органах и организациях (и) в профсоюзах...*

Невозможно отрицать логику тезиса Дженсена – Меклинга о том, что управляющие редко заботятся о максимальном соблюдении интересов акционеров, которым они должны служить в силу занимаемых ими должностей. Вместо этого они, прежде всего, учитывают собственные интересы. И, что еще важнее, справедливость этого тезиса подтверждают многочисленные примеры из опыта работы наших крупных корпораций и инвестиционных организаций.

Лео Страйн, являющийся главным судьей в Канцлерском суде штата Делавэр, прекрасно описал это явление в 2007 году в своем подробном очерке, напечатанном в «Журнале корпоративного права» (*The Journal of Corporation Law*). Выдержки из этой работы приведены в блоке 2.1.

Блок 2.1

«На пути к здравому смыслу и общей позиции?»

Выдержки из очерка судьи Лео Страйна

«У большинства простых американцев практически нет выбора: они вынуждены инвестировать на рынке. В реальности они являются “капиталистами поневоле”, вкладывающими средства с двумя целями, которые по сути своей долгосрочны: отправить детей в колледж и обеспечить себя на пенсии. Этот класс инвесторов не интересуют квартальные изменения прибыли или всевозможные ухищрения, позволяющие быстро получить большие деньги в ущерб устойчивому росту. Эти инвесторы хотят, чтобы корпорации придерживались стабильной политики в бизнесе, что приносило бы устойчивую прибыль за счет продажи высококачественных продуктов.

По ряду причин этот класс инвесторов вкладывает средства на рынке в основном через посредников. Именно эти посредники определяют, каким образом будет работать капитал инвесторов и каким образом то огромное количество акций, держателями которых они являются в пользу инвесторов, будет использоваться для оказания влияния на руководство публичных компаний. С учетом направляющей силы государственной политики в США и Европе приток средств от “вынужденных капиталистов” к этим посредникам, вероятно, будет расти...

Стандартным ходом для этих институциональных инвесторов является попытка заставить компанию сразу же обеспечить акционерам некую форму отдачи от инвестиций, будь то выплата повышенных дивидендов или (что еще лучше с точки зрения хедж-фондов) значительная программа по обратному выкупу акций. Часто для финансирования этих инициатив требуется привлечь больший объем заемных средств или снизить капитальные затраты. Влияние таких шагов на краткосрочных и долгосрочных инвесторов может быть различно, поскольку выгоду можно получить немедленно, а риски растут со временем...

Ученые, занимающиеся корпоративным правом Америки, со времен “Нового курса” были обеспокоены решением проблемы агентских издержек, которые возникли в результате разделения прав собственности и функций контроля, примером чему служили публичные компании. Испытуемыми в этой области социальной науки продолжают оставаться действующие компании, которые зарабатывают деньги продажей товаров и услуг...

Обычным стал аргумент о том, что акционеры, как претенденты на прибыль компании, являются именно той группой лиц, которые могут обеспечить честность руководства и его ориентированность на повышение стоимости компании. Следовательно, чем больше у них будет инструментов и возможностей для того, чтобы влиять на корпоративную политику, тем лучше. Ограничения, установленные с целью защиты от

поглощений, недостаточны. Должна быть предусмотрена возможность смещать директоров, даже без выдвижения альтернативных кандидатов, но одного этого также недостаточно. Акционеры должны иметь возможность определять политику, которую руководство компании будет обязано претворять в жизнь...

Сколько бы специалисты по корпоративному праву ни превозносили агентские издержки, обусловленные разделением прав собственности и функций контроля в действующих компаниях, они удивительным образом молчат об «отделении прав собственности от собственности». Под таким отделением я понимаю то, что публичные компании часто находятся в собственности не у конечных инвесторов, а у других агентств, взаимных фондов и прочих институциональных инвесторов. Именно эти посредники голосуют принадлежащими им акциями и оказывают давление на органы управления компаний...

Было бы странно, если бы специалисты по корпоративному праву действительно верили в то, что профессиональные управляющие капиталом в целом менее склонны эксплуатировать свои агентства, чем руководители корпораций, производящих продукцию или оказывающих услуги. Тем не менее в течение последних 25 лет наука о корпоративном праве сфокусирована на агентских издержках, связанных с обеспечением работы органов управления компаний (особенно в контексте слияний и поглощений). При этом лишь немногие понимают, что расширение прав и возможностей для акционеров не наделяет конечных инвесторов теми же полномочиями, которые есть у посредников.

Удивительно, но внимание [ученых] по-прежнему нацелено на руководство действующих компаний, и именно тогда, когда традиционная проблема конфликта интересов между акционерами и управляющими претерпела фундаментальные изменения в пользу акционеров. Акционеры публичных компаний уже не являются слабыми и разрозненными. Сегодня они новая мощная форма агентства, которое представляет риск как для частных инвесторов, так и для интересов нашей страны. Наше научное и юридическое сообщество игнорирует опасность этой новой формы агентов (посредников)».

Источник: The Journal of Corporation Law 33, № 1 (октябрь 2007 года)

Как мы видим, этот уважаемый и не боящийся говорить прямо юрист требует, чтобы юридическое сообщество обратило внимание на агентские издержки, возникающие в процессе, который он называет «отделением прав собственности от собственности», а также на тенденцию к эксплуатации своего агентского статуса как руководителями компаний, так и управляющими капиталом. Весьма здравое предупреждение судьи Страйна об уменьшении влияния частных инвесторов еще не привлекло того внимания общественности, которого оно заслуживает, и не стало объектом положительных (или, что более уместно в данном контексте, отрицательных) замечаний. Между тем возможность акционеров контролировать корпорации, держателями акций которых они являются, превратилась в огромную потенциальную силу.

Революция акционерной собственности

Скажем проще: судья Страйн считает, что мы живем во времена революции собственников, и нам лучше это признать и взять под контроль ее последствия. Начавшаяся в 1950 году революция собственников состояла в постепенном переходе от доминирования *частных* инвесторов к доминированию *институциональных* инвесторов в правах на собственность компаний.

Она началась с развития корпоративных пенсионных фондов, которые инвестировали все большую долю активов в обыкновенные акции. Позднее к ним присоединились пенсионные фонды штатов и муниципальные пенсионные фонды, а также пенсионные фонды правительственных агентств. Федеральное правительство поддержало эту тенденцию в 1986 году. Их Сберегательный план (Thrift Savings Plan) – пенсионный план с фиксированными взносами, созданный для государственных служащих, активы которого составляют свыше 300 млрд долларов, сегодня является крупнейшим в стране пенсионным планом.

В 1980-е эта «институционализация» владения акционерным капиталом существенно ускорилась благодаря развитию взаимных фондов. Первый открытый взаимный фонд, Massachusetts Investors Trust (MIT), был создан в 1924 году. Но Великая депрессия буквально остановила развитие этой новой индустрии на полном ходу. Крах фондового рынка выявил в действиях управляющих фондами злоупотребления служебным положением, конфликты интересов и некорректное раскрытие информации. Закон об инвестиционных компаниях 1940 года помог улучшить ситуацию, реформировав основную массу неправомερных методов работы этой отрасли. Большинство проблем наблюдалось среди закрытых фондов с большой долей заемных средств, а не среди открытых фондов, которые мы сегодня называем взаимными фондами¹¹.

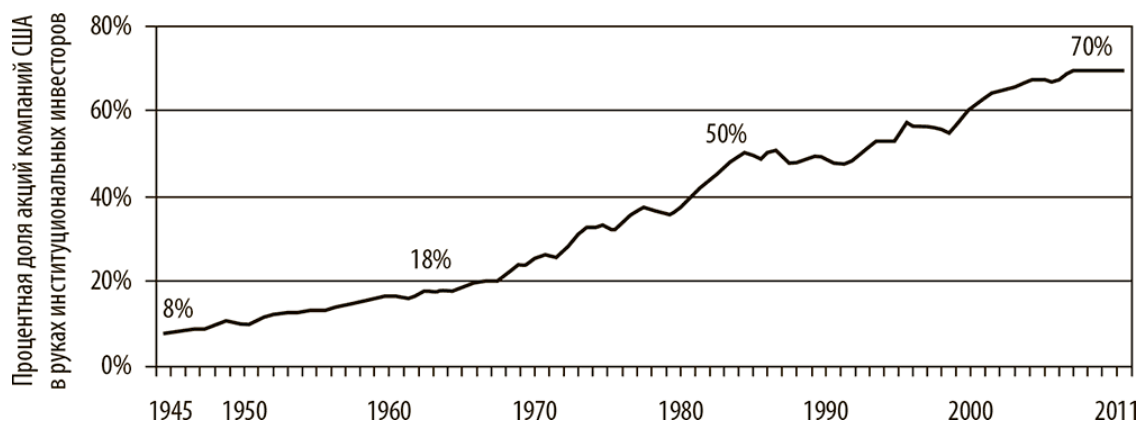
Если большинство закрытых фондов не пережили кризиса и его последствий, практически все открытые фонды выжили и даже получили свое развитие. После окончания Второй мировой войны индустрия взаимных инвестиционных фондов начала бурно расти и упрочила свои позиции. Вначале эти фонды предлагали индивидуальным инвесторам диверсифицированный пакет акций (иногда с небольшой долей облигаций), услуги профессиональных управляющих, ежедневную ликвидность и ряд преимуществ для инвесторов. Постепенный рост отрасли был прерван резким ухудшением ситуации на фондовом рынке в 1973–1974 годах и его последствиями. Однако в 1982 году вновь сформировался бычий рынок, который продержался до 2000 года, и развитие отрасли существенно ускорилось. Очередной спад – падение рынка на 50 % в 2003 году – вновь замедлил развитие фондов, но отрасль быстро восстановилась. Когда же пришла следующая, еще более страшная волна кризиса 2008–2009 годов, рост отрасли практически прекратился.

Стоимость активов фондов акций и сбалансированных взаимных фондов акций выросла с 1 млрд долларов в 1945 году до 54 млрд в 1972 году. Затем, во время спада, активы отрасли уменьшились до 36 млрд долларов в 1981 году. Но когда цены акций взлетели в 200 раз в начале 2000 года (исходя из показателей индекса S&P 500; с учетом дивидендов), активы фондов акций стремительно прибавили в стоимости и достигли 4 *трлн* долларов. Несмотря на крах фондового рынка в 2000–2003 и 2007–2009 годах, активы фондов акций продолжали дорожать, хотя и существенно более медленными темпами, и к началу 2012 года они достигли 6,3 *трлн* долларов. (Совершенно очевидно, что рост отрасли тесно связан с

¹¹ Открытые взаимные фонды непрерывно осуществляют продажу и выкуп инвестиционных паев, обеспечивая ежедневную ликвидность, необходимую, чтобы любая акция была привязана к ее текущей чистой (рыночной) стоимости активов. Закрытые фонды, напротив, предлагают ограниченное количество паев, сделки с которыми заключаются среди инвесторов, обычно с премией или с дисконтом от чистой стоимости активов в расчете на пай.

доходностью фондового рынка; столь же очевидно, что такая корреляция обратным образом влияет на доходность инвесторов фонда.)

Такая «институционализация» акционерной собственности – когда она находится в руках частных пенсионных фондов, государственных пенсионных фондов, взаимных фондов и, в меньшей степени, в руках страховых компаний и сберегательных фондов – полностью соответствует моему описанию «революции акционерной собственности». В 1945 году у различных институциональных инвесторов было всего 8 % от всех акций компаний США, а на сегодняшний день наши финансовые институты владеют 70 %. Это самый высокий показатель за всю историю (рис. 2.1). Соответственно, за тот же период количество акций, находящихся в собственности частных инвесторов, упало с 92 до 30 %.



Источник: отчет о движении капитала Федерального резервного банка

Рис. 2.1. Революция акционерной собственности: процентная доля рыночной стоимости акций компаний США в руках институциональных инвесторов

Смена лидера

Картина институциональной собственности сильно изменилась. Изначально наиболее распространенным видом пенсионных планов были частные пенсионные планы с фиксированными выплатами. Доля их владения акциями в 1980 году на пике достигала 16 % от всего объема бумаг. Но в настоящее время эти планы имеют в собственности лишь 6 % акций. Постепенно их вытеснили другие виды пенсионных планов – с фиксированными взносами. В 1980 году у последних было 0 % бумаг, а сейчас в их руках находится 13 % от всех акций. Государственные пенсионные планы, чей приход в эту сферу несколько запоздал, владеют на сегодняшний день 10 % акций.

Доля владения акциями в пенсионных планах также упала с 30 % в начале 1990-х до сегодняшних 22 %, что немногим больше показателя 1980 года (19 %). За это время основной движущей силой революции собственников стали взаимные фонды. В 1950 году они владели лишь 3 % от общего количества акций, 10 лет спустя этот показатель вырос до 5 %, к 1990 году – до 8 %, к 2000 году – до 22 %. На сегодняшний день он составляет 32 %. Взаимные фонды являются крупнейшими держателями акций компаний США; общая стоимость такого пакета достигает 4 трлн долларов (табл. 2.1).

Табл. 2.1

Развитие управляющих капиталом в США: институциональная акционерная собственность¹²

¹² * С 1990 года частные фонды с фиксированными выплатами и с фиксированными взносами включают активы взаимных фондов акций. Итоговые значения приведены без учета этого дублирования. Сведения об активах эндаумент-фондов даны на основе отчетов за 2000 год.² Эндаумент-фонды, или фонды целевого капитала – фонды, сформированные за счет имущества некоммерческих организаций, собранного за счет пожертвований и переданного в доверительное управление с целью получения дохода для финансирования деятельности таких некоммерческих организаций. *Прим. науч. ред.*

Совокупная акционерная собственность, долл.	1950	1960	1970	1980	1990	2000	2011
Частные пенсионные планы с фиксированными выплатами	0	16 545	67 087	232 046	344 036*	1 248 035*	818 832*
Пенсионные планы с фиксированными взносами	0	0	0	0	277 390*	1 546 273*	1 993 564*
Пенсионные планы штатов и муниципальные пенсионные планы	29	600	10 100	44 300	284 569	1 298 683	1 527 792
Федеральный пенсионный план	0	0	0	0	340	56 576	124 109
Итого: пенсионные планы	29	17 145	77 187	276 346	890 812	3 325 841	3 366 113
Взаимные фонды	4497	19 770	43 982	47 356	249 429	3 328 983	4 936 165
Страховые компании	4690	12 437	27 771	78 573	161 869	1 083 259	1 558 973
Эндаумент-фонды ²	1273	5993	17 959	47 840	148 209	843 370	1 057 589
Прочие	3510	10 579	30 649	76 125	179 981	695 618	714 639
Итого	13 999	65 924	197 548	526 240	1 630 300	9 277 071	11 633 479
Доля от рынка акций, %							
Совокупная акционерная собственность, долл.	1950	1960	1970	1980	1990	2000	2011
Частные пенсионные планы с фиксированными выплатами	0	4	8	16	10*	8*	5*
Пенсионные планы с фиксированными взносами	0	0	0	0	8*	10*	12*
Пенсионные планы штатов и муниципальные пенсионные планы	0	0	1	3	9	8	9
Федеральный пенсионный план	0	0	0	0	0	0	1
Итого: пенсионные планы	0	4	9	19	27	21	20
Взаимные фонды	3	5	5	3	7	21	30
Страховые компании	3	3	3	5	5	7	9
Эндаумент-фонды	1	1	2	3	4	5	6
Прочие	2	3	4	5	5	4	4
Итого	10	16	24	36	49	59	70

Источник: отчет о движении капитала Федеральной резервной системы, III квартал 2011 года.

Сегодня революция собственников проявляется в том, что в руках институциональных инвесторов сосредоточено 10,8 трлн долларов от общего объема рынка акций США, который оценивается в 15 трлн долларов. Наши новые институциональные инвесторы на сегодняшний день владеют 60–75 % акций практически каждой публичной компании США, что позволяет им крепко держать в руках рычаги управления «корпоративной» Америкой.

Арендаторы и собственники

За небольшим исключением эти новые сильные институциональные агенты действуют скорее как арендаторы акций, а не как их собственники. Они активно изменяют структуру своих портфелей, совершают сделки (очевидно) в основном друг с другом и однозначно играют в бесполезную игру, которая обогащает лишь Уолл-стрит и не идет на пользу их принципалам. Оборачиваемость портфеля среднего взаимного фонда акций составляла 17 % в 1950-х и 25 % в 1960-х. Но к 1985 году оборачиваемость акций взлетела до 100 % и с тех пор остается на этом чрезвычайно высоком уровне. Скажем иначе, в 1950-х средний срок владения акциями в портфеле взаимного фонда составлял 5,9 года; в 2011 году он едва достигал одного года¹³.

Подобное усреднение – простой, но неточный способ оценки оборачиваемости портфелей взаимных фондов. Давайте посмотрим на показатель оборачиваемости фондов акций как группы, взвешенный по активам. В 2011 году активно управляемые взаимные фонды владели акциями на общую сумму в 3,8 трлн долларов. При этом стоимость покупки акций составила 2,69 трлн долларов; стоимость продажи – 2,70 трлн долларов¹⁴. Если мы возьмем меньшую из этих двух сумм (чтобы учесть сделки, необходимые для обеспечения притока капитала в фонды и оттока капитала из них) как процент от общей стоимости активов, мы получим оборачиваемость в 71 %. Реальные затраты на операции, однако, говорят о том, что мы должны внимательнее посмотреть на общий объем сделок (учитывая сделки как по покупке, так и по продаже). Эта величина достигает 5,4 трлн долларов, то есть почти в полтора раза больше, чем общая стоимость активов взаимных фондов акций, которая составляет 3,8 трлн долларов.

Однако как бы ни возрастали объемы сделок взаимных фондов с акциями по сравнению с традиционными уровнями, они теряются на фоне объемов торгов хедж-фондов, не говоря уже об объемах операций с экзотическими инструментами, такими как свопы на процентные ставки, обеспеченные облигации, производные финансовые инструменты: фьючерсы на товары, фондовые индексы, акции, и даже ставки на то, обанкротится ли та или иная компания (кредитно-дефолтные свопы). Общая номинальная стоимость этих инструментов, как я отмечал в главе 1, на сегодняшний день превышает 700 трлн долларов. Таким образом, то, что мы называли спекуляцией, стало играть главную роль на нашем огромном финансовом рынке. При этом инвестирование находится лишь на вторых ролях, если не считать на эпизодических.

¹³ Традиционно средний по отрасли срок владения активами для фонда рассчитывается путем деления величины оборачиваемости портфеля на 100. Таким образом, оборачиваемость портфеля в 100 % означает, что в среднем срок владения акциями составлял один год; оборачиваемость портфеля в 20 % означает, что в среднем срок владения акциями составлял пять лет и т. д.

¹⁴ Учтены только взаимные фонды акций активного управления. Индексные фонды пассивного управления (владеющие 28 % от общего объема активов фондов акций) на данный момент имеют оборачиваемость около 7 % в год.

Создание стоимости компании

Как уже говорилось в начале этой главы, усилия наших двух групп авторитетных агентов объединились в погоне за увеличением экономической стоимости корпораций. Но каким образом эта инвестиционная цель способствовала увеличению размаха безудержной спекуляции, которая сегодня охватила наши рынки? Это интригующая история, которая зависит от того, как мы определяем стоимость корпорации. Будучи много лет независимым директором в Mead Corporation (сегодня – MeadWestvaco), производителе бумажной продукции, участнике Fortune 500, я обладаю собственным опытом в этой сфере. Вот как совет директоров Mead определял свою цель:

Целью совета является достижение долгосрочной экономической ценности компании для ее акционеров. По мнению совета, корпорация должна войти в первую тройку компаний по увеличению экономической стоимости... Это достигается путем получения прибыли, величина которой должна превышать затраты на привлечение капитала в течение полного цикла, что обычно отражается в совокупной доходности акционеров.

В случае с Mead совокупная доходность измерялась показателем рентабельности совокупного капитала (return on total capital – ROTC), который затем сравнивался с аналогичным показателем обеих компаний-конкурентов и средним показателем по стране. Помимо того что этот совокупный показатель служил эталоном для оценки советом достижений компании, он являлся основой для системы материальных поощрений в Mead.

Миссия совета MeadWestvaco состоит в том, чтобы создавать добавленную стоимость, которая измеряется превосходством рентабельности совокупного капитала над затратами фирмы. Если компания не может вернуть акционерам капиталовложения, то логично было бы задать вопрос: почему они должны доверять совету собственные средства? Как пишет журнал Fortune: «Истинная стоимость акционерного капитала – это то, сколько могли бы получить ваши акционеры от прироста стоимости акций и дивидендов, если бы они инвестировали в портфель, имеющий такие же риски, что и ваш». Мы знаем, что в краткосрочной перспективе цены акций подвержены влиянию как квартальных показателей прибыли компании, так и ожиданий на рынке. Мы также знаем, что доходность, которая формируется из дивидендов, выплачиваемых компанией, и прироста стоимости ее акций, в конечном итоге на 100 % определяет стоимость компании для акционеров в долгосрочной перспективе.

Временные горизонты и источники доходности инвестиций

Итак, как же мы вычисляем «ценность коммерческого предприятия для акционеров»? Как мы измеряем его стоимость и за какой период? В частности, должна ли она быть равна краткосрочной, даже моментальной, стоимости акций? Или она должна соответствовать приросту внутренней стоимости компании в долгосрочной перспективе? По правде говоря, в долгосрочной перспективе это не имеет особого значения, поскольку доходность акций компании на фондовом рынке в долгосрочном периоде зависит исключительно от фундаментальных показателей компании. Например, дивидендная доходность и реальный, с учетом инфляции, прирост прибыли компаний США за последние 150 лет в совокупности составили немногим менее 7 % (4,5 % – дивидендная доходность и 2,5 % – реальный рост прибыли), что практически равно реальной доходности в 7 % за счет роста цены акций. *В долгосрочной перспективе тон задают именно фундаментальные показатели компаний, а не рыночная оценка.*

Однако в *краткосрочной перспективе* фундаментальные показатели часто заглушает спекуляция – цена, по которой на фондовом рынке оценивается каждый доллар прибыли компании. И этот шум нередко становится очень навязчивым. Как показано в табл. 2.2, по окончании одного года разница между годовым *инвестиционным* доходом на акции (дивиденды плюс прирост стоимости) и *рыночным* доходом (колебания цены, измеряемые на основе изменений отношения курса акций к доходу (коэффициент P/E)) может быть впечатляющей. В течение 85 из 125 годовых периодов с 1872 года она составляла не менее 10 процентных пунктов, а в течение 105 периодов – не менее 5 процентных пунктов. Если мы возьмем эти показатели за 10 лет на скользящей основе, то разница существенно уменьшается. Только 3 раза она превышала 10 %, 30 раз была выше 5 процентных пунктов и 72 раза – более 2 %. За 25-летний период разница практически исчезает: она ни разу не превысила отметку в 4 процентных пункта и только 25 раз была выше 2 процентных пунктов.

Табл. 2.2

Разница между доходностью инвестиций и доходностью рынка за 125 лет истории рынка

Срок владения акциями	Более 2% ±	Более 5% ±	Более 10% ±
1 год	94%	84%	68%
10 лет	62	27	3
25 лет	23	0	0

Примечание. Разница в 5 %, например, означает, что если фундаментальная доходность компании составляла 10 %, то рыночная доходность могла составлять более 15 % или менее 5 %.

Анализ годовой доходности фондового рынка США за последние 40 лет явно свидетельствует о существовании масштабных колебаний даже в течение десятилетия. Как показано в табл. 2.3, в 1970-х фундаментальные показатели компаний, измеряемые темпами роста прибыли и дивидендной доходностью в сравнении с индексом S&P 500, обеспечили доходность в 13,4 % годовых. При этом совокупная доходность фондового рынка составила

не более 5,9 % годовых. Снижение доходности на 7,5 % годовых объясняется снижением коэффициента «Цена/Прибыль» (P/E) с 15,8 до 7,3.

Табл. 2.3

Биржевая прибыль: «железное десятилетие», два «золотых десятилетия» и вновь «железное десятилетие»¹⁵

	Годовая доходность				
	1970-е	1980-е	1990-е	2000-е	1970–2010-е
Рост прибыли, %	9,9	4,4	7,4	0,8	5,5
Первоначальная дивидендная доходность, %	+3,5	+5,2	+3,2	+1,2	+3,5
Доходность инвестиций, %	13,4	9,6	10,6	2,0	9,0
Спекулятивная доходность*, %	–7,5	+7,7	+7,2	–3,2	+0,3
Рыночная доходность, %	5,9	17,3	17,8	–1,2	9,3
Коэффициент P/E					
на начало периода	15,8	7,3	15,2	30,6	15,8
на конец периода	7,3	15,2	30,6	22,0	22,0

Источник: Роберт Шиллер (Robert Shiller), www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm

В 1980-е годы, наоборот, фундаментальная доходность в 9,6 % наблюдалась параллельно с увеличением стоимости компаний на 7,7 %, так как коэффициент P/E вырос более чем вдвое – с 7,3 до 15,2. Это привело к повышению годовой доходности до 17,3 %. Что удивительно и не имеет прецедентов в истории, тот же сценарий развивался и в 1990-е. Такой неуклонный, в течение двух десятилетий (почти как по часам) рост не мог продолжаться вечно. И этого не случилось. В первое десятилетие 2000-х коэффициент P/E пережил колоссальное падение на треть, с 30,6 до 22,0. Это стало причиной снижения рыночной доходности на 3,2 % в год и привело к отрицательной совокупной доходности акций в –1,2 % в год. Можно сказать, что это было одним из самых неудачных десятилетий за последние 150 лет с точки зрения доходности акций. (Впрочем, это не должно никого удивлять, ведь с течением времени правило возврата к среднему (RTM) при оценке стоимости акций всегда себя оправдывало; более подробно о принципе RTM будет рассказано в главе 8.)

Мы знаем – мы действительно знаем, – что в долгосрочной перспективе рыночная доходность являет собой триумф фундаментальных показателей (прибыли и дивидендов) над спекуляцией в рыночной оценке этой доходности. Тем не менее в последние годы именно спекуляция была нашим основным двигателем. Мы продолжаем не замечать мудрого изречения Бенджамина Грэхема, процитированного выше: «В краткосрочной перспективе фондовый рынок ведет себя как машина для подсчета голосов, но в долгосрочной перспективе он действует как весы».

Однако тенденция вытеснения функции весов на финансовых рынках функцией машины для голосования не удивила бы Грэхема. Не вызвала бы она удивления и у весьма искушенного Кейнса. Вновь вспоминаю его слова о том, что ведущая роль спекуляции на

¹⁵ * Аннуализированное влияние изменения коэффициента P/E

рынке обусловлена «традиционным способом определения стоимости акций на основе массовой психологии большого количества неспециалистов». Будучи неспособными преодолеть массовое мнение, как он считал, даже профессиональные инвесторы будут предпринимать попытки «предусмотреть изменения в публичной оценке». Как он был прав!

Вывод Кейнса подтвердился, да еще как! Будучи экспертами в области инвестиций, управляющие пенсионных и взаимных фондов за последние 40 лет заняли доминирующее положение на рынке инвестиций, вытеснив с него «неспециалистов» прошлого. Вместо того чтобы прилагать усилия к определению стоимости компаний, они посвятили свою карьеру попыткам предугадать изменения в оценке акций широкой публикой. В долгосрочной перспективе некоторые из них, безусловно, преуспеют в этом. Тем не менее не только наши инвестиционные агенты, но и наши агенты корпораций демонстрируют ориентированность на краткосрочные ожидания на фондовом рынке, а не на внутреннюю стоимость, чтобы опять же извлечь из этого собственную выгоду.

«Шорт-термизм» и управляемая прибыль

Это был лишь вопрос времени, но в какой-то момент явление, которое называют *шорт-термизмом* (от англ. short-termism – чрезмерное фокусирование на краткосрочных целях), вышло из тени. Во многом благодаря краткосрочности у нас появился мир управляемой прибыли. И хотя управленческие функции возложены на исполнительные органы корпораций, они выполняют их все же с молчаливого согласия директоров и аудиторов, при горячей поддержке институциональных инвесторов, ориентированных на краткосрочные цели, и даже спекулянтов и арбитражеров, но не в ответ на потребности долгосрочных инвесторов. Нравится вам это или нет, но стратегия и финансовая отчетность корпораций тоже ориентированы на то, чтобы квартал за кварталом оправдывать ожидания Уолл-стрит в отношении прибыли этих компаний.

Желаемой целью является устойчивый рост прибыли. Управляйте им так, чтобы он составлял хотя бы 12 %, а также любой ценой избегайте того, чтобы не оправдать ожидания в отношении прибыли, на которую намекала (о которой шепнула или навскидку пообещала) компания в начале года. Если все принятые вами меры провалились, скройте реальные результаты путем слияний, увеличения предполагаемой доходности пенсионных фондов, однократного крупного списания средств или увеличения темпов поступления заказов на продукцию. Весь этот изобретательный финансовый инжиниринг, очевидно, служит лишь для того, чтобы раздуть цены акций, обогатить управляющих и дать институциональным инвесторам то, чего они хотят.

Но если фондовый рынок должен быть арбитром в вопросах стоимости, то он, как мне кажется, лучше выполнял бы данную функцию, если бы его оценки базировались на достоверной и точной финансовой отчетности и ориентации на долгосрочные перспективы оцениваемых компаний. Тем не менее рынок, судя по всему, идет в абсолютно противоположную сторону, так что нам есть над чем работать для улучшения ситуации. Если практика бухгалтерского учета в американских компаниях может служить предметом зависти для всего мира, то наша финансовая среда пронизана концепцией управляемой прибыли.

Общепринятой идеей является придание равномерности объявляемой прибыли. Это зачастую делается так: фондовым аналитикам даются «инструкции» по определению ожидаемой прибыли за год, после чего каждый квартал объявляется прибыль, «соответствующая ожидаемой» или, что еще лучше, «превышающая ожидаемую». Если прогнозы не оправдались, то перед этим обычно распускается слух о более низких показателях прибыли, которые, в свою очередь, должны быть достигнуты. Это иллюзорный мир, игнорирующий обычные взлеты и падения выручки и затрат коммерческой компании, мир, в котором «сюрпризов отрицательной прибыли» следует избегать любой ценой.

Предупреждения в адрес Уолл-стрит, высказанные бывшим председателем Комиссии по ценным бумагам и биржам Артуром Левиттом в его речи в 2007 году, были чрезвычайно прозорливы. Он выразил глубокую обеспокоенность тем, что управление прибылью зашло слишком далеко. Он указывал на злоупотребление высокими сборами при реструктуризации, изобретательность в бухгалтерском учете при поглощении компаний, уменьшение объема накопленных средств в случае необходимости, наличие внушительных «нематериальных» активов и преждевременный учет выручки. Он добавил, что «почти каждый член финансового сообщества несет ответственность за благоприятствование этому климату (наряду с руководством компаний)». Его слова в точности описывают порочную природу «счастливого тайного сговора».

В тесной связи с изобретательностью в финансовом учете находится ориентация фондового рынка на краткосрочные события (отклонения), а не на долгосрочную оценку. Фонда-

ментальным принципом инвестирования, с моей точки зрения, является долгосрочное (если не «бессрочное» – любимый срок владения активами, приписываемый Уоррену Баффету) *владение*. Но сегодня в основе большинства сделок лежит совершенно противоположное: *люди покупают клочки бумаги и продают их обратно*, совершая сделки друг с другом в течение короткого периода.

Как я уже отмечал ранее, играя в эти игры в фондовом казино, вы лишь повышаете долю крупье в доходности рынка и уменьшаете оставшуюся часть рыночной доходности, которая остается игрокам на бирже. Действительно, где же яхты, принадлежащие клиентам или, с учетом сегодняшней доходности, где их самолеты? В такой среде, очевидно, самой успешной стратегией является покупка акций и владение ими, а не новые игры в казино.

Один известный обозреватель описал эти проблемы намного лучше меня. В блоке 2.2 я представляю краткий обзор проблем и ряд решений от профессора Альфреда Раппапорта, которые он представил в своей книге «Спасти капитализм от шорт-термизма: как достичь долгосрочной стоимости и вернуть наше финансовое будущее» (Saving Capitalism from Short-Termism: How to Build Long-Term Value and Take Back Our Financial Future), которая вышла в издательстве McGraw-Hill в 2011 году.

Блок 2.2

Выдержки из работы «Спасти капитализм от шорт-термизма: как достичь долгосрочной стоимости и вернуть наше финансовое будущее»

Альфред Раппапорт

«Слишком многие руководители корпораций одержимы квартальной прибылью и текущим курсом акций их компаний. Аналогичным образом, слишком многие управляющие капиталом, опасаясь, что плохие показатели работы в течение короткого периода времени приведут к оттоку средств из фонда, уделяют чрезмерное внимание квартальной доходности и ее соответствию целевым уровням и показателям конкурирующих фондов. Такое поведение нетрудно понять. Люди делают то, за что получают вознаграждение. Поощрение имеет значение.

Шорт-термизм, одержимость быстрыми результатами вне зависимости от возможного возникновения проблем в долгосрочной перспективе, стал основным фактором, вызвавшим сегодняшний мировой финансовый кризис. Если наше общество не начнет борьбу с ним, то шорт-термизм не только усугубит кризисы в будущем, но и станет угрозой доминированию системы свободного рынка.

Проблемы

- Одержимость быстрыми результатами очень негативно отражается на потенциале компаний, на экономике в целом и на пенсионных накоплениях рядовых граждан. Наша экономика перешла от эпохи предпринимательского капитализма, когда собственники занимались управлением, а управляющие были собственниками, к сегодняшней эре агентского капитализма,

характеризующейся преобладанием управляющих компаниями и капиталом, ответственных за чужие денежные средства, в публичных корпорациях и на финансовых рынках.

- Чрезмерно высокое вознаграждение за краткосрочные финансовые результаты привело к тому, что покупатели недвижимости, оценщики, ипотечные кредиторы, рейтинговые агентства, инвестиционные банки и институциональные инвесторы стали бездумно принимать на себя огромные риски. Это негативно сказалось на стоимости компаний и во многом способствовало финансовому кризису 2007–2009 годов. Каждая из сторон действовала в собственных интересах, отвечая на предлагаемые ей меры поощрения и стимулирования. Основная проблема состоит в том, что деловому и инвестиционному сообществу не удалось адаптировать практику своей деятельности и, в частности, схемы выплаты вознаграждений к экономике, в которой ведущую роль играют профессиональные управляющие, ответственные за чужие денежные средства.

- Повсеместно распространенный принцип “Мы управляем так, чтобы максимально увеличить ценность компании для акционеров” не соответствует тому, как в реальности осуществляется управление публичными компаниями. Управление стоимостью означает обращение внимания в первую очередь на денежные потоки, а не на прибыль; оно означает управление с учетом долгосрочной, а не краткосрочной перспективы; и, что наиболее важно, оно означает необходимость для управляющих учитывать риски. Вместо этого создается впечатление, что большинство руководителей одержимы игрой в обеспечение соответствия прибыли прогнозам Уолл-стрит и краткосрочными ценами акций. Таким образом, они негативно влияют на ценность компании для акционеров в долгосрочной перспективе.

- Ежеквартальная оценка работы управляющих фондами приводит к тому, что они предпочитают обезопасить себя (показывая эффективность, близкую к выбранным эталонным индексам), а не максимизировать долгосрочную доходность акционеров. Измерение относительной краткосрочной эффективности не только стимулирует шорт-термистские взгляды, но и заставляет управляющих фондами следовать за толпой, даже если сами они уверены в том, что курс акций определен неверно. Все это усугубляет формирование ценовых пузырей и приводит к обвалам рынка.

Схемы стимулирующих выплат исполнительным директорам, руководителям операционных подразделений и ведущих сотрудников должны заставить их сосредоточить усилия на увеличении стоимости компании в долгосрочной перспективе как на основной цели.

Руководство и советы директоров должны сделать так, чтобы преимущества увеличения стоимости компании в долгосрочной перспективе перевешивали риски краткосрочного падения цен акций. Финансовая отчетность корпораций более не отвечает своей основной задаче, которая заключается в том, чтобы предоставлять инвесторам и иным заинтересованным лицам информацию, необходимую для оценки величины, сроков и рисков будущих финансовых потоков. В связи с этим требуется масштабная реформа в сфере финансовых отчетов. Должна быть внедрена новая форма отчетности, отражающая эффективность работы компании.

Здесь необходимо будет учесть основные недостатки отчета о финансовых результатах, а именно – отделить измеримые показатели (денежные потоки за предыдущие периоды) от приблизительных прогнозов в отношении будущих денежных потоков (начисления).

Активное управление является более затратным по сравнению с пассивным, поэтому активно управляемые фонды должны в совокупности демонстрировать менее высокую доходность, чем индексные фонды. Поскольку лишь небольшое число фондов сможет в течение долгого времени превосходить свои эталонные индексы, активно управляемые фонды акций будут вынуждены провести значительные реформы, если они хотят привлекать денежные средства инвесторов в будущем. Одним из возможных решений может стать переход от взимания комиссионных, исходя из рыночной стоимости активов в управлении (эти сборы оплачиваются вне зависимости от результатов работы фонда), к взиманию сборов на основе эффективности работы. Это позволило бы сблизить интересы управляющих и долгосрочных инвесторов фонда».

Анализ и выводы, сделанные профессором Раппапортом, не были первыми размышлениями на тему шорт-термизма и управляемой прибыли. За несколько лет до него, по мере того как провал нашего общества собственников становился все более очевидным, Круглый стол бизнеса по проблемам корпоративной этики¹⁶ при поддержке Центра по сохранению целостности финансового рынка при Институте дипломированных финансовых аналитиков¹⁷ поднял этот вопрос в 20-страничном докладе под названием «Разорвать порочный круг шорт-термизма» (Breaking the Short-Term Cycle). В 2009 году Аспенский институт опубликовал работу «Преодоление шорт-термизма: призыв к более ответственному инвестированию и управлению бизнесом» (Overcoming Short-Termism: A Call for a More Responsible Approach to Investment and Business Management).

Оба этих замечательных доклада ставили своей целью стимулировать терпеливое и бережное отношение к капиталу. Они стремились побудить инвесторов отказаться от «накрутки» (*churning*)¹⁸ и в целом укрепить позиции долгосрочного инвестирования, задействовав естественные рыночные силы и определив систему поощрений для участников рынка, чтобы изменить их поведение. Авторы докладов требовали четко определить и неуклонно реализовывать на практике расширенный стандарт фидуциарной ответственности, позволяющий сблизить интересы инвесторов и финансовых посредников. Кроме того, они озвучили необходимость в структурных изменениях, направленных на создание базиса для выплаты вознаграждений тем управляющим, которые ориентированы на долгосрочные цели, в зависимости от эффективности работы их фондов в долгосрочном периоде.

Обе группы призывали координировать меры налогового стимулирования: значительно увеличить разницу в ставках налогообложения при краткосрочном и долгосрочном владении акциями и ввести акцизный сбор (в том числе для организаций, освобожденных от уплаты налогов). Это сдерживало бы избыточную торговлю акциями и стимулировало долгосрочное инвестирование. Обе группы указывали на необходимость реформирования практики управления прибылью, а также на нецелесообразность достижения финансовых целей путем применения агрессивных технологий бухгалтерского учета.

¹⁶ Business Roundtable Institute for Corporate Ethics.

¹⁷ Chartered Financial Analyst (CFA) Institute Center for Financial Market Integrity.

¹⁸ Излишние, экономически не оправданные операции управляющих активами по счетам инвесторов для создания оборотов и взимания комиссии с этих операций; противозаконная практика. *Прим. науч. ред.*

Еще раньше, в 2003 году, Комиссия по частному предпринимательству и общественному доверию¹⁹ – группа ведущих профессиональных инвесторов, глав корпораций и управляющих государственными пенсионными фондами, организованная Conference Board²⁰ и финансируемая Pew Foundation, – представила свой отчет. В нем анализируются проблемы, вызванные не только тем, что инвесторы в своей деятельности ориентируются на краткосрочную перспективу, но и неспособностью руководства многих компаний решать определенные задачи, стоящие перед нашей корпоративной системой. Комиссия дала ряд рекомендаций, направленных на восстановление доверия в корпоративной системе, которое было подорвано поведением руководителей компаний и управляющих денежными средствами. Создание Комиссии при ассоциации Conference Board стало ответом на крах некоторых крупнейших корпораций (в частности, Enron, WorldCom, Quest Communications, Tyco International, Health-South и Arthur Andersen, входившей в «большую пятерку» аудиторов), что заслуживало открытого обсуждения. Как и в других докладах, в отчете звучала мысль о том, что компании должны поддерживать более тесную связь с акционерами, особенно в части представления прозрачной и полной финансовой отчетности.

Что касается корпоративного управления, Комиссия требовала предоставить долгосрочным инвесторам бюллетени для голосования, расширить права акционеров на участие в управлении компаниями, утвердить минимальные сроки владения акциями для получения полных прав голоса и установить стандарты владения акциями для получения права назначать директоров (например, совокупное владение не менее чем 5 % акций компании в обращении в течение не менее трех лет). Авторы доклада настаивали на том, что акционеры должны иметь право утверждать опционные программы на базе акций компании и иные планы компенсаций. Комиссия также согласилась с тем, что у корпорации должен быть стимул к разработке долгосрочных целевых показателей эффективности работы, которые подкрепляют долгосрочные цели компании, установленные ее руководством. При этом вознаграждение членов правления необходимо увязывать с решением конкретных стратегических задач. Да, с этим не поспоришь, ведь частная компания зависит от общественного доверия²¹.

¹⁹ Commission on Private Enterprise and Public Trust.

²⁰ The Conference Board – американская некоммерческая членская ассоциация, занимающаяся групповыми экономическими исследованиями. Ее членами является более 1200 публичных и частных компаний из 60 стран мира. Ассоциация основана в 1916 году как Совет национальной промышленной конференции (National Industrial Conference Board – NICB). *Прим. науч. ред.*

²¹ Небольшое уточнение: ваш покорный слуга участвовал во всех трех исследованиях. Я был членом Комиссии в то время, когда пост сопредседателя занимал бывший министр торговли Питер Петерсон, а в ее состав входили бывший председатель Федеральной резервной системы Пол Волкер, основатель компании Intel Эндрю Гроув и CEO компании Johnson & Johnson Ральф Ларсен. Кроме того, я входил в состав рабочей группы Института дипломированных финансовых аналитиков и Коалиции Аспенского института. Я имел честь высказать свои взгляды и многое почерпнул из суждений других членов этих первоклассных групп. И я целиком поддерживаю все, что вошло в представленные ими доклады.

Провал стражей

Каким же образом, спросите вы, эти преступления против культуры долгосрочного инвестирования могут не только существовать, но и процветать в обществе свободных конкурентных рынков? И хотя все они происходят под носом у политических и профессиональных институтов, созданных для того, чтобы служить стражами «корпоративной» и «инвестиционной» Америки, слишком редко кто-либо из этих стражей поднимается и бьет в набат.

В последние годы финансовый сектор играл все более важную роль в корпоративном сегменте. Его корни проросли вглубь и вширь, а во многих случаях даже служат поддержкой «счастливому тайному сговору», который я подробно рассматривал в этой главе. По мере вытеснения доминировавшей когда-то культуры долгосрочного инвестирования культурой краткосрочной спекуляции мы все оказались затронуты негативными последствиями шорт-термизма. Результат этого никогда сомнений не вызывал.

В то время как руководители (агенты) корпораций и управляющие (агенты) капиталом ориентируются на эфемерные биржевые курсы, а не на внутреннюю стоимость акций, почти все эти стражи, которым мы доверили блюсти интересы общества, либо игнорировали потенциальные последствия этого, либо содействовали их разрушающему действию. Данный процесс затронул не только корпоративную культуру, но и властные органы. Личная заинтересованность и экономические силы формировали общую культуру того, что я называю «корпоративно-инвестиционным комплексом». Давайте кратко рассмотрим ту роль, которую сыграли 10 главных стражей в содействии утверждению новой культуры спекуляции, особенно в период, предшествовавший кризису 2007–2009 годов и после него.

1. Конгресс

Конгресс, проявивший халатность в 1990–2000 годах, проигнорировал усиление проблем и даже усугубил их, отменив закон Гласса – Стиголла и позволив не относить опционы на акции на затраты компаний. Затем, потрясенные шокирующими скандалами в некоторых крупнейших национальных корпорациях в 2001 году, избранные нами госчиновники вышли на сцену с законом Сарбейнза – Оксли 2004 года (известным как SOX). Закон требовал реализации вполне разумных и обоснованных реформ, хотя и широко критиковался в отрасли.

Оказывая слишком большое давление на поддерживаемые правительством ипотечные агентства Fannie Mae и Freddie Mac, Конгресс подлил масла в огонь, который уже готов был разгореться скандалом с ипотечными ценными бумагами. Конгресс требовал, чтобы эти финансируемые правительством агентства (по своему статусу являющиеся публичными акционерными компаниями) увеличили свою долю финансовых обязательств в связи с безусловно благой для общества целью: обеспечением граждан собственным жильем. При этом, однако, Конгресс игнорировал однозначно губительные последствия подобного шага. Частные компании, такие как Countrywide и Washington Mutual, уже предоставившие ипотечные кредиты на миллиарды долларов неквалифицированным заемщикам, также внесли свой вклад в потенциальные убытки. Последовало неизбежное падение цен на жилье.

После обвала рынка недвижимости, злоупотреблений сложными финансовыми производными инструментами, краха некоторых крупнейших финансовых компаний Америки и последовавших за ними государственных мер по их спасению Конгресс снова начал действовать, приняв в 2010 году закон Додда – Франка о реформировании Уолл-стрит и защите прав потребителей. Как всегда, он смотрел назад, а не вперед. Многие процедуры претворения норм этого закона в жизнь еще не утверждены, а конечная его эффективность еще не ясна. По моему мнению, данный закон, несмотря на его обоснованность, имеет ряд недостат-

ков, которые нам еще навредят. Правило Волкера на сегодняшний день, конечно, является необходимостью. Однако возвращение закона Гласса – Стиголла, который в 1933 году разделил банки на сберегательные и инвестиционные, но был отменен Конгрессом в 1999 году, стало бы намного более простым и эффективным шагом. И да, я поддерживаю идею создания нового Бюро по финансовой защите прав потребителей, но горькие ошибки политики Вашингтона почти наверняка испортят внедрение и этой инициативы. Результаты работы Конгресса – одно попадание и множество ошибок.

2. Судебная система

Несмотря на то что судебная система в целом делает свою важную работу последовательно и без каких-либо поблажек, в последние годы мы наблюдали серьезные провалы, когда она неспособна была выносить решения, основанные на здравом смысле и понимании фактов. Как я отмечаю в главе 3, меня пугает решение, вынесенное Верховным судом США в 2011 году по делу *Citizens United*, которое не только позволяет, но, кажется, и поощряет финансирование политических партий, часто не отражая такие взносы в раскрываемой ими отчетности. (В указанной главе я также описываю мою попытку позволить акционерам решать, давать ли свое согласие на такие взносы.) Через год после вынесения этого судебного решения мы уже могли наблюдать, как отразились безрассудные расходы миллиардеров на политические кампании во время тяжелых праймериз. Суд также провалил экзамен на служение интересам взаимных фондов, предоставив возможность управляющим самостоятельно определять размер комиссии за консультации. Судья Алито, подписавший за большинство судей в деле «Джонс против *Harris Associates*», судя по всему, не видит разницы между *сборами* за консультации и *ставками сборов* за консультации²².

Суды низших инстанций также нас подвели. Второй окружной апелляционный суд отказал Комиссии по ценным бумагам и биржам в выполнении ею своей работы по защите прав инвесторов, сорвав попытки Комиссии позволить акционерам получать бюллетени для голосования. Мотивировалось это тем, что установленное на федеральном уровне требование об анализе затрат и результатов не было надлежащим образом исполнено. Но сколь благородной ни была бы эта цель, Суд, вероятно, не понимает того, что если затраты на выполнение большинства федеральных требований являются материальными и легко подсчитываются, то основные выгоды часто могут быть нематериальны и не поддаются подсчету. Как, например, можно определить хотя бы приблизительную стоимость прав акционеров и корпоративной демократии?

В статье датского писателя и ученого Бьерна Ломборга, опубликованной в *The Wall Street Journal* в апреле 2012 года, автор прекрасно описал это противопоставление. «Экономисты не пользовались большой популярностью со времен финансового кризиса, поскольку их профессия вырисовывалась как безрассудная ориентация на неубедительные математические модели в противовес здравому смыслу... Анализ затрат и выгод может показаться весьма достоверным подходом – прагматичным и денежно ориентированным. Однако того требует мир дефицита и конкуренции за ресурсы. *Хороший же анализ затрат и результатов включает в себя нечто большее, чем просто экономические затраты*» [курсив мой. – Д. Б.].

²² В своем экспертном заключении по делу «Джонс против *Harris Associates*», которое было представлено мной в Верховный суд в 2009 году, я напирал на это различие, как только мог. Но мое страстное обращение, вероятно, даже не было рассмотрено при выражении судьей Алито мнения большинства судей.

3. Комиссия по ценным бумагам и биржам (SEC)

SEC слишком часто не соответствовала цели своего создания – защите интересов инвесторов. Неспособность исправить в лучшем случае вводящие в заблуждение финансовые отчеты наших крупнейших корпораций, кажется, никогда не привлекала внимания SEC. А неспособность раскрыть крупнейшую «схему Понци», созданную Мейдоффом, в которой были задействованы активы инвесторов на 60 млрд долларов, дала критикам SEC давно изыскиваемую ими возможность лишить ее ресурсов, необходимых для работы. Председатели Комиссии Артур Левитт и Уильям Дональдсон, без сомнения, мудро служили своему делу во время нахождения на посту (в 1993–2000 годах и 2001–2005 годах соответственно). Но заслуги их преемников весьма неоднозначны. Срок полномочий нынешнего председателя Мэри Шапиро только начался. На мой взгляд, она обладает правильной системой ценностей и четко ориентирована на защиту инвесторов. Естественно, ее принципиальная позиция, направленная на защиту участников фондов денежного рынка от еще одного панического изъятия средств, лишь укрепляет мою уверенность.

Некоторые из наиболее значимых инициатив Комиссии, направленных на регулирование деятельности взаимных фондов, корпоративное управление и предоставление бюллетеней для голосования, к сожалению, были отклонены в судах по техническим причинам. Мы можем отчасти винить Конгресс в этой проблеме. Как уже отмечалось выше, требование о том, чтобы все новые федеральные нормативно-правовые акты подкреплялись анализом затрат и результатов, – неплохая идея. Но давайте посмотрим на это с другой стороны: как вы сможете измерить выгоды федерального стандарта фидуциарной ответственности для управляющих капиталом? В результате анализ затрат и результатов используется противниками реформы, чтобы задушить любые меры, предложенные регуляторами. Эта целенаправленная тактика до сих пор успешно применяется в наших судах.

4. Совет управляющих Федеральной резервной системы

За возникновением пузыря на рынке жилищного строительства стояла чрезвычайно либеральная денежно-кредитная политика, которую поддерживал действовавший в то время председатель Федеральной резервной системы Алан Гринспен. Он сделал займы дешевыми для спекулянтов и допускал чрезмерную долговую нагрузку и использование заемных средств в нашей финансовой системе. Но, вероятно, такое же значение имел и тот факт, что Федеральная резервная система почти полностью игнорировала высокие риски кредитной деятельности, которую осуществляли банки и коммерческие кредиторы (примеры таких компаний приведены выше), обрубая жизненно важную связь между заемщиком и кредитором. Гринспен, к величайшему сожалению нашего общества, просто отметал предупреждения своих коллег по Совету о серьезных проблемах на рынке ипотечного кредитования.

В пользу Гринспена можно отметить, что в своих показаниях перед Конгрессом в октябре 2008 года он признал свою ошибку. По выражению бывшего главы ФРС, кризис был вызван «кредитным цунами такой силы, какое бывает раз в 100 лет», и это цунами возникло вследствие обрушения «всего здания человеческого интеллекта». «Те из нас, кто надеялся на личную заинтересованность кредитных организаций в защите акционерного капитала (и я, в частности), находятся в состоянии шока. Они просто не могут в это поверить», – сказал он. Неспособность личной заинтересованности обеспечить саморегулирование, по его словам, была «недостатком в модели, которую я воспринимал как важную функционирующую структуру, объясняющую, как работает мир». Как заметил один из авторов журнала

The New Yorker Джон Ланчестер: «Это действительно чрезвычайно большая структура, в которой сложно не найти недостатков».

5. Рейтинговые агентства

Присваивая рейтинг AAA множеству новых выпусков ипотечных облигаций, рейтинговые агентства, обладавшие соответствующими полномочиями на федеральном уровне, превращали высокорисковую спекуляцию с использованием заемных средств в приемлемую форму инвестирования для кредиторов, которые жаждали пустить в дело свои капиталы под щедрые ставки доходности. Почему кредиторы и их специалисты по инвестициям безоговорочно соглашались с этими рейтингами, это уже другая история. Standard & Poor's и Moody's, два крупнейших рейтинговых агентства, безусловно, получали высокую плату (обычно 300 000–500 000 долларов, а иногда и до 1 млн долларов за выпуск) от эмитентов за присвоение этих инвестиционных рейтингов. Очевидно, что здесь прослеживается потенциальный конфликт интересов, поскольку часто высшие рейтинги присваивались только после того, как рейтинговое агентство проводило работу с эмитентом по устранению препятствий на пути получения столь желаемого «тройного А» (необходимого, чтобы продать низкокачественные бумаги, как считается, хорошо информированным институциональным инвесторам). Влияние рейтинговых агентств столь глубоко укоренилось в наших процедурах работы и на нашем финансовом рынке, что ни Конгресс, ни регуляторы до сих пор не нашли способов снижения значимости той роли, которую эти агентства играют в рыночной системе.

6. Аудиторы

Наши сертифицированные аудиторы (certified public accountant – CPA), безусловно, играли роль поддержки в «счастливом тайном сговоре» между двумя группами агентов – руководителями корпораций и управляющими капиталом, – которые постепенно сместили акцент в своей деятельности в пользу достижения краткосрочной прибыли. Аудиторы слишком часто действовали как партнеры руководства, хотя они должны быть независимыми экспертами, подтверждающими финансовую устойчивость компании на основе ее бухгалтерского баланса и отчета о финансовых результатах.

Легко понять, почему компании хотели бы использовать лазейки в GAAP²³, чтобы увеличить объявляемую прибыль. В течение многих десятилетий наши аудиторы, например, не видели проблем в предоставлении консалтинговых услуг по вопросам управления (высокодоходной и высокоэффективной деятельности), в то время как они должны были оказывать компании услуги по независимой экспертизе. Этот очевидный конфликт интересов не соответствует принципу независимости. К чести председателя ФРС Левитта (и несмотря на серьезную оппозицию в Конгрессе) он в конце концов выиграл битву за отнесение опционов на затраты, а также сумел запретить аудиторам предоставлять аудиторские и консалтинговые услуги одному и тому же клиенту.

Во время моей службы в Совете по стандартам независимости (Independence Standards Board), созданном Левиттом, я работал с тремя другими членами совета и CEO четырех крупнейших аудиторских компаний в стране. Когда аудиторы выдвигали причины, почему их независимость является основой для обеспечения целостности их экспертных заключений, они снова и снова упоминали «репутационные риски». То есть, если бы они действовали каким-либо иным образом, кроме как независимо, это бы фатально отразилось на их репутации. Но меня всегда интересовало, нет ли реальных репутационных рисков в жест-

²³ Generally Accepted Accounting Principles – общепринятые принципы бухгалтерского учета. *Прим. науч. ред.*

кости, непримиримой верности своим позициям и в требовании точного соблюдения духа и буквы ГААР? Сохранили бы они в этом случае свою клиентуру? Привлекли бы новых клиентов? Увы, этот вопрос никогда не обсуждался.

7. Финансовая пресса

За редким исключением, журналисты и редакторы деловых изданий не смогли разглядеть сгущавшийся дым, который стал предвестником огненной бури в мире финансов в 2008–2009 годах. Возможно, это требовало утомительных масштабных исследований. Возможно, финансовые махинации были слишком сложны. Возможно, наши финансовые инженеры оказались столь хитры, что смогли умело скрывать свои действия. При этом трудно понять, почему финансовые журналисты уделяли столько внимания колебаниям фондового рынка, когда каждый подъем или спад рассматривался как достойное упоминания в прессе событие, хотя эта торговая активность на самом деле означала лишь передачу прав собственности на акции от одного инвестора к другому. Почему пресса не уделяла внимания глобальным трендам и встречным течениям в нашем финансовом секторе вместо того, чтобы квартал за кварталом освещать краткосрочную (или даже долгосрочную) эффективность «лучших» взаимных фондов за истекший период? Да, были журналисты, бывшие в набат, — я имею в виду Гретхен Моргенсон и Флойда Норриса из *The New York Times*, Джонатана Клементса и Джейсона Цвейга из *The Wall Street Journal* и некоторых других. Но слишком немногие их коллеги воспринимали и поддерживали этот «тревожный звон».

8. Аналитики по ценным бумагам

Вероятно, вы полагаете, что профессиональные аналитики по ценным бумагам, работающие в крупнейших финансовых институтах, стояли на «первой линии защиты» от скандалов в сфере аудита, свидетелями которых мы стали за последние 10 лет. В конце концов, эти хорошо подготовленные профессионалы в области инвестиций обычно имеют прямой доступ к CEO и CFO²⁴ корпораций, которые они оценивают. Но аналитики по ценным бумагам продающей стороны (то есть консультанты, представляющие интересы брокерских компаний) в массе своей не смогли заметить или сообщить о финансовых махинациях, имевших место в бухгалтерском учете компаний, акции которых они анализировали. Конфликты интересов были широко распространены, особенно если компании (привлекавшие аналитиков за солидные вознаграждения) участвовали в IPO именно тех компаний, за анализ акций которых несли ответственность их аналитики по ценным бумагам. Отрицательная оценка акций означала бы не только потерю *части* прибыльного бизнеса по андеррайтингу — это был риск потери *всего* потенциального бизнеса андеррайтинга.

В соответствии с соглашением, заключенным с генеральным прокурором Нью-Йорка Элиотом Спитцером, компании, которые привлекли к работе аналитиков, представлявших на Уолл-стрит интересы продавцов и вовлеченных в конфликт интересов, в итоге заплатили за то, что они сделали (или не смогли сделать) штраф в 1,2 млрд долларов. Вынужден отметить, что аналитики со стороны покупателей, которые не были вовлечены в конфликт интересов и работали на крупных институциональных инвесторов, тоже не обращали внимания на нарушения, имевшие место при представлении отчетности о прибыли компаний. Или, возможно, собственные карьерные интересы заставляли их идти в ногу с системой «управления прибылью».

²⁴ CFO (Chief Financial Officer) — главный финансовый директор. *Прим. науч. ред.*

Лишь немногие аналитики по ценным бумагам, обычно в ущерб своей карьере, принимали вызов системы и анализировали ошибки Уолл-стрит. Одним из них был опытный банковский аналитик Майк Майо, который приложил все свои усилия, чтобы разъяснить, почему Уолл-стрит не терпит правды. В результате он стал «Изгоем Уолл-стрит» (*Exile on Wall Street*). Именно так называлась его книга 2011 года, из которой я привожу эти пронзительные (и честные) слова:

Аналитики должны проверять работу финансовой системы. Это люди, которые могут разобраться в финансах компании и объяснить инвесторам, что происходит в реальности. Всего имеется около 5000 так называемых аналитиков продающей стороны, «сторожевых псов» американских компаний. К сожалению, многие из них – не более чем чирлидеры²⁵. Они боятся нарушить покой в своих компаниях, боятся отвлечь от себя организации, которые отслеживают, или навлечь гнев руководителей. Даже сегодня аналитики лишь в 5 % случаев рекомендуют инвесторам продавать акции. При этом любой первокурсник программы MBA²⁶ может сказать вам, что 95 % акций не могут быть фаворитами.

Много лет я указывал на такие проблемы банковского сектора, как чрезмерные риски, колоссальные компенсационные выплаты банкирам, более агрессивная кредитная политика. В результате я подвергался нападкам, меня игнорировали, мне угрожали судом, руководители банков смеялись надо мной – все это делалось с намерением убедить меня смягчить позицию. Что нам необходимо, так это более совершенный вариант капитализма, и он начинается с бухгалтерского учета. Пусть банки работают свободно, но при этом обеспечивают всем желающим возможность ознакомиться с показателями (реальными показателями); это включает также политику в области банкротств. Пусть те, кто желает заработать на рисках – кредиторы, заемщики и руководители банков, – также отвечают за свои ошибки. Нам просто необходимы изменения в культуре, чтобы аналитики проявляли любознательность, работали независимо и могли делать критический анализ публичных компаний, контролирующих значительную часть экономики.

9. Директора

Вполне можно предположить, что директора компаний или взаимных фондов будут действовать так, чтобы предотвратить скандалы в своих структурах (как, например, в случае с Enron или торговлей в разных часовых поясах). Но если и были руководители, вставшие на защиту инвесторов, интересы которых они призваны защищать, то я о таких не слышал. Во главе крупнейших инвестиционных банков Уолл-стрит, которые лопнули (или лопнули бы без программ по их спасению, столь щедро оплаченных налогоплательщиками), стояли директора с самыми безупречными характеристиками, которые только можно себе вообразить. (Не буду называть их имена.)

Но они оказались либо дезинформированы, либо недостаточно информированы о постыдных финансовых махинациях, которые происходили буквально под самым их носом.

²⁵ Чирлидер – участник танцевальной группы поддержки спортивной команды. *Прим. ред.*

²⁶ MBA (Master of Business Administration) – мастер (магистр) делового (бизнес-) администрирования; квалификационная степень в управлении, предполагающая наличие у ее обладателя достаточных знаний для осуществления руководящей деятельности среднего и высшего звена. *Прим. науч. ред.*

Я не знаю этому иного объяснения, кроме того, что они пренебрегали своими фидуциарными обязательствами перед акционерами, избравшими их. Еще до того, как разразился последний финансовый кризис, Уоррен Баффет отмечал, что даже «умные и достойные директора, к сожалению, не справились со своими обязанностями». Он называл их «виляющими хвостом щенками», которые смиренно следуют рекомендациям консультантов по компенсациям.

Баффет еще сильнее критикует директоров взаимных фондов. Здесь он усиливает свою метафору, называя их даже не «щенками», а «комнатными собачками». Все ожидали, что они будут «доберманами», а они оказались «кокер-спаниелями». Его критика вполне справедлива.

Где были директора, которые контролировали взаимные фонды, замешанные в скандале с маркет-таймингом (был раскрыт генпрокурором Нью-Йорка Элиотом Спитцером в 2003 году)? Читали ли они вообще годовые отчеты фондов, которыми руководили, где явно прослеживались поразительные объемы сделок по покупке и продаже паев фонда? (Иногда годовой объем сделок с паями фонда даже превышал общую сумму активов самого фонда!) Почему они не обратились в суд с исками к управляющим, которые принимали участие в этих заговорах по обману долгосрочных инвесторов фонда, чьи интересы они обязаны были блюсти? Почему они продлевали договоры на управление фондами с теми, кто был замешан в этом (опять же) «счастливым тайным сговоре»? Еще раз цитируя Баффета, скажем: «Как и все директора в “корпоративной” Америке, эти доверенные лица должны принять решение, кому они служат: собственникам или управляющим».

10. Акционеры

Акционеры призваны были стать последними из стражей, ведь на кону стоит будущее компаний, чьими акциями они владеют. Они должны быть обеспокоены, и весьма серьезно, всеми теми нарушениями, которые я описал в этой главе. Самой большой загадкой остается, как и почему институциональные инвесторы, владеющие (в конечном итоге осуществляющие тотальный контроль) практически всеми публичными корпорациями в стране, проигнорировали (или просто не поняли) то, что делали многие корпорации, пытаясь добиться фантастической краткосрочной доходности (вспомним машину для подсчета голосов) вместо реальной долгосрочной ценности (вспомним весы). О чем думали эти собственники? Как они могли поддерживать стольких управляющих и директоров компаний, вовлеченных в финансовый инжиниринг прибыли, и голосовать за них год за годом? Обращали ли они внимание на то, что управление подконтрольными им компаниями часто осуществлялось в интересах их руководителей, а не акционеров? Почему они не использовали права собственников, чтобы потребовать от руководства компаний соблюдения своих интересов?

Это отдельная тема для разговора. В следующей главе мы подробнее поговорим о том, почему уклонявшиеся от обязанностей институциональные инвесторы (агенты) не смогли надлежащим образом защитить интересы своих принципалов. Основной причиной тому были движущие силы «счастливого тайного сговора» и шорт-термизма, ставшие характерными для общества двойных агентов. Далее рассмотрим ряд рекомендаций, которые призваны помочь восстановить традиционную культуру нашего капитализма.

Вывод

Самой необъяснимой неудачей этих десяти стражей, на которых была возложена ответственность за сохранение корпоративной целостности в Америке, стал провал институциональных управляющих капиталом. В конце концов, эти управляющие были в наибольшей степени заинтересованы в результатах, имели все возможности оценить свою ответственность и шансы начать реформы. Как я писал в одной из своих предыдущих книг, «кто-то должен следить за этими корпоративными и финансовыми гениями». Поскольку другие стражи вряд ли справляются со своей ролью, а участники фондов не могут делать это самостоятельно, управляющие фондов, имея аналитические способности, возможности для исследований и большой опыт голосования по доверенности, должны были заполнить этот пробел. После того как они столько лет молчали о проблемах корпоративного управления, для взаимных и пенсионных фондов – этих мощных институциональных инвесторов – настало время нарушить молчание и встать на сторону своих клиентов.

Глава 3

Молчание фондов

Почему взаимные фонды должны выступить по вопросу управления нашими национальными корпорациями

Пастырь добрый полагает жизнь свою за овец. А наемник, не пастырь, которому овцы не свои, видит приходящего волка, и оставляет овец, и бежит; и волк расхищает овец, и разгоняет их. А наемник бежит, потому что наемник, и не радит об овцах.

Иоанн 10:11–13

Есть только две категории клиентов, которых мы не можем позволить себе обидеть: действующие и потенциальные.

Анонимный управляющий капиталом

В моей диссертации 1951 года, посвященной индустрии взаимных фондов, рассматривалась роль взаимных фондов в корпоративном управлении. В те далекие дни фонды не стремились к тому, чтобы их голос был услышан. Общепринятым был такой подход: «Если тебе не нравится руководство, просто продай акции». Тем не менее мне удалось найти ряд примеров активной позиции фондов. Самым выдающимся был пример Montgomery Ward, когда в 1949 году взаимные фонды объединили усилия, чтобы сместить председателя Сьюелла Эйвери с его поста. Эйвери был противоречивой фигурой. Несколькими годами ранее, в 1944 году, пара солдат отстранила его от обязанностей в тот момент, когда он сидел на своем председательском месте (этот момент был запечатлен на знаменитой фотографии). Фонды голосовали против него, поскольку он отказывался инвестировать в развитие компании, боясь послевоенной депрессии, которая в реальности так и не наступила.

Моя диссертация свидетельствовала о моем тогдашнем идеализме, который я не потерял до сих пор. Я говорил о том, что по прошествии времени взаимные фонды обязательно будут исполнять свои обязанности, действуя как социально ответственные компании:

...и в основе их инвестирования будет лежать само предприятие, а не спекуляция. Они будут оказывать влияние на корпоративную политику, зачастую весьма решительно, и действовать в интересах пайщиков наилучшим образом. Поскольку они обладают не только более глубокими знаниями в области финансов и управления, чем обычный акционер, но и имеют средства для того, чтобы сделать свое влияние эффективным, взаимные фонды, казалось, были предназначены для выполнения этой функции в экономике.

Мои слова отражали позицию Комиссии по ценным бумагам и биржам. В докладе перед Конгрессом 1940 года SEC призвала фонды взять на себя «...важную роль быть представителями огромного количества безмолвных и неумелых частных инвесторов перед лицом промышленных корпораций, в судьбе которых инвестиционные компании также заинтересованы». В 1951 году, когда я процитировал эти слова в своей диссертации, взаимным фондам принадлежало менее 3 % акций американских компаний, и я надеялся, что их голос будет крепнуть так же, как и их «мускулы».

Увы, я был неправ. Впрочем, как и SEC. Сегодня, по прошествии более 60 лет, взаимные фонды превратились в крупнейших инвесторов в акции компаний США. Им принадлежит не менее 30 % всех акций. Управляющие взаимными фондами, которые обычно оказывают услуги по управлению инвестициями пенсионным фондам и другим институтам, контролируют более 60 %. В совокупности эти институциональные управляющие инвестициями являются самой мощной силой в «корпоративной» Америке, оставляя всех остальных далеко позади. И сила их чрезвычайно концентрирована – 25 крупнейших управляющих владеют акциями компаний США на 6 трлн долларов, то есть в их руках сосредоточено три четверти от общего количества акций, принадлежащих всем институциональным инвесторам²⁷. Но вместо сильного голоса, как я ожидал, раздается лишь шепот. Переиначивая метафору и вкладывая противоположный смысл в выражение «Дух силен, но плоть слаба», мы можем сказать, что плоть фондов сильна, но дух слаб. Молчание фондов оглушает.

Насколько мне известно, в то время как управляющие большинства крупных групп фондов тщательно анализируют и рассматривают возможности, которые дает голосование по доверенности, они, как правило, поддерживают (за редким исключением) предложения руководства компаний. В ходе голосования они обычно делают то, о чем их просят: поддерживают рекомендации управляющих. Эта практика далека не только от активной позиции по отстаиванию своих интересов, но и от самого процесса корпоративного управления. *Большинство взаимных фондов не могут исполнять свои обязательства в части корпоративной социальной ответственности.*

Благодаря усилиям Конгресса и SEC развернулось движение, призванное дать владельцам акций доступ к участию в голосовании по доверенности. В 2012 году, в сезон проведения собраний акционеров компаний (обычно весной), акционерами были внесены предложения по целому ряду вопросов, в том числе по проблемам выплат руководству и взносам на нужды политических партий. Все чаще эти предложения включаются в доверенности, на основании которых производится допуск к голосованию. Теперь финансовые институты, которые осуществляют полный контроль над «корпоративной» Америкой, должны встать и выступить (конечно, если они вновь не предпочтут отмолчаться).

²⁷ Более не существует серьезного различия между управляющими взаимными и пенсионными фондами. За одним исключением, все 25 крупнейших инвестиционных компаний в США управляют как взаимными, так и пенсионными фондами. Активы взаимных фондов составляют около 40 % от общей суммы активов, находящихся под управлением этих 25 гигантов (равной 6 трлн долларов). Оставшиеся 60 % относятся к активам пенсионных фондов и счетам отдельных клиентов. Но поскольку лишь результаты голосования по доверенности во взаимных фондах подлежат обязательному опубликованию, у меня нет иного выбора, кроме как ограничиться в этой главе рассмотрением именно их. Однако данную главу следует рассматривать как критику не только взаимных, но и пенсионных фондов.

Почему взаимные фонды являются пассивными участниками управления компаниями

Причины такой пассивности институциональных инвесторов определить нетрудно. В первую очередь, как говорится в других главах этой книги, фонды часто являются краткосрочными держателями акций, которые переключились с реального инвестирования на спекуляцию. Мы превратились из отрасли владения акциями в отрасль аренды акций. Поясним проще: арендаторы слишком редко относятся к имуществу столь же бережно, как собственники²⁸. Профессор факультета права Колумбийского университета права Луис Ловенштейн справедливо отметил, что управляющие фондами «демонстрируют постоянную сосредоточенность на ежемоментных курсах акций. Тонкости и нюансы отдельно взятой компании обычно от них ускользают». Скажем просто и открыто: большинство управляющих взаимными фондами, несмотря на свою кажущуюся заботу об управлении, избегают принимать активное участие в процессе голосования по доверенности.

Второе препятствие, не дающее фондам проявить активность, – коммерческий характер деятельности взаимных фондов. Мы занимаемся в основном маркетингом, а не управлением. Торгашество в нашем бизнесе заменило собою разумное руководство. Если управляющий фондом занимает определенную позицию по противоречивым проблемам, выносимым на голосование, он создает нежелательную шумиху. Кажется, лучше не высовываться и избегать рисков. И что еще важнее: наши крупнейшие управляющие ищут крупных корпоративных клиентов, чтобы управлять их пенсионными планами. Именно там крутятся большие деньги... и большой куш для управляющих.

С середины 1990-х корпоративные пенсионные планы 401 (k)²⁹ были одним из факторов формирования новых активов взаимных фондов. Пенсионным фондам корпораций не было необходимости вести сложную и затратную дополнительную бухгалтерию. Это стало лакомым кусочком для институциональных управляющих капиталом. Учитывая стремление привлечь корпоративных клиентов и ни в коем случае не вызвать их недовольства, управляющие фондами с энтузиазмом брались за противоречивые области корпоративного управления. Печально, но неудивительно. Один из управляющих попал в точку, сказав такую (возможно, апокрифическую) фразу: «Есть только две категории клиентов, которых мы не можем позволить себе обидеть: действующие и потенциальные».

Третьим препятствием для активной позиции (как говорят об этом сами фонды) является то, что ее реализация оказывается довольно затратной. И это вполне вероятно. TIAA-CREF³⁰, чей инвестиционный портфель в совокупности составляет около 500 млрд долларов, можно назвать уникальным примером в отрасли. Этот фонд принял на себя обязанности в области корпоративной активности и несколько лет назад, по некоторым оценкам, тратил свыше 2 млн долларов в год на реализацию своей эффективной программы корпоративного управления³¹. Эти затраты, тем не менее, составили лишь около 0,003 % от общей суммы

²⁸ Как с горечью заметил бывший министр финансов Лоуренс Саммерс: «Когда в последний раз кто-нибудь мыл арендованную машину?»

²⁹ Наиболее популярный пенсионный план в США, названный по номеру статьи Налогового кодекса США. *Прим. науч. ред.*

³⁰ Teachers Insurance and Annuity Association – College Retirement Equities Fund – крупнейший пенсионный фонд США, входит в список крупнейших компаний Fortune 100. Создатель пенсионных планов для работников науки, медицины и культуры. *Прим. науч. ред.*

³¹ Значимым может быть тот факт, что TIAA-CREF не занимается управлением пенсионными планами корпораций, следовательно, у фонда нет подобных клиентов, которых он мог бы обидеть.

активов фонда. При этом выгода, которую получили члены научного сообщества TIAA-CREF, как говорят, стоила этих весьма скромных затрат.

Если управляющие небольшими фондами едва ли имеют возможность выделить ресурсы, необходимые для широкомасштабной программы, они, по крайней мере, могли бы задействовать своих финансовых аналитиков для того, чтобы провести серьезный анализ системы управления подконтрольных им крупнейших компаний. И нет причин для того, чтобы управляющие не могли составить команду и объединить усилия. Общая стоимость акций в управлении фондов составляет на сегодняшний день 6,3 млрд долларов, так что если они направят лишь 0,001 % (от активов фондов) на анализ управления, то годовой бюджет программы активного корпоративного управления составит 60 млн долларов. А это намного больше, чем требует такая программа.

Даже столь огромная сумма, однако, будет каплей в море по сравнению с суммой в 100 млрд долларов, которую фонды ежегодно направляют на административные расходы, управление инвестициями, маркетинг и операционные издержки. Я пытался сформировать такую коалицию, «Федерацию долгосрочных инвесторов», в 2002 году. Мои попытки горячо одобрял Уоррен Баффет, который предложил поддержать инициативу, если к ней присоединятся управляющие других крупных фондов. Увы, мое предложение не привлекло ни одну из десяти крупных групп взаимных фондов. И федерация так и не была создана³².

Четвертое и последнее препятствие можно описать как синдром «человека за стеклом». Система управления взаимными фондами сама по себе подверглась жестокой и совершенно справедливой критике. Проблема заключалась в том, что она позволяла внешним управляющим, получающим вознаграждение по договору, контролировать деятельность индустрии взаимных фондов, на которую они работают. Эти компании с относительно небольшой капитализацией (скажем, в 1 млрд долларов) в действительности контролируют громадные капиталы крупнейших взаимных фондов (скажем, в 100 млрд), которые они обязаны обслуживать.

Как такое могло произойти? Основной причиной было то, что управляющий обычно держит бразды правления фондами и несет практически полную персональную ответственность за административную деятельность, бухгалтерский учет, ведение реестра акционеров, юридическую деятельность, управление инвестициями, а также маркетинг и продажи, которые необходимы для работы структуры взаимных фондов. Управляющий, как правило, нанимает должностных лиц и играет ведущую роль в выборе директоров фонда. Да, обычно управляющий фондом делает все это, а сам фонд являет собой не более чем «номинальную корпорацию»³³.

Где еще в «корпоративной» Америке можно найти такой же пример, когда контроль над рядом крупнейших публичных корпораций (самими взаимными фондами) осуществляет мелкая сторонняя организация (управляющая компания), имеющая своих акционеров и предоставляющая этим корпорациям все услуги, необходимые для их деятельности. Насколько мне известно, *нигде* больше в деловом мире не существует такой извращенной и нелогичной структуры. Если посмотреть на эту особую структуру фонда, убрав несколько звеньев, трудно себе представить, почему она существует. Но проще понять, чем согласиться с нежеланием управляющих фондами стать активными участниками в жизни компаний и

³² Что важно, подобная федерация могла бы рассчитывать на участие лиц, владеющих 60 % акций в портфелях взаимных фондов. И она могла бы стать ответом на проблему «бесплатных участников». Проблема состоит в том, что, если фонд, владеющий 1 % акций компании, затратит собственные средства на подготовку и вынесение на голосование предложения, которое затем будет внедрено на практике, выгода от его внедрения будет распределяться между держателями остальных 99 % акций, которые не внесли никакого вклада в это предложение.

³³ Janus Capital Group, например, управляет активами взаимных фондов на общую сумму около 89 млрд долларов, при этом ее собственная рыночная капитализация достигает 1,6 млрд долларов, то есть соотношение составляет более чем 55 к 1.

смело «бросить камень» из своего стеклянного дома в руководство компаний, чьи акции они владеют.

Одним из руководителей фонда, который осмелился выступить с критикой в адрес руководителей корпораций, был CEO Fidelity Management Company. В 1994 году, в своем крайне редком публичном выступлении Эдвард Джонсон III, CEO Fidelity Management Company и CEO каждого из 280 взаимных фондов, которые на сегодняшний день находятся под управлением Fidelity, потребовал, чтобы корпорации (названий которых он не упоминал) поставили на первое место интересы своих владельцев. В блоке 3.1 приведены выдержки из этой речи. Он говорит об ответственности директоров компаний, акциями которых владеет Fidelity.

Блок 3.1

«Доктор, вылечи себя сам»

Выдержки из замечаний Эдварда Джонсона III

«Нам нужны директора, которые бы заботились вместо нас о нашем имуществе, обеспечивая хорошую работу управляющих... Их конечная ответственность – ответственность перед акционерами. Слишком часто они блюдут собственные интересы или интересы исполнительного руководства... При этом должны привлекаться лучшие управляющие. В противном случае [правление] должно увольнять старых, нанимать новых управляющих и платить им за их работу. Оно должно надлежащим образом выявлять проблемы, в связи с которыми могут возникнуть конфликты интересов управляющих и акционеров, брать на себя инициативу и урегулировать их... [Когда председатель устанавливает размер вознаграждения директоров], он может влиять на их лояльность. И если в какой-нибудь ситуации интересы акционеров расходятся с интересами управляющих, как они будут голосовать?... Нам необходимы разумные федеральные законы, в которых была бы прописана подотчетность директоров акционерам... [Мы должны] обеспечить лучшие советы директоров, которые будут нести ответственность за соблюдение интересов акционеров, а не просто пассивно ставить свое факсимиле под всеми решениями, предлагаемыми председателем».

Г-н Джонсон призывал директоров корпораций критиковать своих исполнительных руководителей и при необходимости избавляться от тех, кто работает неэффективно. Аналогичным образом можно было бы ожидать, что директора взаимных фондов также будут критиковать своих исполнительных руководителей и смещать тех, кто не справляется со своими обязанностями. По иронии эти совершенно справедливые требования были обращены к директорам компаний, входящих в состав Fortune 500. Г-н Джонсон, казалось, не замечает того очевидного факта, что аналогичные требования должны были быть предъявлены и к независимым директорам взаимных фондов, в том числе к независимым директорам фондов Fidelity.

Тем не менее эти директора *ни разу* не сместили Fidelity Management с ее позиции управляющего хоть одним из фондов Fidelity. И даже если эффективность фондов была

неудовлетворительной, к управлению фондом *ни разу* не была привлечена новая компания. Крах фонда Magellan Fund, когда-то бывшего крупнейшим в отрасли, – именно такой случай. Ранее блестящие показатели его деятельности стали постепенно падать в начале 1990-х и с тех пор стали заурядными. Инвесторы фонда активно покидали его, что привело к уменьшению активов почти на 90 %: со 103 до 15 млрд долларов. Тем не менее выгодный контракт Fidelity на управление фондом продолжает оставаться в силе.

Как нам известно, Джонсон никогда не лоббировал в Конгрессе принятие разумных федеральных законов, в которых прописывалась бы подотчетность директоров акционерам, а также формирование советов директоров, которые бы «несли ответственность за соблюдение интересов акционеров». «Пассивное проставление факсимиле» продолжает доминировать в деятельности как руководителей компаний, так и руководителей взаимных фондов, хотя юридически их сферы ответственности идентичны. Ни одной группе не должно быть позволено уклоняться от священной обязанности, к которой Джонсон столь своевременно призывал вернуться в 1994 году. Впрочем, ему еще предстоит нарушить молчание, воцарившееся, как только его речь была закончена.

Картина начинает меняться

Взаимные фонды были олицетворением пассивного управления компаниями, акции которых входили в состав их портфелей. Такое молчание было наиболее распространенным стандартом поведения с самого начала истории фондов в 1924 году. Однако до 1980-х фонды имели ограниченные ресурсы. Их права голоса представляли собой лишь малую часть того объема прав, которым они обладают на сегодняшний день, а вопросы, выносившиеся на рассмотрение акционеров, были весьма немногочисленны. Неудивительно, что отрасль была слаба. (История Montgomery Ward, о которой мы рассказывали выше, являла собой редкое исключение.)

Однако вопросы корпоративной политики, которые обоснованно касались многих управляющих фондами, постепенно начали принимать осязаемые формы. В середине 1980-х на передний план вышли общественные проблемы, например политика апартеида в Южно-Африканской Республике. Многие институциональные акционеры, в частности эндаумент-фонды, требовали, чтобы компании, ведущие деятельность в ЮАР, свернули свои операции в этой стране. В то же время возникли и другие проблемы «ответственности бизнеса», которые, в частности, касались компаний по производству оружия и табачных изделий, а также проблемы охраны окружающей среды. Взаимные фонды, как и другие акционеры, должны были занять позицию «за» или «против» либо же воздержаться. К сожалению, у нас нет возможности узнать, какой курс они выбрали, поскольку в то время не существовало требования раскрытия информации о голосовании по доверенности.

К середине 1990-х проявились и более серьезные проблемы, коснувшиеся эффективности работы компаний: выплата вознаграждения руководству, в том числе выпуск опционов; реструктуризация компаний; дивидендная политика; гибкие условия для директоров компаний; а также меры защиты от враждебного поглощения (такие как «ядовитые пилюли»³⁴). Эти проблемы значительно чаще поднимались небольшими инвесторами со слабыми возможностями влияния (например, религиозными организациями и профсоюзами), нежели крупными взаимными и пенсионными фондами, которые могли бы действовать с позиции силы и в конечном итоге навязать свою волю компаниям. Как распределялись их голоса: «за» или «против»? Мы не знаем, как голосовали институциональные инвесторы и голосовали ли они вообще, отвечала ли их позиция интересам пайщиков фондов и бенефициаров пенсионных планов, которые они обязаны были защищать по долгу службы. Мы никогда не сможем этого узнать.

³⁴ Бизнес-жаргон: разводнение, или разукрупнение акционерного капитала путем выпуска новых акций без права голоса. *Прим. ред.*

Информирование о голосовании по доверенности

Комиссия по ценным бумагам и биржам приняла, наконец, решение пролить свет на практику голосования взаимных фондов и обязать их полностью раскрывать эти сведения. Комиссия, однако, не заняла какой-либо определенной позиции в отношении голосования пенсионных фондов, профсоюзов, эндаумент-фондов, трастов и страховых компаний. Возможно, это произошло потому, что в ее полномочия входило лишь регулирование деятельности взаимных фондов, или в силу того, что взаимные фонды начали превращаться в основных институциональных собственников компаний. Как бы то ни было, в сентябре 2002 года SEC потребовала от взаимных фондов раскрывать своим пайщикам информацию о результатах голосования по каждой компании. Поскольку число пайщиков фондов составляет несколько десятков миллионов человек, то информация, по сути, должна была раскрываться широкой публике. (Сегодня с результатами голосования фондов можно ознакомиться на сайте каждой группы фондов и SEC.)

По моему мнению, позиция SEC была верной: агенты просто обязаны отчитываться перед своими принципалами. Эта позиция правильна и с точки зрения государственной политики, ведь она служила интересам участников фондов и национальным интересам. Я искренне надеялся, что обязанность информировать о результатах голосования заставит фонды пересмотреть свой пассивный подход к управлению и занять более активную позицию. Единственную наиболее важную цель можно сформулировать так: *заставить наши крупнейшие публичные компании ставить интересы своих акционеров на первое место, отдавая им преимущество по сравнению с интересами их руководителей.*

Вскоре после выхода этого предложения я аплодировал инициативе SEC. Моя статья в The New York Times от 14 декабря 2002 года поясняла логику моей позиции. Однако ответ оппонентов не заставил себя долго ждать. Всего два месяца спустя, 14 февраля 2003 года, в своей статье в The Wall Street Journal Джон Бреннан, мой преемник на должности CEO Vanguard, и Эдвард Джонсон III, CEO Fidelity, высказались против предложения SEC. Выдержки из обеих статей представлены в блоке 3.2.

Блок 3.2

Большие дебаты по поводу раскрытия информации о результатах голосования по доверенности

ЗА: Автор

Поддерживает раскрытие такой информации

Статья в The New York Times (14 декабря 2002 года)

Скрытность взаимных фондов

Когда 27 лет назад я основал организацию, являющуюся на сегодняшний день второй по величине управляющей компанией взаимных фондов в мире, я старался создать компанию, которая будет жить в соответствии с идеалами, описанными в преамбуле к закону об инвестиционных компаниях 1940 года: управление взаимными фондами должно осуществляться в интересах их участников, а не в интересах их

управляющих. Сегодня отрасль, которую я помогал создавать, упускает возможность показать общественности, что эти идеалы все еще значимы.

Большинство крупнейших управляющих компаний взаимных фондов в стране выступают против нового правила, предложенного Комиссией по ценным бумагам и биржам, в соответствии с которым взаимные фонды будут обязаны рассказывать общественности, как они голосовали по доверенности на собраниях акционеров компаний. (Сегодня) я отдаю свой голос против позиции отрасли, частью которой я был на протяжении всей моей карьеры.

В мире директоров взаимных фондов служащие и управляющие фондами являются агентами для своих принципалов – пайщиков фондов. Руководство обязано действовать исключительно в их интересах. Таким образом, кажется очевидным, что пайщики взаимных фондов имеют право знать, как голосуют акции компаний, входящие в состав портфелей фондов. Пайщики являются совладельцами этих акций, и отказ в предоставлении им такой информации перевернет с ног на голову общепринятое понимание отношений «агент – принципал».

С учетом этих отношений принцип фидуциарности, лежащий в основе предложения SEC, неоспорим. Тем не менее, если фонды будут обязаны отчитываться о результатах голосования, могут возникнуть некоторые сложности в ведении бизнеса. Голосование против руководства, например, может осложнить получение управляющим информации от компаний или лишить фонд права предлагать его пенсионный план. Противоречия при голосовании могут повлечь за собой нежелательную шумиху.

В силу своего долговременного попустительства и безразличия в вопросах корпоративного управления взаимные фонды несут немалую ответственность за провалы в корпоративном управлении и аудиторском контроле, которые являлись одними из основных движущих сил образования пузыря на фондовом рынке в конце 1990-х и последовавшего обвала фондового рынка на 50 %³⁵. Если собственники наших компаний не заботятся об управлении ими, кто возьмет на себя эту обязанность?

Первым шагом в увеличении открытости является обязательство агентов взаимных фондов предоставлять участникам фондов информацию о том, как они голосовали от имени участников фондов, то есть своих принципалов. Для фондов давно настало время отказаться от пассивной позиции в роли владельцев корпораций и принять на себя обязанности социально ответственных компаний.

ПРОТИВ: CEO Vanguard и Fidelity

Выступают против раскрытия информации

Статья в The Wall Street Journal (14 февраля 2003 года)

Запретить раскрытие – наше общее ощущение

Комиссия по ценным бумагам и биржам рассматривает предложение требовать от взаимных фондов раскрытия информации о результатах их голосования по доверенности на собраниях акционеров компаний, акциями которых они владеют. И хотя это кажется неплохой попыткой восстановить доверие инвесторов к «корпоративной» Америке и способствовать

³⁵ Та же причинно-следственная связь вновь прослеживается в эпоху финансового кризиса 2007–2008 годов и последовавшего за ним еще более существенного обвала рынка.

открытости, непреднамеренные последствия этого предложения могут нарушить интересы 95 млн участников взаимных фондов в США. Эта угроза настолько существенная, что мы, руководители двух крупнейших в отрасли конкурирующих групп фондов, сегодня впервые объединились, чтобы публично выступить против этого предложения.

Наша фидуциарная ответственность (перед пайщиками взаимных фондов) заставила наши компании вместе выступить против данного предложения SEC. Если предлагаемое SEC правило (требование о раскрытии результатов голосования) вступит в силу, будет вычленена одна-единственная группа инвесторов, которая потеряет свои права: взаимные фонды. Пенсионные фонды, страховые компании, благотворительные фонды, подразделения доверительного управления банков и другие инвесторы сохраняют за собой право на конфиденциальность. Вследствие этого взаимные фонды превратятся в основную точку давления и объект нападков со стороны любой группы активистов, которая, вооружившись своими политическими или социальными идеями, начнет поход против «корпоративной» Америки.

23 января 2003 года SEC единогласно одобрила требование об обязательном раскрытии результатов голосования. (Одно из высокопоставленных должностных лиц Комиссии сказало мне, что моя статья в The New York Times сыграла важную роль в их решении.) В результате начиная с 2004 года фонды обязаны раскрывать информацию о результатах голосования. Насколько мне известно, такое раскрытие не стало причиной скрытых угроз или массовых протестов со стороны хотя бы одной группы активистов, вооруженной политическими или социальными идеями для похода против «корпоративной» Америки.

Мобилизация институциональных инвесторов

Требование об обязательном раскрытии взаимными фондами результатов голосования по доверенности стало новым мощным мотивом для фондов, получивших возможность реализовывать свои права как социально ответственные организации. Мы должны потребовать аналогичного раскрытия информации заинтересованному кругу лиц *всеми* фидуциариями, в том числе традиционными взаимными фондами; федеральными, региональными и муниципальными пенсионными фондами; трастами и страховыми компаниями, а также эндаумент-фондами. С учетом того, что в США насчитывается приблизительно 100 млн инвесторов в различные фонды, такое раскрытие будет эквивалентно публичному информированию. Однако за правами неизбежно следуют обязательства. Необходимо разработать соответствующие стандарты, чтобы *все* доверительные управляющие (в том числе университетские эндаумент-фонды, политические и экономические взгляды в которых, как известно, перевешивают другие факторы при голосовании) могли выполнять свои фидуциарные обязательства в соответствии с высокими стандартами.

Обязательное раскрытие результатов голосования является мотивом для правильных действий, однако, чтобы их совершать, институциональным инвесторам необходимы соответствующие инструменты. В том числе им должен быть предоставлен доступ к информационным письмам, рассылаемым перед общими собраниями. Однако корпорации весьма неохотно предоставляют такой доступ. Предложение SEC 2003 года об обеспечении доступа к информационным письмам всего лишь дает возможности для маневра. Это комплексное предложение позволяло крупным акционерам назначать от одного до трех директоров в состав совета директоров (в зависимости от его численного состава), но в случае выполнения ряда требований, а именно при условии того, что акционер в совокупности владел не менее 5 % акций в течение, по крайней мере, трех лет. Как мне кажется, Комиссия должна была пойти дальше и предоставить большую свободу для активных коллективных действий инвесторов. Это предложение дало бы институциональным инвесторам возможность входить в совет директоров (ведь они потенциально могли играть роль в выборе директоров компаний).

Когда SEC в 2003 году выдвинула идею предоставить доступ к предложениям, содержащимся в рассылаемых перед общими собраниями информационных письмах, она была открыта для обсуждения этой инициативы. Но ни от одного крупного институционального управляющего я не услышал требований о необходимости еще больших прав доступа. Вместо того чтобы попытаться получить более широкий доступ к информации, институциональные инвесторы стремились его сократить. Некоторые организации, высказавшие свои замечания, пытались сделать и без того слабое предложение еще более слабым. Так, например, они предлагали увеличить пороговые значения владения акциями, которые и так уже были достаточно высоки. И нигде я не слышал возгласов о том, что от фидуциариев надо потребовать (или хотя бы дать им возможность) вести себя как активные собственники.

Насколько я мог видеть, большинство влиятельных компаний отрасли – Dreyfus, Fidelity, Janus, MFS, Putnam, Vanguard – даже не ответили на предложение SEC. Не ответили на него и Citibank, Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley, несмотря на тот факт, что они управляют огромными империями фондов. Другие группы – Schwab, Prudential, Northern Trust и JPMorgan Chase, имеющие крупные подразделения по институциональному инвестированию и управлению взаимными фондами, – выступили против скромного предложения SEC и высказались в пользу корпоративной демократии³⁶. Если мы должны вер-

³⁶ Важно отметить, что, кроме Fidelity и Vanguard, все эти компании являются либо публичными, либо находятся во

нуться к истинному капитализму собственников, «инвестиционную» Америку, очевидно, придется загонять на этот путь пинками.

Ввиду оппозиционного подхода со стороны корпораций и очевидного отсутствия интереса со стороны их институциональных собственников, от предложения SEC в итоге отказались. (Когда корпорации организованны и настроены на победу, а управляющие неорганизованны и не проявляют никакого интереса, такой исход вряд ли кого-то изумит!) Грустно говорить о том, что с того момента мы фактически откатились назад. В 2006 году Второй окружной суд США вынес решение о том, что предлагаемые ограничения по доступу к информационным письмам, рассылаемым перед собраниями акционеров, являются незаконными. SEC была обязана внести изменения в свое предложение, фактически отменив рассылку акционерам информационных писем перед собраниями акционеров. В дальнейшем Комиссия отказалась от инициатив по реформированию.

Выступив с предложением в 2009 году, SEC предприняла очередную попытку, формально приняв новые правила рассылок акционерам с 2010 года. Но Круглый стол бизнеса и Торговая палата США обратились в суд и обжаловали инициативу. Окружной суд округа Колумбия отменил новое правило, указав, что SEC «действовала без достаточных оснований и вновь не смогла адекватно оценить последствия введения нового правила».

Решение суда было основано на требовании Конгресса о проведении анализа затрат и результатов по каждому новому нормативно-правовому акту. Как было отмечено ранее, затраты на введение нового правила могли быть легко оценены в денежной сумме, в то время как выгоды были часто нематериальны. Как может быть оценена потенциальная выгода для акционеров от их активного участия в управлении корпорациями, акциями которых они владеют? Мы можем лишь согласиться с тем, что федеральное правительство, как отметил суд, должно было «создать правила, позволяющие обеспечить наименьшую нагрузку на общество», а также «добиться общего блага путем обеспечения перевеса результатов над затратами». Но когда этот благородный принцип игнорируется в погоне за математической точностью при его реализации, наше общество от этого только проигрывает. Так или иначе, SEC не стала обжаловать ошибочное решение суда, и проблема так и осталась нерешенной.

Права и обязанности собственников

Суд не дал акционерам и их агентам всех полномочий, позволяющих им в полной мере использовать права, которые подразумевает такое владение. В связи с этим институциональные управляющие еще многое могут сделать в данном направлении. Прежде всего надо потребовать от финансовых посредников, доминирующих в «инвестиционной» Америке, чтобы на первое место они ставили интересы тех, кому служат. Мы должны укреплять традиционное фидуциарное законодательство, которым на сегодняшний день лишь слабо управляют штаты, дающие разрешения на учреждение корпораций. Кроме того, необходимо сформировать федеральный статут фидуциарных обязательств, а также определить, будет ли разумным выдавать разрешения на учреждение корпораций на федеральном уровне. Этот вопрос дискутировался на Конституционном конвенте 1787 года в Филадельфии.

Тогда Джеймс Мэдисон говорил о том, что новое федеральное правительство должно быть наделено полномочиями выдавать разрешения на учреждение корпораций. А вот как об этом высказался писатель Роджер Ловенстайн: «Выдача разрешений на учреждение корпораций на федеральном уровне пахивала королевскими привилегиями, [поэтому] право на установление правил было отдано штатам. Делавэр, с его вседозволенностью, оказался излюбленным местом для регистрации компаний, как и Каймановы острова – для многих банкиров. До сих пор более половины крупнейших американских корпораций учреждаются в штате, занимающем второе место с конца по величине. Законодательство Делавэра настолько мягкое, что не требует даже публикации ежегодного отчета».

Действовать как собственники

Жизненно важно, чтобы конечные собственники – сами инвесторы – требовали от тех, кто представляет их интересы, соответствия высоким стандартам выполнения доверительных функций. Во взаимных фондах 100 млн непосредственных собственников не имеют персональных полномочий, но их коллективные полномочия огромны. Инвесторы фондов должны понять, что значит инвестирование и доверительное управление, и, «голо-суя ногами», постепенно перейти в те фонды, которые серьезно относятся к их интересам и ставят их превыше всего.

В пенсионной системе участники сберегательных планов и бенефициары пенсионных планов в настоящий момент не имеют механизма, позволяющего добиться аналогичного результата. Однако они, безусловно, заслуживают формального права голоса по закону. Они могли бы определить стандарты поведения доверительных управляющих, распоряжающихся активами, которые были зарезервированы для финансирования их пенсионного обеспечения. Законодательство штатов однозначно предусматривает для фидуциариев обязательства по лояльности и благоразумию. Сегодня нам необходим федеральный закон, который пойдет еще дальше. В нем должно быть определено, что агенты институтов, на которые возложены обязательства по управлению капиталом сторонних лиц, имеют фидуциарные обязательства перед принципалами, которых они обслуживают. Такие обязательства должны быть достаточно широкими и включать следующие положения:

1. Требование о том, что все фидуциарии должны действовать в долгосрочных интересах своих бенефициаров.
2. Утверждение правительства о том, что эффективное участие акционеров во всех публичных компаниях представляет собой национальный интерес.
3. Требование о том, что все институциональные управляющие капиталом должны отчитываться об обязательном использовании ими своего права голоса в исключительных интересах участников фондов.
4. Признание за акционерами права назначать директоров и выносить предложения для голосования по доверенности при условии соблюдения соответствующих ограничений.
5. Требование об упразднении любых структур собственности в управляющих компаниях, которые влекут за собой появление конфликтов интересов.

Этот перечень из пяти пунктов не был придуман мной. Скорее, я с энтузиазмом цитирую идеи Роберта Монкса, писателя, основателя International Shareholder Services (ISS), сооснователя The Corporate Library и бывшего члена федерального правительства, отвечавшего за пенсионную систему США. Название монографии Монкса, написанной совместно с Алленом Сайксом – «Капитализм без собственников обречен на провал» (Capitalism Without Owners Will Fail), – не является преувеличением. Директора корпораций должны быть сосредоточены на обеспечении долгосрочной доходности для *собственников* акций, а не на краткосрочных колебаниях цен, выгодных их *арендаторам*. Монкс говорит со страстью и силой, доступными немногим. В блоке 3.3 представлены выдержки из его работы 2011 года под названием «Захват» (Capture).

Блок 3.3

Захват

Роберт Монкс

«Сегодня американские корпорации похожи на великие европейские монархии прошлого: они наделены полномочиями контролировать законы, по которым работают, а также управлять распределением государственных ресурсов. Это не предсказание в отношении того, что будет, а простая констатация текущего положения дел. Корпорации фактически захватили Соединенные Штаты: суды, политическую систему страны и национальные богатства, не приняв на себя каких-либо обязательств, связанных с таким доминированием. Доказательства тому можно найти повсюду.

- *Явная “улика” – доходы, получаемые СЕО компаний.* Вознаграждение является выражением концентрированной власти – власти корпораций, аккумулированной в руках руководства, и государственной власти, сконцентрированной в руках корпораций. Средний размер выплат СЕО в 2010 году, в разгар кризиса, вырос на 35 %.

- *Пенсионные риски были переложены на сотрудников.* В то же самое время, когда СЕО удваивали собственное вознаграждение, “лучшие” СЕО “лучших” компаний отменили давнюю обязанность работодателя выплачивать пенсии своим сотрудникам. Лидером движения за отмену “реальной” пенсионной системы для своих сотрудников среди корпораций стала IBM. Она отменила текущие пенсионные программы с фиксированными выплатами, что позволило компании в течение следующих нескольких лет сэкономить 3 млрд долларов... (и) обеспечило более предсказуемую структуру затрат. СЕО обогатились, тогда как все остальные участники пенсионных планов, включая государство, остались с обязательствами.

- *Финансовая мощь американских корпораций на сегодняшний день позволяет контролировать каждый этап политической жизни – законодательную, исполнительную и, наконец, судебную власть.* Приняв в 2010 году решение по делу Citizens United, Верховный суд устранил все юридические ограничения в отношении финансового участия в политике. Это решение имело лишь одно последствие: максимальное увеличение выгод для корпораций, но не для государства.

- *Захват выразался и широкими возможностями корпораций по лоббированию.* Предупреждения Авраама Линкольна о “возведении корпораций на трон” и Дуайта Эйзенхауэра о “нежелательном влиянии военно-промышленного комплекса” в наше время претворились в жизнь.

- *Захват позволил наиболее влиятельным СЕО встать над законом и эффективным обеспечением его исполнения.* Несмотря на весомые доказательства ведущей роли Уолл-стрит в финансовом кризисе, ни один из руководителей Уолл-стрит не лишился работы. При этом уровень

выплачиваемого вознаграждения неуклонно поддерживался, несмотря на рефинансирование выплат по программе освобождения от проблемных активов (TARP) в целях устранения любых возможных ограничений.

- *Наконец, захват был увековечен выводом активов в офшоры, где они не попадают под какое-либо регулирование и не облагаются налогами.* Социальный договор между американцами и их корпорациями, как предполагалось, должен был действовать следующим образом: в обмен на ограничение ответственности и иные привилегии корпорации должны были бы принять на себя ряд обязательств, которые делали легитимными переданные им полномочия. Но современные компании восприняли право перехода в различные юрисдикции так, как посчитали нужным. Они осуществляли такой переход вне зависимости от того, где они действительно ведут бизнес, избегая ограничений, которые накладывают эти обязательства.

Правительство не может и не будет призывать корпорации к ответу. На сегодняшний день это более чем очевидно. Именно осознание этого привело к возникновению движения Occupy Wall Street (протестного движения против экономической или социальной несправедливости). *Но только собственники корпораций могут обеспечить подотчетность компаний, что позволит, наконец, развязать “путы захвата” на “теле правительства”.*

Суть проблемы проста: отказ в работе системы корпоративного управления. Проста и причина ее возникновения: нежелание доверительных собственников американских корпораций признать ответственность, законные и гражданские обязанности в сфере контроля и надзора за корпорациями, в которые они инвестируют средства. Фидуциарные институты владеют более чем 70 % находящихся в обращении акций “корпоративной” Америки и несут, по крайней мере, 70 % ответственности за текущее положение дел, а также 70 % ответственности за спасение самой системы.

На сегодняшний день сознательные граждане должны вновь занять места в советах директоров американских корпораций. Именно с советов директоров компаний мы начнем возвращать себе контроль над ними. Именно здесь можно будет избавиться от захвата. Именно здесь нашей стране будет возвращено правительство людей для людей, а не для *корпораций*».

Факт остается фактом: *капитализм без собственников действительно обречен на провал.* «Корпоративная» Америка может быть основным двигателем роста благосостояния нации и крупнейшим источником инноваций только в том случае, если директора корпораций сосредоточат свои усилия на обеспечении долгосрочной доходности для *собственников* их компаний, а не на краткосрочных колебаниях цен, выгодных *арендаторам* акций. Если же руководители будут осуществлять бесконтрольное управление, удовлетворяя собственные потребности за счет акционеров, а акционеры-арендаторы сосредоточатся исключительно на краткосрочных эфемерных колебаниях курса, капитализм не сможет процветать.

Крупнейшие институты «инвестиционной» Америки, очевидно, не желают возглавить движение по достижению этих целей. Но кто еще может справиться с этой ролью? Управляющие капиталом не только владеют более чем 70 % всех акций, но и имеют персонал, способный тщательно проанализировать финансовые отчеты компаний и предложения по голосованию по доверенности; они обладают профессиональным опытом, позволяющим

оценить эффективность работы СЕО, размер их вознаграждения и привилегии; и поскольку теперь полное раскрытие взаимными фондами результатов голосования по доверенности является обязательным, у них есть стимул голосовать так, как от них небезосновательно ожидают их бенефициары. По мере того как они будут уходить от нынешней культуры краткосрочной спекуляции и возвращаться к традиционной культуре долгосрочного инвестирования, эти институциональные собственники должны бороться за право доступа к рычагам управления компаниями, которыми они владеют. Эти мощные рычаги соответствуют их статусу собственника и свидетельствуют о готовности принять на себя как права, так и обязанности социально ответственной компании.

Учитывая необходимость достижения этих целей, рассмотрим некоторые идеи корпоративной демократии, о которых сегодня редко вспоминают. Что если дать долгосрочным собственникам большие права голоса? Или даже установить конкретный период владения акциями (скажем, три года), чтобы акционер мог воспользоваться своим правом голоса? Что если установить повышенный уровень дивидендов на новые классы акций, которые будут выплачиваться только долгосрочным собственникам? Безусловно, при желании можно предложить еще немало мер по стимулированию акционеров, которые заботятся о надлежащем управлении компаниями, по сравнению с арендаторами акций, которые не обращают на это внимания.

Все проверяется на практике

Однако пока управляющие нашим капиталом, судя по всему, предпочитают держаться в стороне от этих прав и обязанностей. Если «обед узнают по кушанью, а ум по слушанию», то правило обязательного декларирования взаимными фондами результатов голосования по доверенности, введенное SEC, оказало лишь умеренное положительное влияние на практику голосования взаимных фондов. До сегодняшнего дня мне не попадались научные статьи, в которых анализировался бы характер распределения поданных по доверенностям голосов от пайщиков взаимных фондов. Однако исчерпывающий анализ практики голосования фондов проводится Американской федерацией государственных, окружных и муниципальных служащих (American Federation of State, County, and Municipal Employees – AFSCME) и публикуется ежегодно в течение последних пяти лет³⁷.

В отчете федерации за год, окончившийся 30 июня 2011 года, особое внимание уделяется различиям в характере распределения голосов в фондах, являющихся основными поставщиками услуг по пенсионному обеспечению корпораций. Это направление бизнеса в индустрии фондов оценивается в 4 трлн долларов. Данные AFSCME показывают, что четыре крупнейших поставщика этих услуг (Fidelity, Vanguard, American Funds и BlackRock) «продемонстрировали наиболее лояльное по отношению к руководству корпораций распределение голосов». В целом они поддерживали выборы директоров, утверждали предложения руководства и выступали против предложений акционеров. AFSCME пришла к такому выводу после анализа результатов голосования 26 крупнейших управляющих компаний взаимных фондов с той точки зрения, как часто они поддерживали три группы предложений:

1. *Выбор отдельных директоров* в компаниях из перечня S&P 500, где 30 % акций и более не участвовали в голосовании или голосовали против одного или нескольких директоров в связи с проблемами выплаты вознаграждения исполнительному руководству. При этом консультанты по вопросам голосования рекомендовали голосовать против определенных директоров.

2. *Предложения руководства компаний* в отношении утверждения компенсационных систем, выносимых на голосование руководством компаний. В том числе планы компенсационных выплат акциями; системы поощрения на основе эффективности работы; наделение руководства компании правом совещательного голоса при принятии решений о выплате вознаграждения исполнительному руководству; предложения по голосованию акционерами по вопросам выплаты вознаграждения руководству и эмиссии опционов.

3. *Предложения акционеров* в основном по ограничению вознаграждения, выплачиваемого исполнительному руководству.

В отчете распределение голосов в этих 26 группах фондов было ранжировано следующим образом. От самого большого их количества в поддержку привязки вознаграждения, выплачиваемого исполнительному руководству, к показателям эффективности работы компании (и к повышению ее ценности для акционеров) до наименьшего количества голосов в пользу этих инициатив (см. табл. 3.1). AFSCME выбрала те категории предложений акционеров, которые, по ее мнению, могли бы способствовать повышению ценности компании для акционеров. AFSCME назвала семейства фондов, наиболее последовательно поддерживавших меры по сдерживанию выплат, «Ограничителями выплат», а тех, кто редко голосовал за

³⁷ Критики работы этого профсоюзного объединения описывают их подход как предвзятый. Однако данные кажутся точными, а критики не предпринимают каких-либо попыток опровергнуть главный вывод об общей пассивности при голосовании представителей фондов по доверенности. Кроме того, никакое предвзятое отношение не может оказать существенного влияния на относительное положение этих 26 управляющих компаний.

подобные меры, – «Потакателями выплатам». Последние получили наименьшее количество баллов. Данные за 2011 год были схожи с результатами за предыдущий год. Ниже представлены итоги анализа.

Табл. 3.1

Как голосовали 26 крупнейших компаний, управляющих программами с фиксированными взносами

Управляющая компания	Денежные средства программ с фиксированными взносами в управлении в 2011 году (тыс. долл.)	Поддержка директоров, %	Голоса в пользу предложений по выплате вознаграждения руководству, %	Голоса в пользу предложений по выплате вознаграждения акционерам, %	Рейтинг AFSCME
Fidelity	493 000 000	65	67	4	24
Vanguard	362 000 000	94	90	2	26
BlackRock	324 000 000	86	91	15	20
American Funds	232 000 000	86	70	4	25
4 крупнейшие компании	1 411 000 000	83	80	6	—
Остальные 22 компании	1 692 000 000	50	80	56	—
Итого: 26 крупнейших управляющих компаний	3 103 000 000	55	80	48	—

Четырьмя крупнейшими компаниями, управляющими пенсионными планами с фиксированными взносами, были Fidelity, Vanguard, BlackRock и American Funds. Вместе они контролировали почти половину активов пенсионных программ с фиксированными взносами, переданных в управление фондам, рассмотренным в отчете. Остальные 22 семейства фондов контролировали прочие активы. В общей сложности активы пенсионных планов, подконтрольные всем 26 семействам фондов, оценивались в 3,1 трлн долларов.

- Крупнейшие поставщики услуг по пенсионному обеспечению демонстрировали наиболее лояльные по отношению к руководству результаты голосования по предложениям, выдвинутым акционерами, и категориям кандидатов на позиции директоров.

- Эти компании, очевидно, проводят более тщательную проверку предложений руководства, чем большинство других семейств фондов. При этом они занимают пять последних мест среди управляющих фондами по поддержке предложений акционеров.

Возможно, столь широкое обобщение несколько несправедливо, тем не менее выделение федерацией AFSCME компании Vanguard как наименее лояльной по отношению к акционерам (26-е место из 26) вряд ли может радовать мое сердце. Но эти показатели, вне зависимости от их интерпретации, не противоречат данным, указанным Vanguard в ее публичном отчете: 94 % в пользу предложений директоров; 89 % в пользу предложений руководства; 13 % в пользу предложений акционеров.

Безусловно, я не могу утверждать, каким образом Fidelity, BlackRock или American Funds ответят на непростой вопрос. Дискредитирует ли их фидуциарные обязательства, связанные с необходимостью голосовать по доверенности в интересах участников взаимных фондов, желание управляющих получить большую выручку и прибыль? Либо все это есть лишь следствие инстинкта самосохранения в конкурентной борьбе на огромном рынке? Руководство Vanguard отрицает любую подобную связь. В декларации о проведении голосования по доверенности Vanguard заявляет, что фактическое количество поданных голосов имеет меньшее значение, чем «количество времени, затраченного на работу с руководством и членами совета директоров компаний (в том числе на переписку, телефонные конференции и личные встречи) по вопросам потенциальных проблем управления и выплаты вознаграждений». Как отмечает Vanguard, «в некоторых случаях руководство компаний признавало наше беспокойство и брало на себя обязательства по реализации корректирующих мер... (если) мы не голосовали против».

У меня нет оснований не доверять этому заявлению фонда Vanguard, как и нет сведений, опровергающих его позицию. Но что меня удивляет и огорчает, так это то, что две управляющие компании индексных фондов – Vanguard и BlackRock – пассивны в своей политике в области голосования. В конце концов, если индексный фонд недоволен руководством компании, он *не может* продать ее акции. Логично было бы предположить, что он будет работать над сменой ее руководства. В 2010 году в своей статье в The Wall Street Journal Джон Бреннан, бывший CEO Vanguard, согласился с тем, что индексные фонды должны быть более активны при принятии решений по вопросам, поставленным на голосование. «Будучи одним из крупнейших в мире основателей индексных фондов, Vanguard вряд ли может занять пассивную позицию по вопросам корпоративного управления. Как постоянные акционеры компании, [мы разделяем] ее интерес к максимальному увеличению долгосрочной стоимости наряду с достижением краткосрочных целей». При этом Dimensional Fund Advisors (DFA), одна из крупнейших управляющих компаний индексными фондами – правда, она имеет в управлении относительно небольшие (в 15 млрд долларов) активы пенсионных планов с фиксированными взносами, – заняла по подсчетам ACFSME первое место с точки зрения активности акционеров. DFA поддержала 99 % предложений акционеров.

Хотя результаты голосований отнюдь не обязательно противоречат политике компании, вопрос заключается в том, исполняют ли крупнейшие компании, управляющие пенсионными планами с фиксированными взносами, свои обязательства служить интересам участников. Не заняты ли они тем, что защищают доминирующее положение, позволяющее обслуживать пенсионные планы «корпоративной» Америки и привлекать новую клиентуру. В связи с этим можно вспомнить мысль о том, что управляющие капиталом не хотят обидеть ни действующих, ни потенциальных клиентов. Иными словами, *любую* крупную корпорацию, имеющую пенсионный план с фиксированными взносами или с фиксированными выплатами (или оба типа планов).

Только время покажет, займут ли Vanguard и другие крупные институциональные управляющие капиталом (вне зависимости от того, управляют ли они какими-либо пенсионными планами) более активную позицию по вопросам управления публичными компаниями в нашей стране. Возможно, они примут решение более широко обсуждать насущные вопросы с руководством корпораций или при голосовании по доверенности будут поддерживать более радикальные и лояльные по отношению к акционерам меры. Возможно, когда-нибудь они будут выдвигать на голосование и собственные предложения, требующие концентрации внимания руководства на интересах акционеров.

Однако до настоящего времени все предложения, которые выносятся на голосование по доверенности, поступают от частных лиц и небольших организаций. Крупнейшие институты в этом практически не участвуют. Разнообразие и количество предложений, исходящих

от акционеров, очень велико. В последние годы они все чаще относятся к природоохранным и социальным вопросам, а требования допустить доверенных лиц к голосованию на выборах директоров растут. В 2012 году двумя самыми насущными вопросами стали определение акционерами размера вознаграждения руководства и взносы компаний на нужды политических партий. Оба этих момента достойны отдельного обсуждения.

Вознаграждение исполнительному руководству

Что касается вознаграждений исполнительному руководству, наши крупнейшие институциональные управляющие (агенты), кажется, с особой неохотой подходят к этой проблеме. Отказываясь рассматривать данный вопрос, они должны, по крайней мере, отчасти принять на себя ответственность за чрезвычайно высокие зарплаты, бонусы, отложенные компенсации, опционы на акции и иные формы вознаграждений CEO компаний и приближенному к ним руководству высшего звена. В последнее время компенсации только множатся, а суммы, как мне кажется, абсолютно вышли из-под контроля.

Насколько высок уровень вознаграждения и благосостояния CEO? Можно поблагодарить The New York Times за ежегодный отчет о размерах вознаграждений, выплачиваемых CEO 200 компаний, суммарная величина которых превысила 5 млрд долларов. Отчет был опубликован 12 апреля. В табл. 3.2 приведен список 15 наиболее высокооплачиваемых CEO.

Табл. 3.2

Вознаграждение CEO компаний, 2011 год

Имя и компания	Заработная плата в 2011 году (млн долл.)
Тимоти Кук, Apple	378,0
Лоуренс Эллисон, Oracle	77,6
Рональд Джонсон, J. C. Penney	53,3
Филипп Дауман, Viacom	43,1
Дэвид Коут, Honeywell	35,3
Стивен Чейзен, Occidental Petroleum	31,7
Роберт Айгер, Walt Disney	31,4
Клэрэнс Казалот-мл., Marathon Oil	29,9
Алан Мулалли, Ford Motor	29,5
Руперт Мердок, News Corp.	29,4
Грегори Браун, Motorola Solutions	29,3
Сэмюэл Пальмизано, IBM	24,2
Уильям Уэлдон, Johnson & Johnson	23,4
Имя и компания	Заработная плата в 2011 году (млн долл.)
Лоуэлл Макадам, Verizon	23,0
Луи Шеневе, United Technologies	22,9

Источник: отчетность компаний

Следующие 15 CEO получили вознаграждение в пределах 18–22 млн долларов, а самый низкооплачиваемый CEO из полусотни – 11 млн долларов. Средний размер вознаграждения

граждения 100 наиболее высокооплачиваемых CEO составил 14,4 млн долларов, что в 320 раз превышает среднюю зарплату в США (45 320 долларов). По иронии судьбы, поскольку CEO могут увеличивать свои доходы, ограничивая заработную плату сотрудников, они выигрывают, тогда как миллионы работников, которые производят товары и услуги, продаваемые компанией, оказываются в роли проигравших.

Соотношение вознаграждения CEO и средней зарплаты работников в 2011 году составило 320/1, в то время как в 1980 году было лишь 42/1. За 30 лет вознаграждение CEO в денежном выражении выросло почти в 16 раз по сравнению с вознаграждением среднестатистического сотрудника, которое едва ли удвоилось. В реальном денежном выражении на 1980 год вознаграждение CEO росло на 6,5 % в год, а за указанный период в реальном выражении выросло более чем на 560 %. Для сравнения, вознаграждение среднестатистического сотрудника росло только на 0,7 % в год, что в совокупности привело к незначительному улучшению стандарта жизни американской семьи. (Совокупный рост в течение 30 лет составил лишь 14 % с учетом капитализации.) Я нахожу такие изменения шокирующими и буквально необъяснимыми.

Сегодняшнее соотношение объясняется тем, что CEO «создавали благосостояние» для своих акционеров. Но сопоставима ли стоимость компании, фактически создаваемая исполнительным руководством, с таким огромным ростом вознаграждения? Естественно, среднестатистический CEO такой стоимости не создает. За последние 24 года компании *прогнозировали* ежегодный рост прибыли в среднем на 11,5 %. Но фактически *продемонстрированные* ими показатели роста составили 6 % в год – то есть только половину от запланированного. Это даже меньше, чем номинальный темп роста экономики (6,2 %). В реальном выражении прибыль компаний росла лишь на 2,9 % в год по сравнению с темпом роста национальной экономики, который составлял 3,1 % (что выражается показателями ВВП). Как такое удручающее отставание могло стать причиной выплаты CEO вознаграждения в 9,8 млн долларов в 2004 году или 11,4 млн долларов в 2010 году – это одна из аномалий нашей эпохи.

Большая часть вознаграждения исполнительного руководства корпораций и их благосостояния объясняется опционами на акции, которые можно описать так: «Если выпадет орел, я выигрываю, а если решка – ты проигрываешь». Разбавление выпуска акций этими опционами часто удерживается в разумных, на первый взгляд, границах (2–3 % в год от акций, находящихся в обращении). Часто такое разбавление компенсируется выкупом эквивалентного числа акций, выпущенных на имя CEO. Но при этом практически никакого внимания не уделяется *совокупному* разбавлению за несколько лет, объемы которого могут быть шокирующими: 25 % и более за 10 лет. Однако я не смог найти ни одного правительственного исследования или научной работы по вопросу значимости такого разбавления в долгосрочной перспективе.

Еще одним объяснением быстрого роста вознаграждения CEO является то, что оно просто отражает огромное (и общеизвестное) вознаграждение ведущим спортсменам, звездам шоу-бизнеса и актерам кино. Такое сравнение является неуместным и абсурдным. Вознаграждение звездам выплачивается за счет их поклонников, владельцев команд или теле- и радиоканалов, из их собственных карманов. При этом вознаграждение CEO выплачивается директорами не из своего кармана, а за счет денежных средств других лиц³⁸. Директора корпораций являются агентами акционеров, но действуют ли они в наилучших интересах акци-

³⁸ Если вознаграждение CEO превышает федеральный стандарт, он платит дополнительный налог. Очень часто в такой ситуации компания выплачивает вознаграждение с учетом необходимости уплаты такого налога, чтобы CEO получали свое вознаграждение «чистыми». Правда же, неплохо, когда тебе компенсируют налоги! Как я неоднократно отмечал, удивительно, насколько дешево обходится то, за что платят другие.

онеров – отдельный вопрос. Данная проблема с агентами (еще одна) видна на всех уровнях корпоративного управления и является основной причиной роста вознаграждения CEO.

Как это случилось?

Очень просто определить основные причины роста компенсационных выплат руководству американских компаний, а также удручающей разницы вознаграждения их и тех, кто работает на них по найму. Прежде всего, когда СЕО производят сокращение штата (извините, но мы вынуждены называть этот процесс «оптимизацией штата») под давлением обстоятельств (ведь они должны обеспечить для Уолл-стрит достижение прогнозных уровней прибыли), они устанавливают строгие ограничения в отношении зарплаты сотрудников. Это позволяет снизить затраты и увеличить прибыль, а также дает возможность руководству получать более высокую заработную плату и бонусы.

Но именно эти сотрудники, которые отдают компании свои жизни день за днем, создают и производят продукцию и услуги, являющиеся «хлебом» для любой компании, практически всегда выступают в роли жертвы. Предпринимаемые шаги известны всем. Это сокращение количества сотрудников, увольнение более высокооплачиваемых или старших по возрасту (как правило, в этом не признаются), сворачивание программ повышения заработной платы, сокращение расходов на научно-исследовательские и опытно-конструкторские работы, урезание пенсионных выплат.

Оставим на какое-то время в стороне тот факт, что указанные меры предназначены для увеличения прибыли компании, позволяющего ей соответствовать ожиданиям Уолл-стрит и обеспечивать рост курса акций. Обычно сокращение штата приводит именно к такому результату, по крайней мере, в краткосрочной перспективе. Но еще предстоит принять решение относительно того, действительно ли такая краткосрочная эффективность и неспособность вкладывать средства в будущее компании вредят ее долгосрочным перспективам. Еще раз повторим: наш основной вопрос является частным случаем главной проблемы, поставленной в этой книге, – вреда, который приносит превалирование культуры краткосрочной спекуляции, ориентированной на цены *акций*, над культурой долгосрочного инвестирования, нацеленной на внутреннюю стоимость *компании*.

Более того, существующие программы выдачи руководству опционов на акции практически всегда основаны на краткосрочных ценах на эти бумаги и имеют весьма отдаленное отношение к долгосрочной внутренней стоимости компании. Это противоречие сохраняется и в краткосрочной перспективе. Но в долгосрочном периоде цена и стоимость должны быть практически идентичны. Уоррен Баффет очень хорошо высказался об этом: «Когда цена акций Berkshire Hathaway временно поднимается или опускается ниже реальной стоимости компании, ограниченное число акционеров (продавцов или покупателей) получает неоправданно высокий доход за счет своих контрагентов по сделке. [Но] с течением времени совокупный доход акционеров Berkshire должен обязательно сравняться с прибылью компании от коммерческой деятельности».

Инерционный эффект

Консультанты по компенсациям CEO во многом виноваты в недостатках нашей системы компенсационных выплат для исполнительного руководства. В первую очередь люди, дающие рекомендации в отношении размера выплат CEO, сами должны работать в этом бизнесе. Да, они должны проводить тщательный анализ; да, они должны проводить презентации; да, они должны быть убедительными. Но, прежде всего, *они ни при каких обстоятельствах не должны рекомендовать меньший размер оплаты или более жесткие стандарты для определения размера выплат CEO*. Ни при каких обстоятельствах, если они хотят надолго задержаться в этом бизнесе. И что еще хуже: общеизвестная методика работы консультантов – объединение CEO в однородные по составу группы с разделением на квартили³⁹ – неизбежно приводит к возникновению инерционного эффекта.

Вот как это работает. Как только совету директоров становится известно о том, что выплаты его собственным CEO попадают в четвертый квартиль, с огромной долей вероятности их вознаграждение будет увеличено так, чтобы оно попадало, скажем, во второй квартиль. (Директора изредка могут поднять вознаграждение и до уровня первого квартиля.) Такой шаг неизбежно приводит к тому, что какой-то иной CEO по размеру вознаграждения попадает в четвертый квартиль. Естественно, его выплаты также будут подняты до уровня более высокого квартиля. Данный цикл повторяется снова и снова, из года в год. И это практически всегда происходит с согласия вроде бы независимого наблюдателя, привлеченного советом директоров с молчаливого одобрения CEO. Таким образом, не существует «свободного рынка», который бы определял размер вознаграждения CEO. Напротив, имеется контролируемый рынок, созданный консультантами по компенсациям⁴⁰.

Эта методика имеет существенный недостаток, что приводит к очевидному эффекту: цифры в компенсационной сетке для *группы* в целом всегда идут вверх и практически никогда – вниз. Вновь Уоррен Баффет остроумно описывает типовую консалтинговую компанию, иронически называя ее «Рэтчет, Рэтчет и Бинго» (от англ. ratchet – инерция). Это наименование привлекает внимание к лотерее, в которой исполнительные руководители не могут проиграть при получении опционов на акции: если курс акций идет вверх, опцион можно исполнить; если вниз – о нем можно просто забыть. До тех пор пока мы не начнем платить CEO, исходя из *эффективности работы* компании, а не на основе *распределения по группам*, выплаты CEO практически неизбежно всегда будут идти вверх⁴¹.

Должен добавить, что одной из причин, почему высокооплачиваемые институциональные управляющие в массе своей были инертны в вопросе оспаривания крайне высокого вознаграждения столь же высокооплачиваемых CEO, является то, что сами управляющие капиталом получают высокие доходы⁴². Наконец, большинство крупных компаний, которые

³⁹ Квартиль – четвертая часть всей совокупности данных выборки, представленной в виде вариационного ряда. *Прим. ред.*

⁴⁰ Должен быть термин для определения такой извращенной аномалии рынка. Это не монополия, не олигополия. Может быть, это явление можно назвать словом «консультополия».

⁴¹ Идея в отношении улучшения: потребовать, чтобы квартили, в которые попадает тот или иной CEO, соответствовали квартилям, в которые попадают показатели эффективности работы их компаний. (Критерием эффективности при этом должна служить не доходность акций, а доходность совокупного капитала.) Вероятно, такое сравнение поможет остановить вечный двигатель, в который превратился процесс определения компенсационных выплат CEO.

⁴² CEO управляющих компаний фондов тоже не бедствуют. Нам доступны данные только по публичным управляющим компаниям. Эти данные свидетельствуют о том, что в 2011 году CEO T. Rowe Price Джеймс Кеннеди получил 7,9 млн долларов; CEO BlackRock Лоуренс Финк – 21,9 млн долларов; CEO Franklin Resources Грегори Джонсон – 9,9 млн долларов; CEO Federated Дж. Кристофер Донахью – 4,6 млн долларов. Указанные суммы не учитывают стоимость принадлежащих CEO акций их управляющих компаний: Кеннеди – 200 млн долларов; Финк – 310 млн долларов; семья Джонсон – 9 млрд

управляют капиталом, находятся во владении и под контролем других публичных корпораций. («Если СЕО материнской компании, управляющей моим капиталом, находится наверху, то как я могу голосовать против такого же вознаграждения для руководителя одной из корпораций в составе моего портфеля?») Очевидный внутренний конфликт такого кругового характера владения, когда «рука руку моет», должен выйти на первое место среди проблем ближайшего десятилетия.

Что делать?

Что делать? Прежде всего, вознаграждение CEO должно быть основано на создании устойчивой долгосрочной внутренней стоимости компании, которая одновременно и реальна, и неопределенна. (Вот он парадокс!) Да, биржевые курсы отлично коррелируют с результатами деятельности компании, но только в долгосрочной перспективе. В краткосрочном периоде такая корреляция в лучшем случае редка. Скажем проще: цена акций – это не лишенный недостатков показатель для измерения эффективности работы компании. Используя классическую формулу лорда Кейнса, можно сказать, что цена акций имеет как *предпринимательскую* (доходность инвестиций в долгосрочной перспективе), так и *спекулятивную* (ставку на психологию рынка) составляющую. Я высказывался в пользу абсолютного триумфа предпринимательства 60 лет назад. Сегодня я продолжаю делать свой выбор в пользу превосходства все того же предпринимательства.

Например, в 1980–1990-е годы прибыль корпораций, входящих в S&P 500, росла приблизительно на 5,9 % в год. Этот показатель был значительно ниже, чем в предыдущие два десятилетия, когда он составлял 7,7 %. Тем не менее акции в указанный период приносили доход, поскольку коэффициент P/E у S&P 500 вырос с 8 раз до 32, что добавляло спекулятивную доходность акций в 7,5 % годовых. Очевидно, что такой результат был разовым явлением, однако по совокупности он мешал росту прибыли компаний. То есть высокая цена акций, обусловленная более высокой оценкой акций на рынке, привела к более высоким выплатам. Краткосрочное рыночное помешательство сыграло ведущую роль в появлении «эффекта лотереи», лежащего в основе опционов на акции. Предполагается, что минимум цена опционов должна корректироваться с учетом изменения общего уровня цен акций, измеряемого, скажем, на основе S&P 500.

Привязка компенсационных выплат к увеличению внутренней стоимости компании была бы лучшей методикой определения вознаграждения CEO за достижение ими долгосрочной доходности компании. Например, вознаграждение CEO может быть основано на росте прибыли или, еще лучше, на денежных потоках компании (этими показателями значительно сложнее манипулировать) и на росте дивидендов. Рентабельность совокупного капитала (а не только акционерного капитала) должна оцениваться как в сравнении с конкурентами, так и по сравнению с другими компаниями как группы (из S&P 500, к примеру). Такую рентабельность следует оценивать только за продолжительный период и только *после вычета затрат на привлечение капитала*.

Учет затрат на привлечение капитала

Рентабельность капитала, тем не менее, крайне редко учитывается в компенсационных программах. При этом его не следует игнорировать. Компаниям необходимо установить своеобразную «минимальную ставку доходности», которая принимает в расчет затраты на привлечение капитала.

Даже если она устанавливается на относительно скромном уровне (например, 8 % годовых), СЕО должны получать вознаграждение *только в том случае*, если доходность превысит указанный уровень. Если капитал компании составляет, допустим, 1 млрд долларов, она должна обеспечивать доходность, по крайней мере, в 8 %, или 80 млн долларов. До тех пор пока данный целевой показатель не будет достигнут, руководство не должно получать каких-либо бонусов или опционов. Вознаграждение следует выплачивать только из прибыли, полученной сверх уровня рентабельности капитала. Конечно, эти стандарты весьма амбициозны, но соответствие им – залог успеха в бизнесе.

Сегодня очевидно, что вознаграждение СЕО должно иметь постоянную и переменную составляющие. Стимулирующие выплаты должны распределяться в течение длительного периода, как и опционы на акции. Например, скажем, 50 % опционов на акции должны быть исполнены в первую дату исполнения, а остальные – по 10 % в последующие пять лет. Полученные таким образом акции должны в обязательном порядке оставаться во владении получивших их лиц в течение значительного периода (возможно, до момента ухода СЕО из компании). Должна быть предусмотрена оговорка о возмещении, предусматривающая возврат компенсационных выплат компании при корректировке ее прибыли. (Как я понимаю, статья 304 закона Сарбейнза – Оксли предусматривает эффективную оговорку о возмещении вознаграждения СЕО, основанного на акционерном капитале, в случае корректировки прибыли. Однако такая оговорка о возмещении распространяется только на корректировку прибыли в случае совершения неправомерных действий, и SEC еще не дала ход ни одному такому делу.)

Небольшой прогресс в реформах

Сегодня мы делаем один очень важный шаг. Особое значение имеет то, что это делается не по требованию наших управляющих капиталом, а по инициативе Конгресса. Закон о реформировании Уолл-стрит и защите прав потребителей Додда – Франка 2010 года дает всем публичным компаниям полномочия проводить рекомендательное голосование акционеров по вопросу выплаты вознаграждения CEO. Затраты на его претворение в жизнь будут относительно невелики, но закон заставит институциональных акционеров более внимательно относиться к вопросу выплаты вознаграждения. Это прекрасный шаг вперед. Любая мера, способная заставить институциональных собственников, которые в настоящий момент контролируют «корпоративную» Америку, действовать со всей вдумчивостью и социальной ответственностью должна принести пользу всему нашему обществу.

Однако, несмотря на тот факт, что первый период проведения собраний акционеров, в течение которого все публичные компании могли проводить голосование акционеров по вопросу выплат вознаграждений, закончился весной 2011 года, изменения малозаметны. Позднее, в июле того же года, в *The Wall Street Journal* сообщалось, что акционеры проголосовали против предложенных компенсационных планов для CEO их компаний только в 39 случаях из 2532. (При этом консультационно-представительская компания *Institutional Shareholder Services* рекомендовала голосовать против предложенного вознаграждения CEO в 298 компаниях.) Около 71 % компаний получили, по крайней мере, 90 % голосов за программы поощрения CEO.

Почему же повсеместно царит такое молчаливое согласие? Имеются две возможные причины. Первая заключается в том, что многие компании увеличили объем информации, предоставляемой в порядке обсуждения вопросов вознаграждения и анализа их отчетности. Это позволило яснее понять их философию в области выплаты компенсаций и показатели, учитываемые при принятии соответствующих решений. В связи с этим акционеры смогли лучше проанализировать данную проблему. Вторая причина состоит в том, что многие компании вступили в диалог со своими крупнейшими акционерами и попытались понять, какие факторы учитывают институциональные акционеры для оценки размера вознаграждения CEO. В результате они, вероятно, смогли убедить акционеров в справедливости предложенного им компенсационного пакета.

Исходя из этого не становится понятно, сможет ли голосование по вопросам выплат замедлить рост вознаграждения CEO. Роберту Монксу приписывают высказывание о том, что «голосование по вопросам вознаграждения в лучшем случае является отвлекающим маневром, а в худшем – обманом. Эта мера только с виду представляет собой реформу, в то время как в действительности является жестоким розыгрышем». Линн Тернер, в прошлом главный бухгалтер SEC, отметил следующий момент. Конфликт интересов возникает по мере того, как взаимные фонды стараются привлечь к себе корпоративных клиентов, входящих в группу 401 (k), заявляя, что крупные фонды «будут голосовать против предложений руководства компаний в отношении выплаты вознаграждения только в том случае, если они действительно возмутительны»⁴³. Что любопытно, крупный пенсионный фонд учителей штата Калифорния (*California State Teachers Retirement Systems (CalSTRS)*), не сталкивающийся с подобным конфликтом интересов, полностью отклонял предложения по выплате вознаграждения руководству в 23 % случаев.

⁴³ 18 апреля 2012 года акционеры Citigroup проголосовали против предложенного компенсационного пакета для руководства. Их отпор впервые позволил отклонить компенсационный пакет в финансовом гиганте, который уже однажды был близок к краху. Против рекомендованного пакета проголосовали около 55 % акционеров.

Финансирование политических партий

Еще одна серьезная проблема в области корпоративного управления касается финансирования политических партий. Особенно принимая во внимание решение Верховного суда по знаковому делу *Citizens United* 2011 года. Данное решение позволяет нашим компаниям делать практически ничем не ограниченные взносы на нужды политических партий. И это может вызвать жаркую полемику на собраниях акционеров в 2012 году. До сих пор вопрос финансирования политических партий решается на основе добровольного раскрытия компаниями информации о таких взносах, что является результатом личной заинтересованности руководителей компаний и удовлетворения требований некоторых институциональных инвесторов об обязательном раскрытии такой информации.

Однако простого информирования недостаточно. Инвесторы должны поднять вопрос о том, *правомерны ли вообще какие-либо взносы* без одобрения акционеров. В отличие от проблемы вознаграждения CEO, когда SEC в начале 2011 года были установлены определенные стандарты, Комиссия еще не предпринимала каких-либо попыток установить единые стандарты в части голосования по вопросу раскрытия информации о взносах на нужды политических партий. Очень надеюсь, что SEC вскоре сделает именно это⁴⁴.

В ноябре 2011 года коалиция управляющих активами и профессиональных инвесторов, в ведении которых находились активы стоимостью более 690 млрд долларов, обратилась в SEC в поддержку предложения о том, чтобы Комиссия приняла правила, требующие «политической прозрачности» компаний. (Однако к этому обращению не присоединился ни один управляющий взаимными фондами.) Поскольку существуют серьезные пробелы, связанные с этим видом затрат, они попросили SEC определить четкие правила полного раскрытия публичными компаниями информации о финансировании ими политических партий. Совет институциональных инвесторов (Council for Institutional Investors) также поддержал это обращение:

Акционеры вправе знать, расходует ли компания свои средства в политических целях. Существующая нормативно-правовая база ставит барьеры в раскрытии этой информации. Ее раскрытие либо производится по частям в адрес нескольких регулирующих органов, либо вообще не производится в случаях, если взносы на нужды политических партий направляются через независимые организации, освобожденные от обязанности называть спонсоров.

Как добавил один из казначеев: «Вызывает беспокойство, что многие компании финансируют политические кампании без согласия акционеров и даже не проинформировав их об этом».

Хотя я сторонник полного раскрытия информации, я считаю, что необходимо нечто большее, чем простое раскрытие. После дела *Citizens United* сообществу институциональных инвесторов следует действовать еще более жестко и настаивать на том, что еще до того, как будут рассматриваться надлежащие стандарты раскрытия, акционерам надо предоставить право самим решать, дать ли компании свое согласие *вообще на какие-либо взносы на нужды политических партий*. В конце концов, именно акционеры являются *собствен-*

⁴⁴ Со мной согласен, по крайней мере, один член SEC. Луис Агилар в своей речи, произнесенной в феврале 2012 года, указал, что «в то время как некоторые компании добровольно раскрывают эту информацию, многие другие этого не делают... Предоставляемая ими информация не является единообразной и может быть недостаточной. Важно, чтобы акционеры не оставались в неведении, в то время как их деньги расходуются без их информирования и согласия. Комиссия должна (определить стандарты) единообразного и последовательного раскрытия».

никами и должны определять тактику компании в отношении расходов на политические нужды. В своей статье от 14 мая 2011 года в The New York Times я требовал от институциональных инвесторов внести предложение о том, чтобы во всех информационных письмах, направляемых акционерам перед проведением собрания, содержался следующий проект решения:

ПОСТАНОВИЛИ: компания не будет делать каких-либо взносов на нужды политических партий без одобрения таких взносов, по крайней мере, 75 % держателей акций в обращении.

Поскольку внутри любой группы акционеров разброс политических взглядов достаточно широк, требование по одобрению решения подавляющим большинством голосов является необходимым. В данном случае 75 % – это промежуточное значение между простым большинством голосов и стандартом, который был ранее предусмотрен законом о компаниях штата Делавэр. В соответствии с этим законом, для утверждения передачи в дар активов компании требовалось единогласное одобрение всех акционеров (исключение составляли благотворительные пожертвования). Естественно, хотя бы часть взносов на политические нужды является «передачей в дар активов компании». (Конечно, я не предлагаю, чтобы каждый взнос на нужды партий и объединений получал одобрение акционерами. Но акционеры должны утвердить политику осуществления таких взносов.)

Несмотря на все недостатки, своим решением по делу Citizens United суд оставил в силе требования по раскрытию информации, установленные законодательством о финансировании политических кампаний. Я надеялся, что полное раскрытие информации может ограничить финансирование политических партий. Но фактически на сегодняшний день компании получили возможность использовать в свою пользу положения законодательства, которые позволяют некоммерческим организациям делать щедрые пожертвования на политические нужды без какого-либо раскрытия информации. Такая чудовищная лазейка как никогда ранее упростила направление огромных денежных потоков (которые расходуются на лоббирование, агитацию и контрагитацию, теоретически не связанные с собственной кампанией кандидата) на подрыв нашей политической системы и национальных интересов. В связи с этим необходимы срочные меры по ограничению взносов на корпоративном уровне.

«Процедуры корпоративной демократии»

Действительно, сам Верховный суд наложил на акционеров обязательство контролировать взносы компаний на нужды политических партий. Выражая мнение большинства судей по делу *Citizens United*, судья Энтони Кеннеди применил Первую поправку к Конституции США, гарантирующую свободу слова, к возможностям для акционеров обеспечить исполнение своего права. А именно, чтобы слово компании в том виде, в котором оно существует, отражало их взгляды, а не было поводом направить активы на благо ее руководства. Он сказал, что любые злоупотребления должны пресекаться акционерами через применение «процедур корпоративной демократии».

Ну что же, корпоративная демократия уже на подходе, а решающая битва с расходами компаний на политические нужды началась. Впервые финансовые организации – не только взаимные, но и пенсионные фонды и иные крупные институциональные инвесторы, которые в настоящее время полностью контролируют «корпоративную» Америку, – должны встать, высказаться и добиться того, чтобы их позиция была учтена. Бюллетени для голосования по вопросу обязательного раскрытия информации о финансировании политических партий и утверждения акционерами величины взносов в 2012 году включены многими компаниями в комплект документации для голосования по доверенности. Они прошли проверку в SEC, и сегодня многие наши влиятельные институциональные управляющие капиталом должны будут сказать свое «да» или «нет».

Мне кажется логичным, что если мы, институциональные инвесторы, проголосуем против взносов на финансирование политических партий, компании будут вынуждены отказаться от таковых. Участие в политической борьбе «с чистыми руками» станет обязательным⁴⁵. Еще раз повторим один важный момент: поскольку большинство наших крупнейших компаний, управляющих капиталом, либо сами являются публичными, либо находятся под контролем публичных финансовых конгломератов, для того чтобы руки стали чистыми, их придется долго отмывать. Поставят ли эти агенты интересы своих принципалов во главу угла? Или по-прежнему будут доминировать их собственные интересы? Это мы еще увидим.

С 2004 года вступило в силу требование SEC, обязывающее американские взаимные фонды нарушить молчание и рассказать своим принципалам о том, как они голосовали. Но с точки зрения активного участия в корпоративном управлении почти все взаимные фонды хранят молчание. Такое же молчание исходит и от пенсионных фондов и их управляющих. Поскольку важнейшие проблемы, такие как вознаграждение CEO и взносы на нужды политических партий, в настоящий момент находятся в центре внимания, настало время для управляющих фондами высказать свое мнение по этим вопросам. Они должны выдвигать собственные предложения и требовать их включения в информационные документы, распространяемые перед общими собраниями акционеров. Эти шаги, направленные на повышение активности участия в корпоративном управлении со стороны наших крупнейших инвесторов (агентов), которые представляют интересы акционеров (принципалов), я считаю абсолютно необходимыми. Они нужны для упрочения позиций долгосрочного инвестирования, для нашей современной капиталистической системы и во имя национальных интересов. Современная индустрия фондов, на мой взгляд, должна стать в авангарде этого движения. Такую эволюцию рассмотрим в следующей главе.

⁴⁵ Это будет непросто. Fidelity, одна из крупнейших компаний, управляющих взаимными фондами, недавно раскрыла информацию об уплате в 2011 году на нужды политических партий более 5 млн долларов.

Блок 3.4

«Даже один человек может многое изменить»

В далекие 1970-е я разместил на награде Vanguard очень остроумное изречение: «Даже один человек может многое изменить» (к слову сказать, награда эта – «За особые достижения» – ежеквартально вручалась нашим сотрудникам за наивысшее проявление чувства долга при оказании услуг участникам наших фондов и своим коллегам). Сегодня, десятилетия спустя, я вновь говорю о том, что даже один-единственный человек, вне зависимости от выполняемой им работы, может изменить мир. В начале 2012 года я в очередной раз смог удостовериться в справедливости этих слов. Я встретил человека, который добился успеха вопреки всему, заставив включить в повестку дня собрания акционеров компании проект решения, процитированный мной выше, а именно: требование о необходимости получить 75 % голосов «за», прежде чем компания сможет делать вообще какие-либо взносы на нужды политических партий.

Я знал Джеймса Маки как друга и соседа много лет. Но я был удивлен тому, что он не только прочел мою статью в The New York Times («Верховный суд сказал свое слово; теперь позвольте решать акционерам») (The Supreme Court Has Had Its Say. Now Let Shareholders Decide)), но и реализовал мое предложение на практике. Будучи владельцем скромного пакета акций ряда компаний, он взял эту задачу на себя. Самостоятельно, без поддержки консультантов, он направил мое предложение этим компаниям и потребовал его включения в комплект документов, направляемых акционерам для участия в собрании акционеров 2012 года.

Препятствия были огромны. Процесс оказался мучительным. Компании не хотели включать его предложение в пакет документов для проведения голосования. Но Джим добился этого от одной из них. Johnson & Johnson, одна из ведущих и наиболее преуспевающих медицинских компаний, согласилась включить в комплект документации для проведения голосования предложение о том, чтобы «дать акционерам возможность принятия решения» в отношении взносов компании на нужды политических партий. Голосование прошло в рамках годового общего собрания Johnson & Johnson 26 апреля 2012 года.

Johnson & Johnson отклонила принятие данного предложения на том основании, что оно ограничивает возможности «поддерживать тех, чья политическая позиция соответствует законным коммерческим интересам компании и ее акционеров». С учетом несогласия компании предложение получило лишь незначительное меньшинство голосов. Но управляющие фондами должны будут раскрывать информацию о результатах своего голосования. В данном случае это была небольшая, но очень важная победа корпоративной демократии.

Для меня уроки, которые мы извлекли из предложения Маки, значительно более серьезны. Во-первых, поскольку то предложение было принято Johnson & Johnson в соответствии с правилами SEC, легко

представить, что многие другие инвесторы направят подобные предложения во многие другие компании. С учетом создавшегося прецедента эта инициатива должна получить широкое распространение. Во-вторых, что еще более важно: данный прецедент показывает, что даже один акционер, обладающий весьма ограниченными ресурсами и опытом, может заставить мир стать лучше. Если Джим Маки сумел это сделать, почему же этого не могут сделать крупнейшие институциональные инвесторы, обладающие колоссальными ресурсами и многолетним опытом?

Глава 4

Культура «взаимных» фондов Разумное руководство уступает место торгашеству

От управляющих чужими деньгами нельзя ожидать при обращении с ними такой же неусыпной осторожности, какую они проявляют при управлении собственными деньгами.
Адам Смит

Столкновение культур в финансовой сфере прекрасно иллюстрирует пример индустрии взаимных фондов. Недавно я отметил шестидесятую годовщину своей работы в этой отрасли и могу сказать, что своими глазами наблюдал изменения в ее культуре. В 2012 году здесь доминирует культура, абсолютно отличная от той, которая преобладала много лет назад. Когда-то характерной чертой индустрии была ориентированность на долгосрочное инвестирование. Сегодня взаимные фонды в основном сосредоточены на краткосрочной спекуляции. Хотя мне и не нравятся происходящие перемены, пожалуйста, поймите: *я люблю эту отрасль*. И как любящий человек, я ссорюсь с той сферой деятельности, которой я отдал долгие годы службы. Я просто хочу, чтобы мы приложили все возможные усилия для выполнения своих фидуциарных обязательств перед инвесторами фондов.

Изменения в отрасли

Ошеломительный рост активов взаимных фондов

Существует множество причин изменений в отраслевой культуре. Первая – это значительное развитие взаимных фондов акций. Их активы увеличились с 2,5 млрд долларов (а именно такими активами они располагали, когда я пришел в отрасль в 1951 году) до 5,9 трлн долларов на сегодняшний день, то есть годовой прирост составил 14 %. Когда небольшая отрасль (позвольте мне назвать ее «кустарной промышленностью») становится таким мастодонтом, меняется практически все. «Большой бизнес», как показывает наш трудный опыт, отличается от «малого бизнеса» не только своим размахом или просто большим количеством нулей. Он абсолютно другой по своей сути.

В течение более полувека взаимные фонды акций считались своего рода хребтом отрасли. Однако рост был довольно хаотичным: в сектор стекалось большое количество денег инвесторов, когда условия на фондовом рынке были благоприятными, но при ухудшении ситуации приток денежных средств существенно уменьшался и даже наблюдался их отток. Стоимость активов взаимных фондов акций достигла 56 млрд в 1972 году, потом упала до 31 млрд в 1974 году, после чего взлетела до 4 трлн в период бычьего рынка, который просуществовал до 1999 года. Затем, с очередным рыночным падением, стоимость активов снизилась до 2,6 трлн долларов. Только-только активы успели подняться в стоимости до 6 трлн долларов в 2006 году, как очередной обвал остановил рост рынка. На сегодняшний день стоимость активов взаимных фондов акций оценивается в те же 6 трлн долларов. Совершенно очевидно, что такая чувствительность денежных потоков взаимных фондов акций к динамике фондового рынка (инвесторы покупают при росте рынка и продают при его спаде) отрицательно сказывается на доходности инвесторов.

После снижения рынка в 1972–1974 годах о себе заявили взаимные фонды облигаций. Поскольку изменился финансовый рынок, изменились и потребности инвесторов – на первое место вышла доходность. (Дивидендная доходность акций превосходила процентную ставку по облигациям почти в течение века, с 1870-х по 1959 год. Затем преимущество акций с точки зрения доходности исчезло и не вернулось до сих пор. В начале 2012 года доходность акций и процентные ставки по облигациям вновь стали сближаться.) Имея менее 1 млрд долларов активов в 1950-е, взаимные фонды облигаций демонстрировали медленный рост в 1960–1970-е годы. Однако к 1987 году активы взаимных фондов облигаций резко выросли до 250 млрд долларов, и на сегодняшний день превышают совокупные активы взаимных фондов акций на 175 млрд долларов. И хотя в дальнейшем взаимные фонды облигаций стали играть менее значимую роль, их активы постепенно выросли до 500 млрд долларов в 1992 году. Сегодня, по прошествии многих лет, в течение которых процентные ставки по облигациям были высоки, и после появления фондов муниципальных облигаций в конце 1970-х совокупные активы освобожденных от налогообложения и налогооблагаемых взаимных фондов облигаций составляют 3 трлн долларов (25 % от совокупных активов индустрии фондов).

По мере того как доминирование взаимных фондов акций шло на убыль, фонды денежного рынка, выдающаяся инновация индустрии фондов середины 1970-х, быстро становились наиболее мощной движущей силой в развитии отрасли. В 1984 году активы фондов денежного рынка, стоимость которых составляла 235 млрд долларов, в *три раза превосходили по стоимости* активы взаимных фондов акций. Их рост не прекращался до 2008 года, пока стоимость активов фондов денежного рынка не достигла 3,8 трлн долларов. С

крахом одного из крупнейших фондов денежного рынка в 2008 году, за которым последовали претензии к структуре фондов денежного рынка со стороны федеральных регулирующих органов, активы фондов уменьшились до 2,6 трлн долларов. На сегодняшний день они составляют 21 % от совокупного размера активов индустрии взаимных фондов. С развитием взаимных фондов облигаций и фондов денежного рынка практически все крупные управляющие фондами, которые в течение полувека в основном работали как профессиональные управляющие одним или небольшой группой взаимных фондов акций, превратились в управляющих, предлагающих широкий спектр возможностей для инвестирования (то есть в некий «финансовый универмаг»). Они в основном сосредоточились на административной и маркетинговой деятельности.

Трансформация инвестиционной деятельности

Второй причиной изменений стало то, что за долгую историю отрасли произошла радикальная трансформация в деятельности управляющих компаний. *Modus operandi* (от лат. — образ действий) управляющих, который некогда определяли инвестиционные комитеты, ориентированные на долгосрочную перспективу и консервативную культуру разумного инвестирования, сменился стилем портфельных управляющих. Они, в свою очередь, были нацелены уже на работу в краткосрочных периодах и спекулятивную культуру агрессивных инвестиций. Этот переход от коллегиального к индивидуальному подходу привел к росту оборачиваемости портфеля среднестатистического фонда. Данный показатель вырос с 15–20 % в 1950-х – начале 1960-х годов до 85–100 % за последние 40 лет. Иными словами, средний срок владения акциями в составе портфеля фонда снизился с 6 лет до года или того меньше. Если некогда большинство управляющих фондами были инвесторами, то сегодня они превратились в спекулянтов.

Новая культура повышенной торговой активности характеризовалась наличием всех видов инвесторов. Естественно, эти трейдеры всего лишь обменивались акциями друг с другом. При этом появились спекулятивные инвестиционные стратегии, основной целью которых стали краткосрочные показатели эффективности. Старая модель отрасли, когда портфели формировались на базе «голубых фишек» и имели схожую с рынком структуру и доходность (разумеется, до вычета затрат!), превратилась в новую модель. Относительная волатильность отдельных фондов возросла. Сегодня она определяется коэффициентом бета – волатильностью цены какого-либо актива в составе фонда по сравнению с волатильностью фондового рынка в целом. Волатильность доходности взаимных фондов акций также существенно увеличилась – с 0,84 в 1950-х (на 16 % меньше, чем в целом по рынку) до 1,11 (то есть волатильность превышала среднюю по рынку на 11 %). Это свидетельствует о том, что относительная волатильность среднестатистического фонда выросла на 30 %. Как показано в табл. 4.1, в самом начале ни один из взаимных фондов акций не обладал волатильностью свыше 1,11, тогда как в наши дни этот уровень превышен по 38 % взаимных фондов акций.

Табл. 4.1

Резкий рост относительной волатильности взаимных фондов акций⁴⁶

⁴⁶ * Выборка из 200 крупнейших фондов.

	1950–1956	2008–2011*	Разница
Общее количество фондов	56	5091	
Относительная волатильность, %			
Свыше 1,11	0	38	+38
0,95–1,11	34	38	+4
0,85–0,94	30	10	–20
0,70–0,84	36	6	–30
Менее 0,70	0	9	+9

Источник: *Wiesenberger; Strategic Insight*

Период более высокой волатильности начался в так называемую динамичную эпоху фондового рынка в конце 1960-х. Тогда к популярным управляющим относились как к звездам Голливуда и соответствующим образом рекламировали их услуги. С той поры подобное отношение во многом сохраняется. Создание индексных фондов стало редким и заметным исключением. По своему определению индексный фонд имеет коэффициент бета, равный 1,00. Но в силу действия правила возврата к среднему в части доходности фондов агрессивные «звездные» управляющие стали походить на «кометы» – на спекулянтов, которые слишком часто следовали за большинством, ориентировались на краткосрочные ожидания в отношении прибыли компаний, на импульсы в изменении цены акций и на иные количественные показатели. Слишком часто они забывали о благоразумии, добросовестности, аналитических данных, анализе финансовой отчетности и прочих традиционных представлениях о внутренней стоимости компаний и долгосрочном инвестировании. И многие из них попросту «сгорели».

Культура управляющих изменилась. Она меняется еще больше, учитывая ажиотаж вокруг успехов «звезд» и рекламу «лучших» фондов года (или даже квартала), а также колоссальные вознаграждения, выплачиваемые управляющим портфелями популярных фондов. При этом даже краткосрочная неудача может обернуться для участников процесса крахом карьеры. Так что им приходится постоянно проявлять гибкость и ловкость, а также следить за портфелем «в режиме реального времени». С ростом активов фондов акций начали процветать наиболее агрессивные из них, поэтому вдумчивость при принятии решений потеряла свою актуальность. По мере того как управляющие старались сохранить лихорадочный темп торговой активности, оборачиваемость портфелей взлетела. И это несмотря на то, что лишь в единичных случаях это позволяло улучшить доходность фонда. На каждого победителя был свой проигравший.

Несколько лет назад я провел исследование, где сравнил доходность акций, имевшихся в составе портфелей фондов в первый день года, с фактической доходностью фондов за этот год. На конец года статичные портфели побеждали в 52 % случаев; активно управляемые портфели – в 48 %. И все же портфельный управляющий рисковал бы карьерой, если бы сказал своему боссу, уходя из офиса сразу после наступления Нового года: «Этот портфель я сохранию на весь год. Увидимся после Рождества»⁴⁷.

⁴⁷ Напомним изречение Паскаля о том, что «все беды человека происходят от его неспособности тихо сидеть на месте».

Тенденция к «расширению ассортимента»

Третьим и основным фактором, способствовавшим изменению культуры взаимных фондов, стала тенденция, которая превращается, судя по всему, в настоящую эпидемию. Это «расширение ассортимента». Оно начало проявляться в индустрии фондов в годы повышенной активности и стало неудержимо распространяться по мере того, как рост рынка в 1982–2000 годах порождал еще более высокие инвестиционные ожидания. Количество фондов стремительно увеличивалось. Когда я пришел в эту отрасль в 1951 году, действовало всего 125 взаимных фондов. (И только около 50 из них – исключительно взаимные фонды акций – были достаточно крупными, чтобы публиковать отчеты о своих финансовых результатах в ежегодном справочнике инвестиционных компаний Wiesenberger, который издавался с 1938 по 1995 год.) Сегодня общее количество взаимных фондов, достигшее 5091, ошеломляет. Добавьте к ним еще 2262 фонда облигаций и 595 фондов денежного рынка. Таким образом, мы имеем 7948 традиционных взаимных фондов и еще 1446 биржевых фондов (ETF). Остается только понять, действительно ли такое расширение возможностей инвестирования (от простых и благоразумных до сложных и абсурдных) идет на пользу инвесторам. У меня есть сомнения на этот счет, и до сих пор факты, кажется, их подтверждают. Хорошая новость заключается в том, что многие новые фонды – это фонды облигаций и фонды денежного рынка, которые на протяжении многих десятилетий обеспечивали хорошую доходность (более высокую, чем у акций и традиционных банковских сберегательных счетов, доходность по которым до 1980 года ограничивалась федеральным законодательством). Сегодня, конечно, такой высокой доходности уже нет. Но эти новые фонды облигаций обеспечивают более стабильную стоимость портфеля и доступ к тем сегментам финансового рынка, которые ранее были недоступны для большинства семей. Плохая новость в том, что в отрасли взаимных фондов акций распространение такого большого количества непроверенных стратегий (и часто непроверенных управляющих) сбilo инвесторов с толку. Расширение ассортимента и практически ничем не ограниченный выбор возможностей создают впечатление, что получение инвестиционного дохода в размере, превышающем доходность неповоротливого фондового рынка, – задача очень простая. Надо только выбрать правильный фонд или управляющего. Но как инвесторы или их консультанты заранее могут знать, какие фонды или управляющие обойдут соперников?

Рожденные умереть

Как мы видим, в культуре взаимных фондов изменилось практически все. Колоссальные темпы роста привели к тому, что скромная сфера деятельности переродилась в огромный бизнес. Инвестиционные решения начали принимать не группы лиц, как было раньше, а отдельные управляющие, вследствие чего стали ориентироваться не на долгосрочные, а на краткосрочные цели. Дух соперничества финансовых аналитиков и портфельных управляющих постоянно усиливался, появлялись все новые и новые стандарты оценки и анализа ценных бумаг за все более короткие периоды. Все это неизбежно привело к тому, что внимание с долгосрочной стоимости компаний переключилось на цены акций. Результаты оказались парадоксальны: за «расширением ассортимента продукции» фондов последовало значительное сокращение их количества.

Можно четко проследить своеобразные «волны» в моде на создание фондов. Например, в динамичную эпоху фондового рынка в конце 1960-х появилось около 350 новых фондов акций (большинство из них были крайне волатильными и рискованными). Это увеличило количество фондов с 240 в 1965 году до 535 в 1972-м. За этим последовал коллапс и

50 %-ный обвал фондового рынка, так что в течение следующих 10 лет создавалось только по 7–8 новых фондов в год. Во время формирования следующего рыночного пузыря в начале «эры информационных технологий» (конец 1990-х) на первое место вышли фонды акций высокотехнологичных и интернет-компаний. Индустрия фондов ответила так, как и следовало ожидать от коммерческой отрасли. Мы создали поразительное количество новых фондов акций – 3800(!). Это были в основном фонды агрессивного роста, ориентированные на технологии и так называемую новую экономику. Хотя за это время около 1200 фондов канули в Лету, количество фондов акций все еще вдвое превышает прошлые уровни: в 1996 году насчитывалось 2100 фондов, а в 2001 году – 4700.

После каждого нового всплеска создания фондов, как мы понимаем, в инвестиционную реальность вторгались спекулятивные иллюзии. Многие из появившихся структур потерпели крах, а число обанкротившихся фондов после каждого такого бума приблизительно равнялось числу ранее созданных. В 1960-е каждый год с рынка выходило около 1 % фондов, то есть около 10 % за 10 лет. Когда бурные 1990-е перешли в мрачные 2000-е, темпы краха фондов акций увеличились почти до 6 % в год. Около 55 % фондов, присутствовавших на рынке в начале десятилетия, к завершению этого периода перестали существовать. Предположим, что темпы краха фондов останутся прежними до конца второго десятилетия. Тогда около 2500 фондов акций из 4600, действующих на сегодняшний день, прекратят свое существование (то есть каждый рабочий день в течение этого времени в среднем будет исчезать один фонд). И хотя индустрия взаимных фондов с гордостью заявляет о том, что она создана для *долгосрочных* инвесторов, как может кто-либо инвестировать средства на *долгий срок* в фонд, которому удастся просуществовать только в течение *короткого промежутка времени*?

Столь масштабные перемены отражают фундаментальные изменения в самой природе взаимных фондов. Отрасль, в которой в течение многих десятилетий ведущую роль играла профессиональная культура, превратилась в отрасль, где эту роль теперь играет культура коммерческая. Индустрия фондов переориентировалась со своих первоначальных и основополагающих целей разумного управления инвестициями на агрессивный маркетинг. Нацеленность на *разумное руководство* сменилась *торгашеством*.

Затраты и доходность

Рост затрат фондов

Несмотря на качественный рост индустрии, затраты, которые несли инвесторы фондов, увеличивались столь же быстро. Операционные затраты среднестатистического фонда акций выросли с 0,50 % от стоимости активов, которая в 1960 году составляла всего 5 млрд долларов, до 0,99 % от стоимости активов, оценивавшейся на начало 2012 года в колоссальные 6 трлн долларов. Таким образом, рост составил почти 100 %. В денежном выражении стоимость инвестирования во взаимные фонды акций росла на 17 % в год и увеличилась с 5 млн долларов в 1951 году до 60 *млрд* долларов в 2011-м. Понятно, что лишь небольшая часть этого прироста была связана с инвестиционной деятельностью управляющих. В гораздо большей степени такая динамика вызвана ростом расходов на маркетинг и улучшение оказываемых акционерам услуг, а также увеличением прибыли компаний, управляющих фондами. Вместо того чтобы разделить эффект масштаба с участниками фондов, управляющие оставили эти доходы себе. (Когда мы говорим о денежном выражении, а не о базисных пунктах, измеряемых сотыми долями процента, мы получаем более ясную картину колебания доходов при управлении фондами.)

Владение компанией, управляющей взаимными фондами, всегда было невероятно выгодным занятием (чего не скажешь о владении самими взаимными фондами). Еще в 1967 году Пол Самуэльсон попал, как говорится, «не в бровь, а в глаз», когда заявил на заседании Конгресса о том, что «существует только одно место, где можно заработать деньги в индустрии взаимных фондов – как и для непьющего мужчины есть только одно место, где он может находиться, оказавшись в баре, – за барной стойкой, а не перед нею... поэтому я вложил свои средства в управляющую компанию». Когда Самуэльсон понял, что коллективная собственность на управляющие компании станет не только благом для управляющих, работающих за «стойкой бара» (как это в действительности и происходит), но и бичом для собственников, которые наслаждаются «выпивкой перед нею», он был мудрее, чем даже мог себе представить⁴⁸.

Затраты и доходы

Роль, которую играют издержки фондов в формировании их доходности, на сегодняшний день неоспорима и подтверждается одним научным исследованием за другим. В 2010 году влиятельное рейтинговое агентство Morningstar признало, что затраты фондов – намного более значимый фактор в прогнозировании доходности, чем сложная система рейтингования, применяемая агентством. Совокупные операционные затраты, транзакционные издержки и комиссия при продаже паев, которая до сих пор взимается многими фондами, отнимают значительную часть от получаемого инвесторами дохода. Помогают ли такие затраты увеличить доходность инвесторов фонда? Это просто невозможно. Поскольку управляющие фондами по сути своей *являются* рынком, могут ли они (как группа) бороться против рынка? (Или, если уж на то пошло, проиграть ему?) Но если они являются рынком, то валовой доход инвесторов должен соответствовать валовому доходу рынка, а чистый доход

⁴⁸ Личное замечание: в 1994 году, будучи заинтересованным в получении информации о деятельности конкурента Vanguard, компании T. Rowe Price, я купил 100 акций ее управляющей компании за 4189 долларов. В 2012 году эти акции принесли мне только дивидендов на сумму 4325 долларов, а сами вложения уже оцениваются в 208 960 долларов. Действительно, управление взаимными фондами – прекрасный бизнес для управляющих компаний и их собственников.

после вычета затрат фондов неизбежно должен быть меньше. Давайте посмотрим на прирост рыночной стоимости первоначального вложения в фонды акций в сумме 10 000 долларов, которое было сделано 15 лет назад, и сравним его с доходностью рынка (в данном случае с доходностью S&P 500). За эти годы, как показано в табл. 4.2, совокупный доход от первоначального капиталовложения в 10 000 в неуправляемый индекс S&P 500 превысил доходность от сравнимого вложения в среднестатистический активно управляемый фонд акций. Таким образом, доход увеличился более чем на 50 %.

Табл. 4.2

Доходность взаимных фондов акций компаний высокой капитализации: вложение в размере 10 000 долларов на 15 лет (1997–2011 годы)

Фонды акций компаний высокой капитализации	Годовая доходность, %	Инвестиционный доход от первоначального капиталовложения в 10 000 долларов (долл.)
Фонды базовых отраслей	3,9	7750
Фонды акций роста	3,7	7250
Фонды акций стоимости	4,6	9630
Среднее значение	4,1	8270
Индекс S&P 500	5,4	12 010

Примечание. Указанная доходность существенно ниже представленной в табл. 4.3 и 4.4 с поправкой на систематическую ошибку выживания.

Источник: Morningstar, с поправкой на систематическую ошибку выживания⁴⁹.

Мы ограничились сравнением S&P 500 и фондов акций компаний высокой капитализации, поскольку именно эта группа в наибольшей степени соответствует структуре индекса S&P 500 и фондового рынка в целом. (Индекс S&P 500 отражает около 85 % капитализации рынка.) Для сведения, в рассматриваемый нами 15-летний период фонды акций компаний средней и малой капитализации превзошли своих «собратьев» с высокой капитализацией, показав среднегодовую доходность немногим выше 6 %.

Разброс в доходности, в среднем составляющий 1,3 %, отражает все то, что нам известно о затратах фондов. Если, скажем, в общих затратах фонда, размер которых составляет 1,4 %, на долю операционных затрат приходится 1,0 %, а на торговые комиссии – 0,4 % (без учета комиссии при продаже паев), то разница в доходности в 1,3 % кажется вполне объяснимой. Обратите особое внимание на совокупный эффект этой относительно небольшой разницы в доходности⁵⁰.

⁴⁹ Survivorship bias – разновидность систематической ошибки отбора, когда по одной группе («выжившим») есть много данных, а по другой («погибшим») – практически нет. Так, исследователи пытаются искать общие черты среди «выживших», забывая о том, что не менее важная информация скрывается среди «погибших». Применительно к рынку ценных бумаг это тенденция, когда управляющая компания при расчете эффективности исключает фонды с низкой доходностью, преимущественно по причине плохих результатов или скромного портфеля активов. Этот феномен, широко распространенный в индустрии взаимных фондов, приводит к завышенной оценке прошлой доходности взаимных фондов. *Прим. науч. ред.*

⁵⁰ Внося предложение о создании Vanguard первого взаимного индексного фонда, я сравнивал годовую доходность взаимных фондов с индексом S&P 500. В то время средняя годовая доходность индекса за предыдущие 30 лет составляла 11,3 % по сравнению с доходностью фондов в 9,7 %. Таким образом, разница составляла 1,6 процентного пункта (см. главу 6). Однако я не скорректировал доходность индекса на 0,3 % в счет ожидаемых расходов. Таким образом, мы получаем аналогичное преимущество индекса S&P 500 в 1,3 процентного пункта в течение более длительного раннего периода. Такая схожесть спреда, на мой взгляд, не может быть случайной.

Теперь становится очевидно, что ни новая структура, ни новая культура индустрии фондов не служат интересам инвесторов в фонды акций. Периодические «волны» в создании новых взаимных фондов – зачастую их популярных разновидностей – отражали лишь мимолетные настроения рынка. Либо же они способствовали удовлетворению разумных требований так называемых множественных рынков, то есть не только частных инвесторов, но и различных институтов, торговых агентов, финансовых консультантов и брокеров. Концепция инвестирования с прицелом на всю жизнь, основанная на распределении и диверсификации активов, потерялась в хаосе краткосрочных, часто ежедневных и даже сиюминутных движений изменчивого рынка. В связи с этим могу лишь вновь повторить свое предупреждение, что «фондовый рынок есть огромное отступление от инвестиционного бизнеса».

Стоимость неудачного выбора инвесторов

«Расширение ассортимента продукции» и всплески маркетингового творчества, за которыми часто следовало исчезновение фондов, неспособных удовлетворить долговременные инвестиционные потребности и продемонстрировать конкурентоспособную доходность, – все это играло свою роль. Появление колоссальных возможностей выбора привело к тому, что инвесторы, за редким исключением, становились злейшими врагами для самих себя. Отслеживание рынка и погоня за высокой доходностью оказались наиболее распространенной тактикой. Это нанесло существенный ущерб доходности, которую инвесторы могли бы получить, просто «придерживаясь курса». В табл. 4.3 показана разница между доходностью, отраженной в отчетности самих фондов («взвешенной по времени»), и доходностью, фактически полученной их инвесторами («взвешенной по деньгам»).

Табл. 4.3

Доходность фондов по сравнению с доходностью инвесторов за 15 лет (1997–2011 годы)⁵¹

Категория	Среднегодовая доходность, %			Совокупная доходность, %		
	Фонды*	Инвесторы	Опережение/запаздывание инвесторов	Фонды*	Инвесторы	Опережение/запаздывание инвесторов
Фонды акций компаний высокой капитализации	5,4	3,9	–1,5	127,9	94,4	–33,5
Фонды акций компаний средней капитализации	7,5	4,7	–2,8	208,7	119,5	–89,2
Фонды акций компаний малой капитализации	7,4	5,3	–2,1	214,2	141,3	–72,9
Фонды акций иностранных компаний	5,6	3,4	–2,2	141,4	85,9	–55,5
Среднее значение	6,5	4,3	–2,2	173,1	110,3	–62,8

Источник: Morningstar

⁵¹ * Эта доходность не была скорректирована на систематическую ошибку выживания; следовательно, указанная доходность существенно завышена по сравнению с доходностью, представленной в табл. 4.2. Не уверен, что эта разница в 2,2 процентного пункта в полной мере отражает отставание. Если мы посмотрим на взаимные фонды, имеющие самую высокую оборачиваемость капитала, то доходность инвесторов в 6 из 18 крупнейших фондов была ниже отраженной в отчетности на 3–4,5 % годовых. (Для фондов, имеющих низкую оборачиваемость капитала или не имеющих оборачиваемости капитала вовсе, эти два показателя доходности будут одинаковыми.)

Если бы мы могли учесть ошибку выживания, то и без того существенная разница была бы еще больше. Данная ошибка учитывает «выживание наиболее приспособленных». Под этим мы подразумеваем, что в выборку были включены только те фонды, которые были способны выжить в течение 15-летнего срока (в общих случаях выживают те, кто более эффективен, тогда как менее успешные не выживают). Таким образом, представленная доходность фондов заметно превышает реальные результаты. На первый взгляд может показаться, что типичная разница между фактической доходностью инвесторов и объявленной доходностью (с учетом затрат), которая составляет 2,2 процентного пункта годовых, невелика. Но этот показатель растет с течением времени и отнимает у инвесторов за 15 лет в среднем почти две трети (!) от их потенциального дохода.

Еще хуже то, что идею спекуляции, в которую были вовлечены управляющие, в скором времени переняли и пайщики фондов. Обычно объем акций, ежегодно продаваемых инвесторами, составлял 8 % от их активов. На сегодняшний день этот объем достигает 30 %. В результате срок владения инвесторами паями фондов сократился в среднем с 12 лет (на момент моего прихода в отрасль в 1951 году) до примерно трех лет на сегодняшний день. Это говорит о том, что инвесторы пытаются «перебегать» из одного фонда в другой в тщетных попытках самостоятельно опередить рынок.

Создание инновационных (как правило, более волатильных) фондов акций оказало негативное влияние на доходность инвесторов, слишком многие из которых метались от фонда к фонду в попытках найти «священный Грааль» максимальной доходности (которого, как оказалось, попросту не существует). Чем более изменчивой была доходность фондов, тем меньшую долю получали инвесторы. Как показано в табл. 4.4, разница между объявленной доходностью и доходностью инвесторов составляла лишь 0,8 процентного пункта для фондов из наименее волатильного квинтиля (что и так плохо). Для фондов из наиболее волатильного квинтиля она была равна уже 3,0 процентного пункта. В среднем за 15 лет инвестор в совокупности терял около 82 % от потенциального дохода, который мог бы получить, просто приобретя паи и владея ими в течение этого периода.

Табл. 4.4

Доходы инвесторов тают по мере роста волатильности в течение 15 лет (1997–2011 годы): доходы взаимных фондов акций

Квинтиль	Риск (стандартное отклонение), %	Среднегодовая доходность, %			Совокупная доходность, %		
		Фонды	Инвесторы	Опережение/ отставание	Фонды	Инвесторы	Опережение/ отставание
1 Нижний	15,2	6,3	5,5	–0,8	159,4	136,2	–23,2
2	17,6	5,7	4,2	–1,5	142,9	103,5	–39,4
3 Средний	19,5	5,8	4,0	–1,8	146,6	96,1	–50,4

Квинтиль	Риск (стандартное отклонение), %	Среднегодовая доходность, %			Совокупная доходность, %		
		Фонды	Инвесторы	Опережение/ отставание	Фонды	Инвесторы	Опережение/ отставание
4	21,8	6,8	3,8	–2,9	186,8	99,4	–87,4
5 Верхний	28,2	7,0	4,0	–3,0	205,1	122,4	–82,7

Примечание. Среднегодовая доходность фондов акций, разделенная на квинтили по стандартному отклонению, без поправки на систематическую ошибку выживания.

Источник: Morningstar

Старые добрые времена

Насколько же все было иначе на заре этой индустрии! Я один из немногих, если не единственный из тех, кто своими глазами видел трансформацию модели нашего бизнеса. При зарождении отрасли в 1924 году большинство управляющих компаний занимались *исключительно* контролем, анализом и управлением портфелей.

Они *не занимались* маркетингом и продажей паев. По вполне разумным соображениям они поручали маркетинговую деятельность независимым сторонним организациям. Первый взаимный фонд, Massachusetts Investors Trust (MIT), со времени своего основания в 1924 году и до 1969 года (то есть практически в течение полувека) работал с единственным полностью независимым дистрибьютором, занимавшимся продажами паев фонда.

Второй взаимный фонд, State Street Investment Corporation, в основном следовал модели работы MIT до 1989 года. Независимая дистрибьюторская компания выполняла маркетинговые функции для одной из крупнейших на сегодняшний день групп фондов – American Funds – с момента ее основания в 1933 году до 1974 года, когда управляющая и маркетинговая компания объединились. Изменило ли это ориентированность компаний? Безусловно. Двадцать лет назад, когда активы American Funds выросли до сотен миллиардов долларов, глава дистрибьюторского подразделения уверял инвесторов в том, что компания *никогда* не закроет ни один из своих фондов и не ограничит дополнительную продажу паев. Тот факт, что такой колоссальный размер активов делает задачу управления портфелем еще более сложной, сужает выбор инвестиционных возможностей и снижает гибкость при заключении сделок, казалось, вообще не учитывался (по крайней мере, на него не обращали особого внимания)⁵².

Однако накопление активов постепенно вышло на первое место. Борьба за денежные потоки, размер активов и рост прибыли мотивировали амбициозных управляющих фондами стараться преуспеть, и они всеми силами хотели проверить свой характер на «поле битвы за долю рынка». Маркетинговая лихорадка поразила управляющие компании, находящиеся во владении финансовых конгломератов, в которых акционеры требовали от управляющих роста доходности. Но и компании, находящиеся в частном владении, не смогли ее избежать. Что любопытно, по мере того как росли активы взаимных фондов, их затраты увеличивались еще больше, а управляющие отправляли в свои карманы весь огромный доход от эффекта масштаба.

В тот момент, когда накопление активов выходит на первый план, маркетинг и инвестирование начинают идти рука об руку. Высокая доходность влечет за собой увеличение продаж (что неудивительно), а меры по стимулированию продаж для брокеров улучшаются. Растущий объем торговой активности взаимных фондов используется как своего рода «смазка для маховика реализации». Принцип «плати и играй» обеспечивает высокую торговую комиссию брокерам, продающим паи фондов, что приводит к дальнейшему росту продаж. При этом все эти затраты оплачиваются *фондами*, хотя все выгоды от этого получают управляющие. Реклама, финансируемая пайщиками фондов за счет уплаты ими сборов

⁵² Как я полагаю, управляющие фондами должны действовать в собственных интересах и закрывать фонды до того момента, как они станут слишком большими, чтобы давать искомую доходность. Вот почему в 1985 году Vanguard закрыла Windsor Fund (крупнейший фонд акций в отрасли на тот момент), а также Explorer Fund, ориентированный на акции компании малой капитализации. Объясняя наше решение, которое было неслыханным в отрасли, я провел простую аналогию: «Мы не хотим убить курицу, несущую золотые яйца».

за управление, становится все более навязчивой. Например, иногда подчеркивается краткосрочная доходность, но только если она достойна упоминания. В последние годы управляющие фондами тратили около 250 млн долларов в год на рекламу в СМИ. (При этом брокерская комиссия за операции с активами фондов поддерживала агрессивные продажи.)

В мае 2010 года управляющая компания и дистрибьютор Ameriprise Financial объявила о предстоящем приобретении Columbia Funds и представила аргументы руководства в пользу слияния. Сложно найти более яркий пример того, как происходит управление фондами в интересах контролирующих их конгломератов и в ущерб интересам инвесторов, которым управляющие компании обязаны служить. Выдержки из письма руководства Ameriprise и мои комментарии представлены в блоке 4.1.

Блок 4.1

Ameriprise: пример, который все объясняет

Мне кажется, нет смысла спорить об изменениях в характере и культуре индустрии фондов. Все явления, связанные с этим, в полной мере нашли свое отражение в одном недавнем примере. Это пример не только желания сделать управляющую компанию более прибыльной, но и безуспешной попытки Комиссии по ценным бумагам и биржам запретить в 1958 году сделки с акциями управляющих компаний (trafficking). Этот пример также объясняет факторы, лежавшие в основе решения крупной управляющей компании взаимными фондами о приобретении практически столь же крупного конкурента. Этот пример также объясняет факторы, лежавшие в основе решения крупной управляющей компании взаимными фондами о приобретении практически столь же крупного конкурента. Компанией-приобретателем была Ameriprise Financial. Фирма ведет свою историю с 1894 года⁵³, начала работать в индустрии фондов с 1940 года, а в 1984-м была куплена компанией AmericanExpress, решившей передать ее в публичную собственность^[2]. После проведенного IPO в 2005 году Ameriprise произвела ребрендинг фондов AmericanExpress, которые получили наименование RiverSource. В ходе всех этих преобразований была приобретена еще одна управляющая компания – Seligman.

Затем, 3 мая 2010 года, Ameriprise провела сделку по приобретению Columbia Management у Bank of America, уплатив за нее приблизительно 1 млрд долларов деньгами. К сумме активов фонда Ameriprise в 462 млрд долларов были добавлены активы фонда Columbia в размере 190 млрд долларов. В результате этого родился «колосс», стоимость активов которого составляла 652 млрд долларов⁵³. С гордостью сообщая о приобретении, глава Ameriprise был удивительно искренен, говоря о мотивах слияния. «Это приобретение меняет наши возможности по управлению активами и дает

⁵³ Фонды компании Columbia, созданные в 1964 году, сами были результатом безудержной череды приобретений, и в то или иное время контролировались такими банковскими холдингами, как Fleet Boston, NationsBank и Bank of America. За долгую историю были приобретены управляющие компании Colonial, Stein Roe and Farnham, Wanger, Crabbe Hudson, Newport Pacific, U.S. Trust Advisers и Marsico. (Marsico была выкуплена ее основателем в 2007 году.) До ее приобретения Ameriprise к Columbia присматривались такие управляющие компании, как BlackRock, Franklin Resources и Federated. Обеспокоенность SEC вопросом запрета продажи акций управляющих компаний была прозрачной и мудрой.

нам платформу для увеличения темпов роста [активов в нашем управлении]. Оно делает нас еще более крупной компанией, расширяет возможности продаж, усиливает нашу линейку [фондов]... [и] позволяет нам [Ameriprise] достичь необходимой оптимизации затрат. Это увеличит доходность [нашего бизнеса по управлению активами] и рентабельность [прибыли] [Ameriprise] в долгосрочной перспективе».

В заявлении о приобретении ничего не говорилось о том, что от этого слияния получат пайщики фондов, переходивших в управление Columbia, а именно это имя было выбрано для всей группы (прощай, RiverSource). При этом в одном из длинных пассажей этого заявления содержатся такие слова главы подразделения по управлению активами Ameriprise: «Теперь мы предлагаем клиентам фонды любого стиля управления с хорошей доходностью». Эти слова на первый взгляд были верны: вскоре после приобретения 31 фонд из числа всех фондов Columbia получил рейтинг 4–5 звезд, попав в первые две из пяти категорий по системе оценки Morningstar. Но в действительности они скрывали нечто большее: 59 фондов Columbia (то есть почти в два раза больше) получили самые низкие рейтинги (1 или 2 звезды). Оставшиеся 75 получили среднюю оценку в 3 звезды. В официальном заявлении управляющей компании эти посредственные показатели были в лучшем случае просто проигнорированы. Взаимные фонды и их пайщики, конечно, не получили возможности высказаться, и лишь молчание исходило от их предположительно независимых директоров.

Конгломератизация индустрии взаимных фондов

По мере моих рассуждений об изменениях в культуре взаимных фондов настало время обратиться еще к одному изменению, возможно, самому важному из всех – к порочному переходу от частного владения управляющими компаниями к их публичному владению. Многие управляющие компании, которые в самом начале своего существования были собственностью своих основателей и управляющих, провели публичное размещение акций (IPO), открыв двери для инвесторов. Огромные финансовые конгломераты, горевшие желанием получить прибыль от управляющих компаний в зарождающейся индустрии взаимных фондов, не заставили себя долго ждать. В этом изменении свою роль сыграло и столкновение культур, при котором краткосрочные спекуляции вытеснили долгосрочное инвестирование (поскольку компании, в которых работали успешные менеджеры, приносившие высокую доходность – и, соответственно, несшие высокие риски, – стали чрезвычайно прибыльными). Ошеломляющие темпы роста отрасли делали соблазн приобрести управляющую компанию практически непреодолимым. Те, кто приобрел управляющие компании на раннем этапе, оказались умнее других. Индустрия взаимных фондов стала основным держателем финансовых активов в стране, а также крупнейшим владельцем обыкновенных акций. Добавьте к этим изменениям конфликт между управлением и маркетингом, который почти никогда не разрешался в пользу управления. Это привело к неизбежному столкновению интересов пайщиков фондов и собственников управляющих компаний.

Именно публичная собственность изменила ход развития индустрии. Этой губительной тенденции способствовало неудачное решение окружного суда Калифорнии в 1958 году, в соответствии с которым была отвергнута позиция SEC о том, что подобная передача акций являлась продажей фидуциария, а следовательно, нарушением фидуциарных обязательств. В апелляционной инстанции Верховный суд США оставил данное решение в силе. Это ключевое событие – на сегодняшний день совершенно забытое – изменило правила игры. Оно открыло до тех пор закрытые для широких кругов двери к огромным выгодам от предпринимательской деятельности, которую получали управляющие компании. Неизбежно это происходило за счет пайщиков фондов.

Как я помню, в 1950-е каждая из действовавших на тот момент 35 крупных управляющих компаний находилась под управлением партнерства или корпорации, владельцами которых в основном были профессионалы инвестиционного бизнеса. Но уже через 10 лет после того, как было принято вышеупомянутое решение суда, большое количество крупных компаний, управлявших взаимными фондами, перешли в публичную собственность путем IPO их акций (при этом сохраняя за собой решающее влияние на исход голосования). Приобретение американскими и международными финансовыми конгломератами большинства этих перешедших в публичную собственность компаний и также большинства частных компаний было лишь вопросом времени. Естественно, эти компании пришли в бизнес, чтобы получать высокую доходность, даже в ущерб доходности инвесторов, доверивших им свои деньги.

Конгломераты доминируют в индустрии фондов

Масштаб этих изменений был огромен. Сегодня из 50 крупнейших групп взаимных фондов 41 находится в публичной собственности, в том числе 33 – в собственности конгломератов. Только 8 из них остаются частными. Есть лишь одна иная форма собственности, называемая единой структурой взаимных фондов, при которой компания, управляющая фондом, является собственностью пайщиков фонда. Далее я опишу единственную группу истинно взаимных фондов – The Vanguard Group. Все публичные управляющие компании

имеют внешних собственников и, соответственно, вторую группу хозяев, чьим интересам они должны служить. Ни одна из них не может называться «взаимной», ни по духу, ни по своей структуре. Вот почему в заглавии я взял слово «взаимный» в кавычки⁵⁴.

Конгломератизация была, пожалуй, наименее признаваемым из всех изменений, произошедших в индустрии взаимных фондов. Финансовые конгломераты, сегодня владеющие двумя третями крупнейших управляющих компаний, являются основной движущей силой отрасли. Несмотря на то что внешние компании (конгломераты и компании, находящиеся в публичной собственности) доминируют в отрасли с точки зрения количества (41 из 50), три крупнейшие группы фондов – Vanguard, Fidelity и American Funds – остаются в частных руках или в руках самих взаимных фондов. Совокупная стоимость активов, находящихся в управлении только этих трех компаний, составляет 4 трлн долларов, или около 40 % от активов фондов в управлении 50 крупнейших компаний (10,3 трлн долларов). Два других гиганта – BlackRock и Pacific Investment Management Company (PIMCO) – также являются членами «большой пятерки» и управляют активами на 1,2 трлн долларов. Находящаяся в публичной собственности компания BlackRock в основном ориентирована на индексные фонды и специализируется на биржевых фондах. PIMCO, дочерняя структура немецкой Allianz AG, может похвастаться легендарным управляющим облигациями Уильямом Гроссом. И хотя стратегии двух этих компаний очень далеки друг от друга, они являются достойными конкурентами «большой пятерки», даже притом что управляют более затратными взаимными фондами.

Сделки с акциями управляющих компаний в договорах об управлении

В то время как источник роста частных компаний полностью находился внутри самих компаний, многие публичные компании росли за счет приобретений. Такой характер роста был хорошо знаком «тяжеловесам бизнеса» в «корпоративной» Америке. Когда выше я анализировал фонды Ameriprise, например, то отметил, что новая структура была образована за счет приобретения 12 ранее полностью независимых управляющих компаний. Примите во внимание и тот факт, что BlackRock получила практически все свои активы за счет приобретения ею Barclays Global Investors в 2009 году и Merrill Lynch Asset Management в 2006 году, а также ранее приобретенной State Street Management and Research. Franklin Resources, еще одна крупная компания, является результатом слияния в 1992 году двух гигантов: Franklin Group и Templeton Group. Приобретение Invesco компаний AIM в 1996 году, а затем и «дочки» Morgan Stanley – Van Kampen в 2009 году также было причиной многократного увеличения активов компании⁵⁵.

Интересно обратить внимание на количество управляющих компаний, которые переходили из рук в руки по несколько раз. Компания Putnam, как я расскажу далее, перешла из частных рук в публичную собственность, затем – к Marsh and McLennan, а недавно – к канадской Power Financial. Компания Delaware перешла из частных рук к Lincoln Financial, а затем – к Macquarie. Dreyfus из частной перешла в публичную собственность, после чего – к Mellon, а затем – к Bank of New York. Права собственности на почтенную компанию Scudder Stevens and Clark (сегодня DWS Investments) перешли из частных рук к Supervised Shares,

⁵⁴ Заявление о том, что взаимные фонды не являются «взаимными» (насколько мне известно), впервые прозвучало в 1956 году в эпохальной речи «“Взаимный” фонд» (The ‘Mutual’ Fund) тогдашнего председателя SEC Мануэля Коэна. Я активно цитирую его честные и прозорливые замечания в главе 13 моей книги «Не рассчитывайте на это!» (Don’t Count On It!) 2011 года.

⁵⁵ За последние 15 лет концентрация активов у пяти крупнейших управляющих компаний увеличилась – с 39 % в 1997 году до практически 50 % в 2012 году. Какую роль играла конгломератизация как движущая сила этого тренда, неясно.

после чего – к Zurich Insurance, а затем – к Deutsche Bank (который, как говорят, ищет на эту компанию нового покупателя). Даже этот неполный список управляющих компаний, которые в результате перепродажи переходили от одной компании к другой, достаточен для того, чтобы подтвердить ранее высказанную SEC озабоченность тем, что публичное владение приведет к сделкам с акциями управляющей компании (уже упоминавшееся нами ранее явление *trafficking*). Так оно и произошло, не принеся заметной пользы пайщикам фондов.

Переход прав собственности на существенную долю миноритариев компании American Century – еще один пример сделок с акциями управляющей компании. Приобретенная в 2003 году компанией JPMorgan Chase, в 2011 году она была продана за 848 млн долларов Canadian Imperial Bank of Commerce (CIBC). В ходе последующего судебного разбирательства суд установил, что JPMorgan Chase неоднократно нарушал контракт с American Century, и вынес постановление о возмещении последнему ущерба в размере 373 млн долларов. Появились и более искусные формы приобретения контроля над управляющими компаниями.

В 1990 году Affiliated Managers Group (AMG) начала приобретать мажоритарные пакеты акций управляющих компаний, ранее находившихся в частной собственности. Сегодня компания владеет контрольными пакетами 27 различных управляющих компаний. Типичным было и ее последнее приобретение: AMG купила контрольный пакет акций Yacktman, в управлении у которой находятся активы общей стоимостью 17 млрд долларов. Эта сумма была прибавлена к общей сумме активов, находившихся в управлении у AMG, размер которой составлял 352 млрд долларов (как гласили заголовки газет, «AMG подбирает Yacktman»). Управляющие компании, конечно же, получают деньги, хотя мы и не знаем, сколько точно (что удивительно, условия этих сделок так и не были обнародованы). При этом они продолжают управлять своими компаниями и получать вознаграждение, хотя и не разглашают соответствующую информацию. Хочется спросить: «Это большой бизнес или что?»

Корпоративная структура и доходность фондов

Конгломератизация снизила доходность инвесторов в фонды. Данный факт я не могу «доказать» точной статистикой. Но могу отметить, что фонды, находящиеся в частном владении (в том числе одна взаимная компания), входили в группы, которые показывали большую доходность в сравнении с фондами, имевшими показатели выше и ниже среднеотраслевых (в соответствии со «звездным» рейтингом Morningstar). Например, если в группе фондов 25 % из них относилось к категории 4 и 5 звезд, а 10 % – к категории 1 и 2 звезды, то группа получала чистый рейтинг в +15 %. (Как и ожидалось, средний рейтинг 50 крупнейших групп фондов был равен практически нулю.) В [приложении I](#) приводятся рейтинги этих управляющих компаний за период с 2001 по 2011 год.

За прошедшее десятилетие среди наиболее доходных групп фондов доминировали частные компании – TIAA-CREF (+46); Vanguard (+44); Grantham, Mayo, Van Otterloo & Co. (GMO) (+19) и Dimensional Fund Advisors (DFA) (+22). Все они имели устойчивые положительные показатели. Не просто совпадением является и то, что эти группы фондов отличаются низкими операционными затратами. American Funds (+7) и Fidelity (+6) также имеют показатели выше среднеотраслевых, но незначительно.

Да, некоторые публичные управляющие компании также достигли высоких результатов в течение этих 10 лет. Ярким примером является T. Rowe Price, возглавляющая перечень самых успешных компаний за последнее десятилетие с рейтингом +51, что лишь немногим выше показателя Vanguard, равным +44. С другой стороны, финансовые конгломераты занимают ведущее положение среди групп, получивших самые низкие оценки Morningstar –

Goldman Sachs (–43)⁵⁶, Putnam (–40), Invesco (–21), Oppenheimer (–20) и Alliance Bernstein (–12) – и имеющих низшие рейтинги среди крупных групп фондов. Эти же группы возглавляют перечень компаний с высокими или очень высокими операционными издержками.

Как вы понимаете, оценка каждой компании может значительно меняться со временем, но статистическая корреляция рейтингов кажется довольно устойчивой (0,67, тогда как 1,00 считается абсолютной положительной корреляцией). Более того, положительный или отрицательный рейтинг за какой-либо период с высокой долей вероятности может повториться в дальнейшем. Сравнивая рейтинги в [приложении I](#) с результатами аналогичного исследования, проведенного пять лет назад, можно сказать, например, что 16 из 17 групп фондов с самыми высокими положительными рейтингами сохраняли положительный рейтинг в течение всего десятилетия, а 10 из 15 групп фондов с самыми низкими отрицательными рейтингами сохраняли отрицательный рейтинг.

Вероятность изменений

К сожалению, федеральное предписание, требующее интернализации крупных групп взаимных фондов, не является реалистичным. SEC анализировала такое изменение в 1960 году в своем отчете «Последствия роста инвестиционных компаний для государственной политики» (Public Policy Implications of Investment Company Growth), но отложила все шаги в этом направлении. Учитывая тот бесспорный факт, что издержки пайщиков намного выше в фондах, контролируемых конгломератами (особенно в едином *взаимном* комплексе), рано или поздно инвесторы, скорее всего, начнут «голосовать ногами» и перейдут в те фонды, которые ставят интересы своих участников превыше всего. Динамика денежных потоков внутри отрасли говорит о том, что такое «голосование» уже началось⁵⁷.

Придет время, когда независимые директора взаимных фондов в составе крупных групп фондов будут поступать согласно своим обязанностям действовать в интересах инвесторов. Возможно, они пойдут на это качественное изменение внезапно, а может быть, предварительно уведомив управляющую компанию за 60 дней. Либо они просто начнут постепенно уменьшать размер комиссионного вознаграждения, видя свою конечную цель в том, чтобы создать истинно взаимную структуру. Вполне вероятно, что обстоятельства сложатся таким образом, что попросту не оставят директорам иного выбора, кроме как решиться на преобразование во взаимную компанию. В блоке 4.2 я рассказываю о том, как все это практически воплотилось в жизнь, и вспоминаю свою попытку заставить Putnam Management Company (когда-то ведущую компанию в отрасли) сделать важный шаг в «новый мир взаимности».

⁵⁶ Goldman Sachs часто говорит о том, что ставит во главу угла интересы своих клиентов. Но с учетом того, что ее фонды имеют уровень операционных затрат в 1,37 % (один из самых высоких показателей в отрасли), это не может быть правдой. Уровень операционных затрат 50 компаний, вошедших в выборку, составляет 1,16 %. Если бы Goldman смогла уменьшить его до среднего показателя, я полагаю, компания имела бы доходность выше средней по отрасли.

⁵⁷ В 2011 году и в первом квартале 2012 года приток средств в фонды акции и фонды облигаций Vanguard составил 53,5 млрд долларов. В остальные 49 крупнейших компаний поступило 126 млрд долларов. Vanguard получает 30 % от денежных потоков ведущих 50 компаний.

Блок 4.2

Легкий флирт Putnam с взаимностью

В 2010 году в измененном и дополненном юбилейном издании моей книги «Взаимные фонды с точки зрения здравого смысла» (Common Sense on Mutual Funds) я с горечью признавал тот факт, что моя надежда на радикальную реструктуризацию, призванную передать контроль над фондами в руки инвесторов и создать истинно взаимные фонды, не оправдалась. Пятью годами ранее, однако, я искренне полагал, что это время настало. Один из давних конкурентов Vanguard, компания Putnam Management Company, стала одним из почти идеальных кандидатов на превращение во взаимную компанию.

С начала своей истории в 1936 году Putnam была признанным лидером отрасли. Сначала она работала как отдельный сбалансированный фонд (George Putnam Fund of Boston), но постепенно последовала общеотраслевой тенденции и стала предлагать широкий спектр фондов с различными целями инвестирования. Находившаяся в частной собственности семьи Путнам и руководителей компании, компания устойчиво развивалась до середины 1960-х, когда возможность для основателей и руководителей делать бизнес на успехе компании превратилась в общеотраслевой феномен.

В 1965 году управляющая компания перешла в публичную собственность путем IPO. В 1969 году компания согласилась на ее приобретение чрезвычайно успешной Government Employees Insurance Company (GEICO), достигнув, как говорилось в заявлении Putnam, «принципиального соглашения» (sic) о слиянии двух компаний. (GEICO затем была приобретена Berkshire Hathaway Уоррена Баффета.)

Обогащение управляющего

Это соглашение никогда не было реализовано. Но всего год спустя, в 1970-м, Putnam была приобретена страховым брокером Marsh & McLennan. Во время роста рынка в 1982–2000 годах под агрессивным руководством нового председателя Лоренса Лассера Putnam сильно преуспела. Она превратилась в «золотую жилу» для Marsh & McLennan, только в 2000–2007 годах принесла этой компании более 3,3 млрд долларов. (Лассер также процветал, часто получая вознаграждение в размере 20 млн долларов и более – 27 млн долларов в 1999 году. Когда он покинул компанию, он получил еще 78 млн долларов и пакет акций Marsh с ограничением обращения стоимостью 29 млн долларов.)

В то время как Putnam зарабатывала эти деньги для нового владельца, для пайщиков ее фондов ситуация была совсем иной. Склонность управляющей компании к спекуляции позволяла демонстрировать прекрасную доходность фондов акций агрессивного инвестирования, но большинство пайщиков не успели «запрыгнуть на подножку набирающего скорость поезда» до тех пор, пока столь высокая доходность не стала историей. Доходность инвесторов была невелика даже в период роста рынка.

С течением времени когда-то небольшая Putnam High Income Government Trust превратилась в гиганта стоимостью 11 млрд долларов (став второй по величине в отрасли в 1987 году). Ее рост во многом был обусловлен рекламой 12 %-ной доходности, в то время как долгосрочные казначейские облигации имели доходность лишь 6 %. (Не спрашивайте меня об этом.)

Эта стратегия, к сожалению, провалилась. Ежегодные выплаты фонда упали с 1,54 доллара на акцию в 1987 году до 0,62 доллара в 1994-м и до 0,20 доллара в 2004-м. Чистая номинальная стоимость активов снизилась с 12,47 доллара на акцию до 8,09 доллара. Вместо увольнения управляющих директора фонда (вполне осознанно, как я думаю) изменили наименование фонда на Putnam American Government Income Fund. (В этом бизнесе очень просто спрятать любые ошибки.) В настоящее время активы фонда составляют около 700 млн долларов, что на 93 % меньше, чем в период наивысшего расцвета.

В начале 2000-х, когда фондовый рынок снова рухнул, фонды акций Putnam, принявшие на себя высокие риски, обвалились еще сильнее. В издании моей книги «Взаимные фонды с точки зрения здравого смысла» (Common Sense on Mutual Funds) 1999 года я писал о многих важных моментах. В частности, о том, что движущей силой изменения традиционной структуры фонда (ориентированной на максимизацию доходов управляющих) на истинно взаимную структуру (стремящуюся максимизировать доходы инвесторов), на мой взгляд, могут стать «инвесторы, которые сильно пострадали в результате длительного периода низкой доходности акций или даже от резкого снижения цены акций».

Обнищание пайщиков фондов

Сегодня Putnam, показавшая существенно более низкую доходность в период обвала рынка 2000–2003 годов, столкнулась с обоими губительными обстоятельствами. Кроме того, компания оказалась крупным участником скандала в отрасли, связанного с торговлей в различных часовых поясах. Что еще хуже: девять управляющих компании, как выяснилось, совершали операции, противоречащие интересам фондов, которыми они управляли. Лассеру было хорошо известно об этих нарушениях фидуциарных обязательств, но он предпочел не информировать об этом совет директоров фонда.

В этот момент Marsh & McLennan удовлетворила заявление Лассера об отставке и решила избавиться от своей дочерней компании Putnam Management. В связи с этим я решил обратиться к советам директоров самих фондов и убедить их воспользоваться ситуацией, чтобы стать истинно взаимными компаниями, что принесло бы пользу инвесторам, но, вероятно, обесценило долю Marsh.

Я позвонил независимому председателю совета директоров фонда Джону Хиллу, и он пригласил меня в Нью-Йорк, чтобы обсудить этот вопрос. Во время совместного обеда я высказал мнение о том, что превращение в истинно взаимную компанию позволит наилучшим образом служить интересам пайщиков фонда. Джон Хилл считался «независимым» директором, однако позже я узнал, что много лет назад он являлся CEO

Marsh & McLennan Asset Management. Этот факт не был отражен в информационных бюллетенях для голосования. Позднее я провел встречу с еще одним из его коллег – независимых директоров, но не достиг заметного прогресса. Затем, когда г-н Хилл перестал отвечать на мои телефонные звонки, я понял его посыл: «Не говорите мне об этом».

В 2008 году Marsh продала свою долю в Putnam Management Company. Покупателем стала Power Financial of Canada, которая уплатила за нее 4 млрд (!) долларов. Но Putnam еще не вышла из кризиса. Пайщики ее фондов непрерывно погашают пай, вследствие чего компания ежегодно с 2000 по 2011 год фиксирует чистый отток капиталов. Активы фондов упали с 250 млрд долларов до 53 млрд на начало 2012 года. Трудно представить себе, что инвесторы в фонды Putnam не получили бы значительной выгоды от превращения в истинно взаимную компанию. Судя по всему, новый владелец управляющей компании вряд ли окупит свое колоссальное вложение в течение ближайших лет или даже десятилетий. Прекрасное вознаграждение, я думаю, получила Marsh & McLennan за то, что служила своим интересам и интересам своих акционеров даже в ущерб пайщикам фондов Putham, служение которым было ее фидуциарным обязательством.

Организационная структура фондов имеет значение

Большинство инвесторов во взаимные фонды не обращают внимания на то, как организован их фонд. Действительно, лишь немногие из нас интересуются организационной структурой фондов, которыми мы владеем. Почему мы должны об этом думать? Да потому, что организационная структура может оказывать огромное влияние на доходность, получаемую инвесторами фонда.

За некоторыми исключениями группы взаимных фондов имеют одинаковую структуру: группа родственных взаимных фондов находится в собственности их инвесторов и под управлением единого совета директоров. Этот совет директоров теоретически является «независимым» от руководства управляющей компании. У каждого фонда в составе группы есть договор с внешней управляющей компанией, которая осуществляет управление им за вознаграждение. Управляющая компания предоставляет фонду сотрудников, а зачастую даже председателя совета директоров (я не шучу!). Служащие эти, как правило, работают также в управляющей компании и получают от нее вознаграждение. Управляющая компания обязуется обеспечить практически все услуги, необходимые для существования фонда: консультации по вопросам инвестирования; услуги по продажам и маркетингу; операционные, юридические и финансовые услуги.

Противоположностью традиционной организационной структуре, в которой фонды являются лишь оболочками, считается взаимная структура. В этом случае фонды – это фактические собственники управляющей компании, работающей по себестоимости. Должностные лица и директора фондов также являются должностными лицами и директорами управляющей компании, что создает значительные преимущества для инвесторов. Об этом мы поговорим после того, как наглядно представим специфику организационных схем на рис. 4.1.

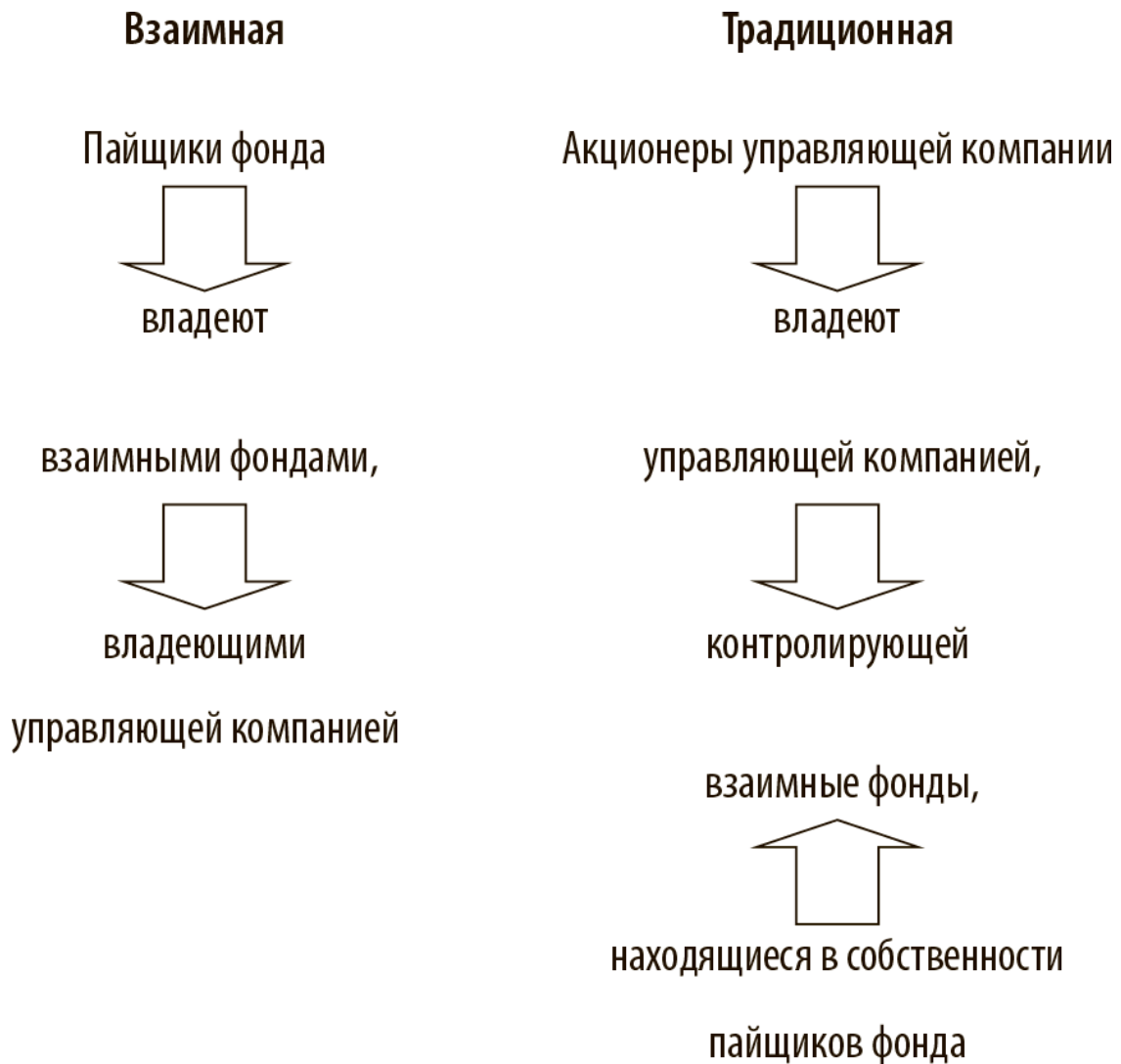


Рис. 4.1. Взаимная структура собственности в противоположность традиционной корпоративной структуре

Стратегия соответствует структуре

Разница в стратегиях объясняется отличиями традиционной отраслевой структуры от взаимной. Первая разработана для удовлетворения интересов двух групп собственников, часто противоречащих друг другу, – пайщиков и управляющих фондами. Вторая структура (с внутренним управлением) призвана учитывать только лишь интересы пайщиков. За исключением стратегии оказания услуг, различия в подходах колоссальны.

- **Стратегия извлечения прибыли.** Безусловно, в обоих случаях руководство видит своей целью получение максимальной доходности для пайщиков фондов. Но компании, имеющие традиционную структуру, хотят при этом максимально увеличить и собственную прибыль (она, кстати, довольно высока). Вполне логично предположить, что стимул заработать для себя будет не менее сильным, чем стимул зарабатывать для других (в данном случае – для пайщиков фонда). Вспомните давнее предупреждение Адама Смита о менеджерах, «позволяющих себе отступать от правил».

- **Стратегия ценообразования.** Стратегия ценообразования традиционных фондов общеизвестна: цены формируются по принципу «что выдержит рынок». Учитывая ведущую роль издержек в определении доходности фонда, недостаточная обеспокоенность директо-

ров и инвесторов этим вопросом, вероятно, объясняется незнанием данного факта. Напротив, у компании, имеющей взаимную структуру, есть возможность управлять фондами «по себестоимости», а потому издержки будут значительно ниже того, «что может выдержать рынок».

- **Стратегия оказания услуг.** В обоих случаях управляющие фондами стараются не только соответствовать ожиданиям клиентов, но и превосходить их. В индустрии фондов качество обслуживания становится товаром, как и в любой другой сфере услуг. Обе организационные структуры следуют установке: «Относитесь к своим клиентам так, как если бы они являлись вашими собственниками». Но только взаимная структура может в точности соответствовать продолжению этой фразы: «Потому что ваши клиенты действительно являются вашими собственниками».

- **Стратегия управления рисками.** В традиционных взаимных фондах инвестиционная стратегия нацелена на поиски более высокой доходности. Такие участники рынка толерантны к рискам до тех пор, пока риски их фонда (измеряемые краткосрочными колебаниями цены активов) соответствуют рискам, которые принимают на себя конкурирующие фонды. У взаимной структуры есть возможность быть менее терпимой к риску. Для нее нет необходимости добиваться более высокой доходности фондов акций или фондов облигаций, имея затраты намного ниже, чем требуется для сохранения конкурентоспособности. При условии, что качество портфеля не снижается, более высокая доходность может быть получена просто за счет более низких затрат.

- **«Продуктовая» стратегия.** Обычный фонд всеми силами старается сохранить свою видимую привлекательность для инвесторов и активно разрабатывает новые продукты, не особенно беспокоясь об их долгосрочной внутренней стоимости. Привлечение дополнительных активов позволяет получить дополнительные доходы в виде комиссионных и прибыли для собственников управляющей компании (по крайней мере, в краткосрочной перспективе). Перед взаимной организацией такая задача не стоит. Ее бизнес заключается не в том, чтобы продвигать на рынке дорогостоящие новые продукты, которые не несут в себе особых выгод для участников фонда. Единственной стоящей перед ней задачей является обеспечение наибольшей чистой доходности для инвесторов.

- **Маркетинговая стратегия.** Финансовую выгоду от увеличения активов в индустрии фондов получают в основном управляющие компанией, а не инвесторы. В результате этого компании, имеющие традиционную для отрасли структуру, стремятся к накоплению активов, а потому агрессивная маркетинговая стратегия для них вполне логична. Напротив, фонды, структура которых основана на собственности пайщиков, имеют возможность работать «по себестоимости» и максимально контролировать свои затраты (в данном случае на маркетинг). В связи с этим наиболее продуктивной для них будет консервативная маркетинговая стратегия.

Структура и стратегия Vanguard

При создании Vanguard я ориентировался именно на эти преимущества для пайщиков взаимных фондов. Взаимная структура позволяет минимизировать операционные издержки, ставить интересы пайщиков во главу угла и ориентироваться на то, чтобы предлагать фонды, которые будут работать более предсказуемо, чем фонды конкурентов. Создание нами индексного фонда акций через несколько месяцев после начала нашей деятельности было первым из череды важных решений, принятых компанией для реализации данной стратегии.

В блоке 4.3 рассказана краткая история о том, как появилась Vanguard и насколько сложно было сформировать ее уникальную структуру. Но когда она была создана, компания заметно превзошла свои скромные первоначальные результаты. Начав с управления акти-

вами стоимостью немногим более 1 млрд долларов, она превратилась в крупнейшую в мире группу фондов и сегодня управляет активами на 1,8 трлн долларов. Вероятно, вас удивит (как удивляет и меня), почему сегодня, 37 лет спустя, Vanguard остается единственной группой *истинно взаимных* фондов в нашей стране.

Блок 4.3

Как создавалась компания Vanguard?

Когда в 1974 году мне пришла в голову идея создания новой компании по управлению фондами, явное преимущество истинно взаимной структуры было для меня очевидным. Современное положение Vanguard как ведущей взаимной компании в мире, безусловно, подтверждает то, что описанная выше стратегия уже сама по себе принесла свои плоды и для пайщиков наших фондов, и для нашей компании в целом. «Стратегия соответствует структуре» – такой была моя формула, и она себя оправдала.

История создания Vanguard сложна и во многом определялась рыночными факторами. В 1969 году я был СЕО филиладельфийской Wellington Group – 11 родственных взаимных фондов под управлением Wellington Management Company, общий размер активов которой в то время составлял 2,3 млрд долларов. Основная доля в компании принадлежала ее исполнительному руководству, а часть находилась в публичной собственности в результате IPO, проведенного в 1960 году. (Сегодня компания находится в частном владении группы партнеров.) Несмотря на все тяготы, которые последовали за угасанием бума спекуляции, процветавшего в годы высокой биржевой активности, фондовый рынок вновь оживился на пути к историческим максимумам 1973 года. Компания процветала.

Ранее, в 1967 году, за счет «валюты», поступившей в распоряжение компании в результате IPO, Wellington Management приобрела бостонскую компанию, занимавшуюся инвестиционным консалтингом (Thorndike, Doran, Paine, and Lewis). Четверо партнеров TDP&L's получили около 40 % голосующих акций в Wellington. TDP&L являлась управляющей компанией Ivest Fund – высокорискового фонда (давно не существующего), который в ту эпоху спекуляции демонстрировал одни из самых высоких показателей доходности в отрасли. Вскоре он стал основным генератором денежных потоков для группы Wellington.

Принцип фидуциарности

Несмотря на столь успешное слияние, я всерьез размышлял о том, действительно ли публичная собственность была оптимальной структурой собственности для пайщиков наших фондов, а также для конкурентного положения компании в отрасли. Ко мне пришло понимание того, что если мы не изменимся, то вряд ли станем лидерами отрасли. Выступая на годовом собрании партнеров компании в сентябре 1971 года, я говорил о возможности превращения во взаимную компанию. Свою речь я начал с цитаты из речи судьи Харлана Фiske Стоуна 1934 года:

«Большинство ошибок и неудач финансовой эпохи, близящейся к своему завершению, будет приписано несоблюдению принципа фидуциарности, заповеди столь же древней, как и Святое Писание: “Никто не может служить двум господам”... То, что многие лишь номинально являются доверительными управляющими и лишь в последнюю очередь учитывают интересы тех, чьими капиталами они управляют, свидетельствует о том, насколько мы игнорируем смысл этого принципа». Затем я выразил свое беспокойство, свое давнее предвзятое мнение: «С учетом всех обстоятельств профессиональным компаниям нежелательно иметь публичных акционеров. Действительно, вполне можно представить себе ситуации, при которых прессинг в отношении роста прибыли со стороны публичных акционеров будет противоречить этике ответственной работы профессиональной организации. Хотя в сфере управления капиталом есть элементы и бизнеса, и профессиональной деятельности, любые конфликты между ними в конечном итоге должны разрешаться в пользу клиентов». Затем я предположил, что такое урегулирование противоречий может быть достигнуто путем «превращения во взаимную компанию», то есть путем приобретения фондами управляющей компании. Я высказал идею, которая, несмотря на все преграды, станет реальностью всего пять лет спустя. Тогда, в 1974 году, мои слова о превращении компании во взаимную в конечном счете не разошлись с делом.

Новая модель бизнеса Wellington стала проседать в начале 1970-х. По мере спада на рынке в 1973–1974 годах счастливое партнерство, сложившееся в результате слияния 1967 года, распалось. Я был уволен с должности CEO Wellington Management Company теми самыми управляющими капиталом, которые вместе со мной не оправдали доверия акционеров управляющей компании, а также пайщиков фондов. После моего увольнения я оставался на должности председателя самих фондов, которые имели во многом самостоятельные (и независимые) советы директоров, то есть традиционную отраслевую структуру.

Инновационное предложение

12 января 1974 года, еще до своего увольнения, я представил совету директоров фондов Wellington инновационное предложение: превратить фонды в истинно взаимные и работать под руководством собственной управляющей компании. Я открыто признал, что такой переход в статус взаимного является «беспрецедентным в индустрии взаимных фондов». Совет директоров фондов заинтересовался моим предложением и попросил меня исследовать эту возможность.

К 11 марта мой первый доклад был готов. Я предлагал несколько вариантов структуры, начиная с полного превращения во взаимную компанию. Конечной целью было «дать фондам соответствующую корпоративную, операционную и экономическую независимость» через создание структуры, которая была предусмотрена законом об инвестиционных компаниях 1940 года, но более не использовалась. «Проблема, стоящая перед нами, – как я прямо заявил, – заключается в том, является ли структура – столь традиционная, так долго считавшаяся общепринятой и подходящей для нашей юной индустрии, которая росла во времена менее жестких этических и законодательных

стандартов, – действительно оптимальной на сегодняшний день и на будущее. Или же фонды должны получить больше контроля над своей судьбой, который выражается одним словом – независимость».

11 июня 1974 года, проведя детальный анализ, совет директоров вынес свое решение. Он отклонил предложение о полном превращении во взаимную компанию и проголосовал за «ограниченную интернализацию». То есть фонды должны были привлечь собственных руководителей и персонал; принять на себя ответственность за ведение административной и юридической деятельности, бухгалтерского учета, за ведение реестра акционеров, за мониторинг и оценку деятельности привлеченных компаний, оказывающих услуги в области инвестиционного консалтинга и продаж, которые по-прежнему будет оказывать Wellington Management Company.

Летом того же года совет директоров согласился с тем, что Wellington Management Company сохранит свое наименование (и это меня не удивило!). Следовательно, наша новая компания должна была быть названа по-другому. Поскольку Wellington Fund также сохранял за собой свое наименование, новой управляющей компании надо было найти новое имя.

В сентябре я предложил назвать ее Vanguard, и совет директоров после долгих дебатов утвердил это наименование. Vanguard Group была образована 24 сентября 1974 года. К 1 мая 1975 года SEC согласовала документацию, рассылаемую акционерам перед общим собранием, в состав которой было включено данное предложение. Пайщики фонда утвердили его, и Vanguard начала работать, предоставляя фондам свои услуги «по себестоимости».

Окончание процесса превращения во взаимную компанию

Поскольку фонды контролировали лишь одну из трех опор, на которых держится комплекс «операции / управление инвестициями / продажи» у меня появились новые мысли. Да, я одержал победу, но опасался, что она окажется сомнительной. Ограниченные полномочия не давали нам возможности участвовать в управлении активами и продажами, что лишало Vanguard должного контроля над своей судьбой. Почему? Потому что успех в индустрии фондов основывается не на том, насколько хорошо осуществляются административные функции в фонде, а на многих других аспектах. В частности, на том, какие виды фондов создаются, как происходит управление ими, достигается ли высокая доходность, как продвигаются фонды и продаются их паи. Нам дали одну треть «пирога» и, возможно, наименее важную с точки зрения реализации нашего видения. Я понял, что новая Vanguard должна взять под свой контроль все остальное.

Нам быстро удалось получить и вторую треть «пирога». Всего через несколько месяцев после начала деятельности компании совет директоров фондов одобрил создание первого в мире индексного фонда на основе индекса Standard & Poor's 500. Фонд появился в конце 1975 года, а IPO было завершено в августе 1976-го. Прошло менее пяти лет с тех пор, как компания пришла в бизнес по управлению акциями, но уже к 1980 году мы стали управлять фондами облигаций и фондами денежного рынка Vanguard, а еще позднее – и активно управляемыми фондами (управление на основе количественных методов технического анализа, а не на фундаментальном анализе). Внешние консультанты – тридцать на сегодняшний день – продолжают контролировать многие активно управляемые фонды акций

Vanguard, на долю которых сейчас приходится около 20 % активов компании (при общей сумме активов в 1,8 трлн долларов). 80 % фондов находится под управлением Vanguard, в том числе наши классические индексные фонды и большинство фондов облигаций, имеющих ярко выраженный индексный характер – четкие стандарты мониторинга, высокое качество, чрезвычайно широкую диверсификацию и самые низкие издержки.

9 февраля 1977 года, всего через пять месяцев после того, как IPO индексного фонда привело к переходу управления инвестициями к Vanguard, мы получили последнюю треть «пирога взаимных фондов». Фонды расторгли договоры с Wellington Management о продаже паев и отменили все соответствующие сборы. На следующий день Vanguard полностью изменил систему, перейдя от продаж, в которых преобладали интересы продавцов и взимались комиссии от сделки, к продажам, где доминировали уже интересы покупателей и комиссионные не взимались. Молодая компания стала полным комплексом взаимных фондов, управляла фондами и продажей паев, а также осуществляла управление большей частью своих активов. Мы были готовы идти новым беспрецедентным курсом – превращение во взаимную компанию было завершено. Vanguard начала свой путь к успеху.

Построение фидуциарного общества

Проблемы, с которыми сегодня сталкиваются взаимные фонды и другие институциональные управляющие капиталом, во многом отличаются от тех, что были в прошлом. Тем не менее принципы работы остаются прежними. Еще в XIX веке их четко сформулировал Адам Смит, чьи слова я осмелюсь повторить: «От управляющих чужими деньгами нельзя ожидать при обращении с ними такой же неусыпной осторожности, какую они проявляют при управлении собственными деньгами». Этот недостаток изжить не удалось, и зачастую он доходит до абсолютного пренебрежения своими обязанностями и ответственностью перед пайщиками (принципалами). Лишь очень небольшое количество управляющих демонстрирует «неусыпную осторожность при управлении чужими деньгами».

Мы должны построить новое фидуциарное общество, гарантирующее конечным собственникам (не только пайщикам взаимных фондов, но и бенефициарам пенсионных фондов) защиту их прав как принципалов. Эти права должны включать:

- Право на то, чтобы институциональные управляющие капиталом (агенты) действовали исключительно от имени своих принципалов.
- Право полагаться на пруденциальные нормы, в том числе на должную осмотрительность и профессиональное поведение управляющих капиталом (агентов) и финансовых аналитиков, оценивающих бумаги в составе инвестиционного портфеля.
- Право требовать от управляющих (агентов) соблюдения дисциплины и последовательности при предложении ими взаимных фондов и иных финансовых продуктов.
- Уверенность в том, что агенты будут действовать как социально ответственные компании и вернут своим принципалам права и обязанности акционеров (в частности, право требовать от директоров и менеджеров компаний соблюдения их фидуциарных обязательств).
- Понимание того, что структура комиссионных сборов за консалтинговые услуги формируется на основе принципов «разумности» не только в *процентном*, но и в *абсолютном* выражении, а также обеспечиваются равные условия в отношении комиссий для разных клиентов управляющей компании.

- Устранение любых конфликтов интересов, способных препятствовать достижению этих целей.

Последнее положение требует, чтобы финансовые конгломераты отказались от своих прав собственности и контроля над компаниями, управляющими капиталом. Иными словами, от той организационной формы, которая на сегодняшний день является наиболее распространенной в отрасли взаимных фондов. (Как я отмечал ранее, 33 из 50 крупнейших управляющих компаний сейчас находятся в собственности этих конгломератов.) И хотя такой отказ будет весьма болезненным, он необходим, поскольку собственность конгломератов на компании, управляющие капиталом, является вопиющим нарушением библейского принципа: «Никто не может служить двум господам».

«Это фидуциарный бизнес»

В своей долгой борьбе за признание управляющими их фидуциарных обязательств я нередко чувствовал себя одиноким, поэтому с нескрываемым удовольствием прочел книгу Мэтью Финка «Зарождение взаимных фондов: взгляд изнутри»⁵⁸ (The Rise of Mutual Funds, An Insider's View). Автор этой работы в течение долгого времени занимал пост президента Investment Company Institute (ныне в отставке) и был отраслевым лоббистом, не всегда твердо придерживавшимся принципов. Ниже я привожу его очень точное описание проблемы:

«Взаимные фонды не похожи на другие компании. Это фидуциарный бизнес. Мы и наши управляющие компании являемся доверительными управляющими. Поэтому роль независимых директоров состоит в обеспечении того, чтобы управляющая фондом компания действовала как фидуциарий. Для того чтобы стать истинным фидуциарием, необходимо ставить интересы бенефициаров выше собственных. Это единственный способ проверки. Директора взаимных фондов играют уникальную роль в уникальном управленческом контексте.

Если многие директора фондов и руководители управляющих компаний считают, что соблюдение фидуциарных стандартов не является для них основным приоритетом, то для отрасли настают трудные времена. А когда возникают многочисленные нарушения этических принципов, а иногда и юридических норм... [это ведет] к принятию драконовых⁵⁹ законов. Отрасль будет упрощена и оболванена в ущерб пайщикам фондов. С другой стороны, если руководители в отрасли будут стараться действовать как истинные фидуциарии, то и сама индустрия, и пайщики будут чувствовать себя хорошо. Будущее отрасли в наших руках».

Замечания Мэтта Финка были восприняты позитивно, чего не решусь утверждать о сделанных им выводах. Тем не менее факт остается фактом: будущее отрасли находится в руках инвесторов, которым она служит. Инвесторы могут «проголосовать ногами» и вывести средства из фондов, если их управляющие не способны пройти тест на «разумное руководство» (речь об этом «тесте» пойдет далее). Они могут передать деньги в управление тем, кто этот тест с легкостью проходит. Если инвесторы будут поступать таким образом, то индустрию фондов ждут самые радужные перспективы.

⁵⁸ Oxford University Press (2008), 259–260.

⁵⁹ От имени древнегреческого законодателя Дракона (Драконта), законы которого отличались особой суровостью наказаний. *Прим. науч. ред.*

Впрочем, пройдут годы или даже десятилетия, прежде чем индивидуальные инвесторы смогут изменить облик отрасли. Действовать, однако, надо уже сейчас. Я поддерживаю введение в законодательство федерального стандарта фидуциарной ответственности. Это позволит создать новую культуру взаимных фондов – культуру, учитывающую прежние ценности и являющуюся частью фидуциарного общества. Нам необходимы законы, подтверждающие способность правительства воплотить в жизнь стандарты доверительного управления и фидуциарных обязательств. Эти стандарты требуют от управляющих капиталом работать с *одной* целью: служить интересам их бенефициаров.

При всей важности определенных шагов со стороны правительства без участия в процессе частных инвесторов не обойтись. Потребуется разделение обязанностей, подобное тому, что предложил Александр Гамильтон⁶⁰. Его суть такова: Конгресс систематизирует фидуциарный стандарт, а частные компании определяют практические приемы работы. Безусловно, «обращение капитализма лицом к конечным собственникам» займет немало времени, но приход новой реальности не за горами. Уже сейчас концепция фидуциарных обязательств – не просто тема для обсуждения или недостижимый идеал. Она превратилась в жизненную необходимость, которая должна быть воплощена на практике.

Пока же инвесторам можно посоветовать оценивать фонды, пайщиками которых они являются, на предмет соответствия фидуциарному стандарту. Каким образом это сделать? В главе 5 представлены некоторые идеи о том, как определить степень «разумности руководства» отдельных фондов и их управляющих.

⁶⁰ Видный государственный деятель США второй половины XVII – начала XVIII века, первый министр финансов США. *Прим. науч. ред.*

Глава 5

Являются ли управляющие фондами истинными фидуциариями?

«Показатель разумного управления»

Дай отчет в управлении твоём, ибо ты не можешь более управлять.
Лука 16:2

Лидеры индустрии взаимных фондов и отраслевой ассоциации Investment Company Institute (ICI) заявляют, что их основная задача – представлять интересы пайщиков. На самом же деле они представляют интересы управляющих компаний. Тем не менее это противоречие абсолютно игнорируется, судя по тем вопросам, которые выносятся на повестку дня годовых собраний ICI. В разные годы (1997-м, 2000-м и 2008-м) основная их тема формулировалась так: «Традиция честности». В своем выступлении на общем собрании членов ассоциации в мае 2003 года Мэтью Финк, в то время председатель ICI, с гордостью говорил о безупречной на тот момент репутации отрасли.

Финк процитировал пылкие слова члена SEC Харви Голдсмита, произнесенные им всего несколькими месяцами ранее: «Индустрия взаимных фондов благословенна (и “благословенна” – единственное верное слово), поскольку она относительно свободна от скандалов». Когда он зачитывал эти слова, они появились, написанные огромными буквами, на экранах по обеим сторонам трибуны. Финк добавил: «И это не случайно... Мы преуспели потому, что интересы тех, кто управляет взаимными фондами, совпадают с интересами тех, кто инвестирует во взаимные фонды».

Высказывания Финка перекликались со словами председателя ICI и SEO⁶¹ группы American Funds Пола Хаага-младшего, основного докладчика: «Неизменная традиция – следовать принципам честности – по-прежнему служит основой нашего единства... Именно честность становилась ключевой темой всех последних общих собраний. И причина тому проста: наша честность и доверие к нам пайщиков являются основой бизнеса. Наши пайщики верят в то, что управление взаимными фондами ведется с учетом их интересов». Затем он перешел к вопросу о критиках отрасли. «Бывший председатель SEC, телеведущие, конкуренты, “Оракул из Омахи” и даже “святой, которому воздвигли памятник при жизни” (тут он посмотрел прямо на меня, сидящего в огромной аудитории), – все они говорили о наших возможных промахах... Для меня удивительно в связи с этим, какой была бы наша жизнь, если бы мы и правда сделали что-то не так»⁶².

⁶¹ Senior Executive Officer, старший исполнительный руководитель. *Прим. науч. ред.*

⁶² Выражение «Оракул из Омахи» было слабо завуалированным намеком на Уоррена Баффета (американский предприниматель, миллиардер, один из крупнейших и наиболее известных инвесторов в мире, глава инвестиционной компании Berkshire Hathaway. *Прим. науч. ред.*). Кроме того, г-н Хаага явно говорил обо мне, когда произносил слова о «святом, которому воздвигли памятник при жизни». Меня часто, естественно, с оттенком цинизма называли Святой Джек; а памятник мне, как основателю Vanguard, действительно стоит в нашем кампусе в Вэлли Фордж.

На сцену выходит главный прокурор Спитцер

Г-ну Хаага недолго оставалось удивляться. Менее чем через четыре месяца (3 сентября 2003 года) в индустрии взаимных фондов разразился шокирующий скандал. Главный прокурор штата Нью-Йорк Элиот Спитцер подал гражданский иск против четырех крупных управляющих компаний. Он обвинял их в сговоре (а также в пособничестве и подстрекательстве) с некоторыми привилегированными инвесторами, целью которого было склонить их к осуществлению противоправных действий. Среди этих привилегированных инвесторов оказалось около 400 хедж-фондов, определявших свою стратегию как «маркет-тайминг взаимных фондов». Суть этой схемы такова: с учетом важных мировых событий, которые происходили уже после закрытия рынков в США, этим инвесторам предоставлялось право покупать и продавать паи взаимных фондов, инвестирующих в ценные бумаги неамериканских компаний, по ценам закрытия на зарубежных рынках, установившимся за несколько часов до проведения сделок. Спитцер сравнил такую практику с тем, как если бы избранные игроки могли делать ставки на заезд после того, как лошади пересекли финишную черту.

Злоупотребление доверием в отрасли, вскрытое прокурором Спитцером, стало злободневным напоминанием о других недавних скандалах. В корпоративном секторе – с концерном Enron в 2001 году, а затем и в инвестиционной сфере – с компаниями на Уолл-стрит в 2012 году. Последний был связан с тем, что, как выяснилось, финансовые аналитики компаний-продавцов вступали в сговор со своими коллегами из инвестиционных банков, чтобы те присваивали высокие рейтинги акциям, размещением которых эти компании занимались (то есть выступали андеррайтерами по ним). К слову сказать, вряд ли аналитики не знали об истинном качестве ценных бумаг, инвестирование в которые они рекомендовали. («Давайте приукрасим эту свинью» – такова лишь одна из характеристик данных акций, которую мы осмелимся напечатать на этих страницах.)

Но вернемся к истории с фондами, произошедшей в 2003 году и рассмотренной нами чуть ранее. В течение следующего года количество управляющих компаний, вовлеченных в скандалы со взаимными фондами, выросло до 23. Замешаны были и многие крупные участники отрасли. Долгосрочные активы фондов в их управлении составляли около 1,2 трлн долларов, или 25 % от суммарных активов отрасли, достигавших 5 трлн долларов⁶³. По мере развития этой неприятной ситуации реакция инвесторов изменилась с недоверия на отвращение, а затем перешла в стадию активных действий. Продажи паев фондов, замешанных в скандалах, стремительно росли.

Задействованные в этом управляющие компании в конечном итоге исполнили предписания SEC в связи с нарушением ими законодательства, «не признавая и не отрицая обвинений» (такая формулировка в начале 2012 года серьезно оспаривалась судебными органами). Они не только пострадали от заслуженных (но несоразмерных) денежных штрафов, но и были посрамлены на рынке. Даже те участники рынка, которым не предъявляли обвинений в нарушениях, были осторожны в заявлениях о своей невиновности. Дело в том, что практически все сделки по плану 401 (к) долгое время проводились после 16:00, то есть по истечении периода исполнения заявок на покупку и продажу паев фондов. Своевременное представление отчетности об этих огромных объемах сделок ввиду их характера практически невозможно. Могут лишь предположить, что мошенничества здесь все же не было, хотя в

⁶³ Активы более мелких фондов были, как правило, недостаточны для совершения сделок в таких объемах, поэтому среди крупных фондов количество компаний, которые занимались подобной практикой, доходило до 75 %. То есть это были не просто несколько «паршивых овец», но целое их стадо. Среди тех, кто сопротивлялся соблазну поставить на первое место собственные интересы, выделим: American Funds, Fidelity, T. Rowe Price и, что меня радует, Vanguard.

результате одна или две ведущие клиринговые компании были вынуждены уйти из бизнеса из-за таких сделок.

Общественное мнение о том, что эти компании обманули доверие своих клиентов, совпадает с моим собственным. И я не вижу причин, почему реакция клиентов не должна быть резкой. Какой смысл держать свои деньги там, где вас обманывают? С этим согласился даже Чарльз Хальдеман, которого пригласили в Putnam в качестве нового CEO после участия компании в скандалах. «Были отдельные лица, — сказал он, — которые ошибались в оценке и ставили свои интересы превыше интересов пайщиков фондов... Я верю в то, что это было ошибкой в оценке. *Если профессионал инвестиционного бизнеса теряет доверие как фидуциарий, у него нет второго шанса.* Думаю, что в данном случае не существует срока давности». Аминь!

Что делать пайщикам – куда идти?

Если инвесторы и их консультанты считают, что доверие к управляющему взаимным фондом было подорвано, то куда им идти? На мой взгляд, им следует выбирать фонды тех компаний, которые стараются обеспечить баланс между интересами двух групп – пайщиков и управляющих, а также нацелены на разумное управление, а не на торгашество. Среди управляющих обращайте внимание на тех, кто ставит интересы клиента превыше всего и неукоснительно исполняет свои фидуциарные обязательства перед инвесторами.

Поймите, у меня нет наивных ожиданий. Каждая профессия несет в себе элементы бизнеса. Ни одна организация – будь то коммерческая компания или самая благородная из некоммерческих благотворительных структур – долго не просуществует, если ее затраты будут постоянно превышать доходы. Тем не менее, когда я смотрю на некоторые весьма достойные занятия (медицину, юриспруденцию, аудит, журналистику, архитектуру и, конечно, доверительное управление), у меня возникают опасения, что традиционный баланс постепенно нарушается. Эти сферы деятельности больше начинают походить на коммерческие предприятия, чем на обремененные доверием профессии. В своей статье, опубликованной в *The New York Times Magazine* несколько лет назад, Роджер Ловенстайн с горечью говорил об утрате «незыблемых моральных устоев кальвинизма», основанных на «представлениях о приверженности принципам, этике и устойчивой лояльности по отношению к клиенту, характерных для Старого Света». «Профессиональная деятельность в Америке, – писал он, – стала полностью коммерческой... У нас аудиторские фирмы спонсируют турниры по гольфу». Он мог бы добавить, что компании, управляющие взаимными фондами, не только делают то же самое, но и покупают права на наименования стадионов за баснословные деньги. (Citigroup, до наступления тяжелых для нее времен, согласилась уплатить 400 млн долларов за право на наименование нового бейсбольного парка клуба «Нью-Йорк Метс».) «Битва за независимость, – отметил он в заключение, – никогда не будет выиграна». Именно так и происходит в сфере управления инвестициями. Данную область необходимо менять к лучшему, чтобы заставить управляющих чужими денежными средствами (ОПМ)⁶⁴ действовать исключительно в интересах инвесторов.

⁶⁴ ОПМ – акроним, произошедший от выражения «Other People's Money» («чужие деньги»), в настоящее время используется достаточно широко. Менее известен акроним МОМ – «My Own Money» («мои деньги») – который был придуман профессором Принстонского университета Аланом Блайндером. Оба акронима имеют один и тот же посыл: ставьте интересы инвесторов превыше всего.

Вызов здравому смыслу

Вряд ли я могу поделиться с профессионалами какой-то особой мудростью о том, как вернуться к своим корням. Но у меня есть некоторые идеи в отношении доверительного управления чужими деньгами. Инвесторам доступно огромное количество информации, позволяющей оценить управляющую компанию и ее способность находить баланс между бизнесом и профессией. Мы смогли по-новому взглянуть на этот баланс в свете скандалов в индустрии взаимных фондов. Причиной этих неприятностей в отрасли стало то, что управляющие ставили на первое место собственные интересы по накоплению активов, развитию бизнеса и увеличению выручки. При этом ущемлялись права пайщиков на финансовую честность и раскрытие информации, разумные затраты и оптимальную доходность инвестиций.

Впрочем, все эти бедствия, вызванные скандальными историями с взаимными фондами, оказались скрытым благом. Они привлекли внимание инвесторов к некачественным, незаконным и неэтичным методам работы управляющих компаний. Стало понятно, что управляющие взаимными фондами вступали в сговор с управляющими хедж-фондами и использовали крайние формы «маркет-тайминга», чтобы снизить доходность (или же обмануть) долгосрочных инвесторов фондов. Не остался без внимания и тот колоссальный ущерб, который наносят так называемые особые формы «маркет-тайминга», используемые взаимными фондами. Эти схемы поддерживались отраслью и вовлекали огромное число участников. Я говорю о создании специализированных фондов, ориентированных на узкую и часто спекулятивную стратегию инвестирования. В последнее время они использовали значительную долю заемных средств (увеличивали «финансовый рычаг»), делая ставки на рост или падение фондового рынка. Паи таких фондов почти наверняка покупаются сегодня с тем, чтобы быть проданными завтра или послезавтра (а иногда и несколькими минутами или даже секундами позже!), в отличие от паев действительно диверсифицированных фондов акций, которые приобретаются в «вечное владение».

К счастью, есть еще фонды и управляющие компании, старающиеся «держать оборону» перед лицом нового мировоззрения, в котором маркетинг взял верх над управлением. Как мне кажется, именно они должны заинтересовать инвесторов, уставших от махинаций и скандалов. Оценить правильность своих суждений о *том или ином* выбранном фонде (вне зависимости от того, был ли он замешан в скандалах) инвесторам поможет подход, описанный мной далее.

Показатель разумного управления

Эффективность работы фонда за прошедший период является плохим ориентиром для прогноза будущей доходности – это правило многократно доказывалось на практике. В связи с этим рекомендую анализировать фонды с точки зрения того, ставят ли они интересы пайщиков выше интересов управляющих (и учитывают ли их вообще). Именно этот принцип лежит в основе закона об инвестиционных компаниях 1940 года. Согласно ему, «организация, ведение деятельности и управление» взаимными фондами должны осуществляться в интересах пайщиков, а не в интересах «консультантов и андеррайтеров» (продавцов паев фондов). Закон ставит разумное управление активами инвесторов превыше торговли «продуктами», предлагаемыми управляющими компаниями. Благодаря тому, что я называю «показателем разумного управления» (Stewardship Quotient – SQ), мы можем измерить 15 важнейших элементов, которые отражают то, в какой степени управляющие компании находят баланс между этими двумя различными и часто противоречащими друг другу группами интересов.

Прежде чем я начну описывать эти элементы, хотел бы предупредить: *вам предлагается исключительно субъективная точка зрения. Она стала движущей силой при создании мной около 38 лет назад компании, которая всегда будет считать разумное управление главным принципом своей деятельности.* И хотя моя карьера не в полной мере отражала ценности разумного руководства, я прилагал к этому все усилия. Пожалуйста, рассматривайте предлагаемый вам список как продукт, подготовленный в личных целях. Тем более что созданная мной в 1974 году модель группы фондов, находящихся в собственности пайщиков и обладающих истинно *взаимной* структурой, не была никем скопирована. Не сомневайтесь, пропагандируя эти стандарты, я не преследую корыстных интересов. Я лишь уверен, что они наилучшим образом подходят практически для всех инвесторов фондов и индустрии в целом.

Табл. 5.1 позволит вам следить за моими доводами. Здесь перечислены 15 основных, на мой взгляд, отличительных признаков, определяющих, в какой степени приоритеты управляющей компании служат интересам пайщиков, а не только собственным. Подумайте, как вы оцениваете свою управляющую компанию по каждому из этих критериев, и заполните таблицу. При этом 3 балла – это наивысшая оценка, а 0 – самая низкая. Затем рассчитайте SQ, сложив все выставленные вами баллы и разделив полученную сумму на 15. Это даст вам средний балл, который затем необходимо умножить на 100. Например, компания, получившая по 2 балла в каждой категории (всего 30 баллов), будет иметь SQ, равное 200. Компания, получившая максимальное количество баллов (3) в каждой категории (всего 45 баллов), будет иметь оценку 300. Теперь давайте перейдем к сути дела и рассмотрим 15 стандартов, приведенных в табл. 5.1.

Табл. 5.1

Оценки показателя разумного управления

Признак	Баллы SQ				Количество баллов
	3	2	1	0	
1. Комиссия за управление и операционные затраты	Очень низкие	Ниже среднего	Средние	Выше среднего	
2. Оборачиваемость портфеля акций	Менее 30%	30–50%	50–100%	Более 100%	
3. Диверсификация акций	Владеет акциями общего рынка	Акции компаний высокой капитализации	Другие схемы владения акциями	Отраслевые фонды	
4. Направление маркетинга	Продает собственную продукцию	Иногда отступает, но редко	Иногда отступает	Продает то, что продается	
5. Реклама	Отсутствует	Ограниченная	Широкая	Интенсивная	
6. Плата за продажи (или «полочное пространство»)	Отсутствует	Брокер-дилер, низкая плата	Брокер-дилер, высокая плата	«Полочное пространство» в супермаркетах	
7. Комиссионные сборы	Строго не взимаются	Комиссионные не взимаются, взимается небольшой сбор 12b-1	Низкие комиссионные	Значительные комиссионные + сборы 12b-1	
8. Лояльность пайщиков (погашение паев в процентном отношении от общей суммы активов)	Менее 20%	20–40%	40–50%	Более 50%	
9. Ограничение размера фонда	Готовы ограничить размер	Закрывает фонд для новых участников	Редко закрывает фонд	Не имеется ограничений по размеру	
Признак	Баллы SQ				Количество баллов
	3	2	1	0	
10. Опыт и стабильность управляющих портфелями	Более 10 лет	5–10 лет	Менее 5 лет	Новый управляющий	
11. Инсайдеры фонда владеют его паями	Высокая доля; во многих фондах	Средняя доля; во многих фондах	Средняя доля; в небольшом количестве фондов	Небольшая доля или отсутствие доли	
12. Организация управляющей компании	Взаимная	Частное владение	Публичное владение	Дочерняя компания конгломерата	
13. Структура совета директоров	Не зависит от управляющего	В основном не зависит	Много инсайдеров	Множественные связи с управляющим	
14. Председатель совета директоров фонда	Не аффилирован с советником	Независим от CEO	Должностное лицо конгломерата	Глава конгломерата	
15. Нарушения законодательства	Отсутствуют или незначительные	В последнее время не имеется крупных нарушений	Небольшие нарушения	Крупные нарушения	
Показатель разумного управления в управляющей компании (Общее количество баллов ÷ 15) × 100					SQ _____

Стандарт 1. Комиссия за управление и операционные затраты фонда

Нигде внутренний конфликт между управляющим фонда и его пайщиками не проявляется столь очевидно, как в уровне комиссии и операционных затратах. Они составляют от 1,95 % в квинтиле высокозатратных фондов акций до 0,65 % в низкозатратном квинтиле. Эта разница в 1,30 процентного пункта дает прирост годовой доходности в низкозатратном квинтиле за последние 20 лет более чем на 1,20 % (8,82 % против 7,62 %).

Как показано в табл. 5.2, совокупный прирост первоначального вложения в 10 000 долларов в этих двух группах с разным уровнем затрат впечатляет. Если мы сгруппируем фонды по операционным затратам инвесторов, то группа фондов с низкими затратами принесет дополнительные 10 800 долларов за 20 лет, группа фондов с низкой оборачиваемостью даст 10 000 долларов, а группа с низкими издержками – 13 400 долларов. Этот дополнительный прирост стоимости пая происходит без увеличения рисков (так, словно вы просто нашли эти деньги). Взаимосвязь операционных затрат пайщиков и доходности фонда сохраняется не только с течением времени, но и вне зависимости от стиля фонда. Интуитивно это вполне понятно: если все эксперты, управляющие фондами и конкурирующие друг с другом, изна-

чально получают (как и *должно быть*) приблизительно одинаковую доходность до вычета затрат, то именно фактор затрат и отличает их друг от друга.

Табл. 5.2

Затраты и доходность фондов акций

Доходность за 20 лет: фонды с низкими затратами по сравнению с фондами с высокими затратами

Квартиль	Сгруппированы по операционным затратам		Сгруппированы по оборачиваемости		Сгруппированы по совокупным затратам	
	Операционные затраты, %	Совокупная доходность, %	Совокупная оборачиваемость, %	Совокупная доходность, %	Совокупные затраты, %	Совокупная доходность, %
Низкозатратные	0,65	8,82	14,3	8,94	0,96	9,02
Высокозатратные	1,95	7,62	130,9	7,86	2,86	7,55
Разница	-1,30	1,20	116,6	1,08	-1,90	1,47
Прирост стоимости первоначального вложения в 10 000 долларов (долл.)						
Низкозатратные	44 200		45 400		46 300	
Высокозатратные	33 400		35 400		32 900	
Разница	10 800		10 000		13 400	

Источник: Morningstar

Утверждение о том, что операционные затраты фондов определяют их доходность, имело мало последователей. Сегодня это утверждение не оспаривается. Джек Оттер, выпускающий редактор программы MoneyWatch на канале CBS, – один из тех, кто верит в его справедливость. В своей статье в The New York Times в апреле 2012 года он отмечает, что «лучшим параметром прогнозирования доходности взаимного фонда являются взимаемые им комиссионные». Это означает, что более низкие комиссии могут указывать на более высокую доходность фонда. Соответственно, одним из основных аспектов разумного управления является установление комиссии за управление на оправданном уровне. Это помогает урегулировать неизбежный конфликт между интересами управляющих, которые желают максимально увеличить свои комиссионные, и интересами пайщиков, которые выигрывают от их снижения. Меньший размер комиссии означает более ярко выраженную приверженность разумному управлению. Поскольку более низкие операционные затраты ведут к более высокой доходности фонда, разумнее всего выбирать фонды из низкозатратного квартиля⁶⁵. В связи с этим присвоим 3 балла за разумное управление той небольшой группе компаний, которая имеет очень низкий уровень затрат, и 0 баллов тем, кто превышает и без того высокие на сегодняшний день уровни по отрасли.

Стандарт 2. Оборачиваемость портфеля

Аналогичная обратная зависимость существует между оборачиваемостью портфеля фонда и его доходностью: более высокая оборачиваемость портфеля свидетельствует о более низкой доходности (см. табл. 5.2). Оборачиваемость говорит о том, какое количество сделок совершает управляющий портфелем. Например, в квартиле фондов акций с самой низкой оборачиваемостью портфеля средняя оборачиваемость составляет 14 % в год. И эти фонды

⁶⁵ Неплохо было бы посмотреть на величину комиссионных в абсолютном и в процентном выражении. Комиссия в 1 % для фонда, размер которого составляет 100 млн долларов, может казаться разумной. Но сбор в размере четверти процента от стоимости активов фонда при сумме активов в 30 млрд долларов (то есть 75 млн долларов в год) слишком велик.

получали дополнительно 1 % дохода в год – 8,94 % против 7,86 %. В квартиле фондов акций с самой высокой оборачиваемостью портфеля оборачиваемость бьет все рекорды и в *среднем* составляет 131 % в год. (При этом в части инвесторов, облагаемых налогом, оборачиваемость также повышает налоговую нагрузку.) Присвоим 3 балла за разумное управление тем фондам, которые имеют более низкую оборачиваемость, – скажем, менее 30 %, и 0 баллов, если эти показатели выше 100 %⁶⁶.

Если мы посмотрим на фонды с точки зрения *совокупных* затрат, то увидим, что комбинированное соотношение затрат и прибыли еще *выше*, чем части этого соотношения по отдельности. В данном случае мы считаем совокупные затраты как сумму операционных затрат и затрат на оборачиваемость, размер которых я определяю в скромный 1 % от оборачиваемости. То есть для фонда, имеющего оборачиваемость портфеля в 50 %, затраты на операции по продаже бумаг в составе портфеля составляют 0,25 %. Затраты на операции по покупке бумаг равны тем же 0,25 %. В сумме получается 0,5 %. Комбинированное соотношение операционных затрат к затратам на оборачиваемость для квартиля низкозатратных фондов составляет 0,96 %, а для квартиля высокозатратных фондов – 2,86 %. Таким образом, преимущество с точки зрения размера затрат составляет 1,90 процентного пункта в год.

Такая разница в затратах влечет за собой еще более существенное (1,5 процентного пункта) расхождение в годовой доходности фондов – 9,0 % против 7,5 % (см. табл. 5.2). Поскольку высокозатратные фонды (годовое стандартное отклонение в 19,8 %) принимали на себя примерно на 30 % больше риска, чем низкозатратные фонды (стандартное отклонение⁶⁷ в 17,5 %), разница в доходности с учетом рисков была еще более значительной.

Не стоит недооценивать важность того, что может показаться скромной разницей между доходами и затратами в различных фондах. Если первоначальное вложение, сделанное 20 лет назад, в фонд, приносящий 9,0 %, составляло 10 000 долларов, то размер полученного дохода будет равен 46 000 долларов. Но если это капиталовложение было сделано в фонд, приносящий 7,5 %, то доход равен лишь 32 500 долларам (то есть прирост капитала будет на 40 % больше).

Нравится нам это или нет, но *затраты имеют значение*. Фонды, управление которыми ориентировано на снижение операционных затрат и затрат на оборачиваемость, демонстрируют более высокий показатель разумного управления (SQ), чем их конкуренты. Такая стратегия приносит инвесторам значительно более высокую доходность.

Стандарт 3. Диверсификация акций

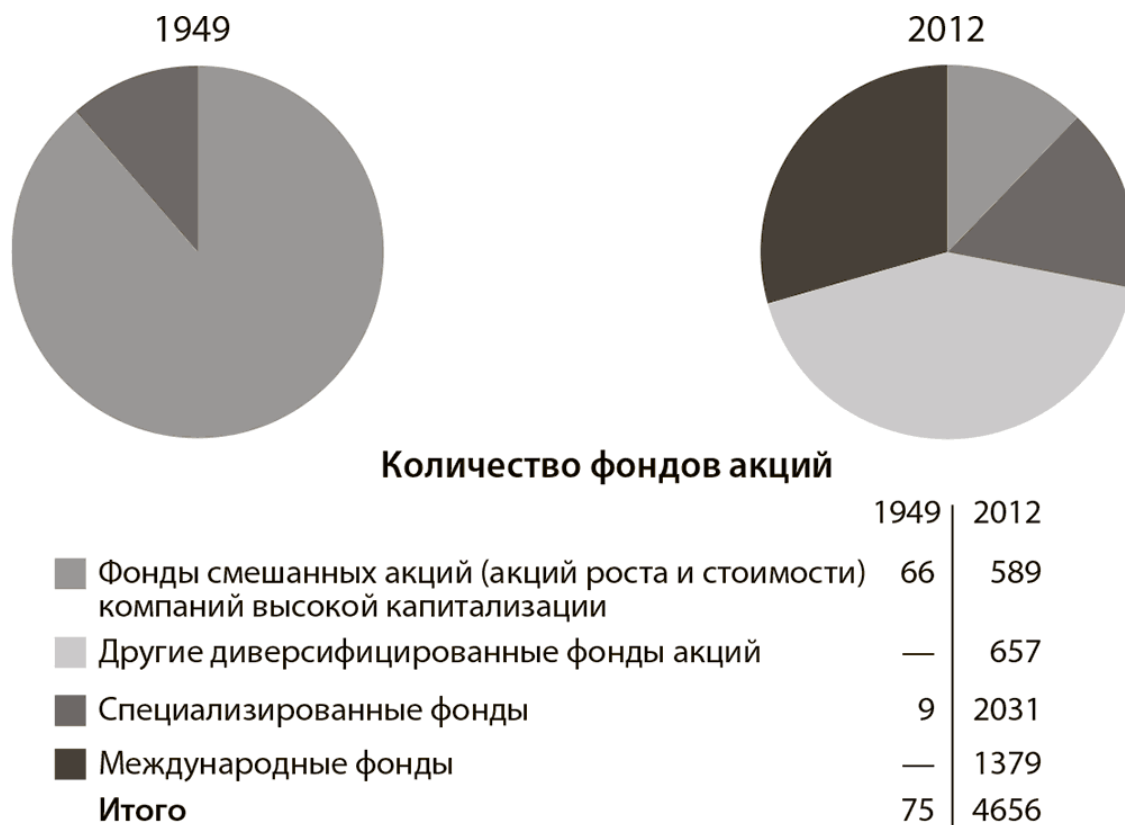
Управляющие компании могут получить высокие баллы за организацию операционной деятельности и управления взаимными фондами, которые имеют низкие затраты и низкую оборачиваемость. Есть шанс получить баллы и в том случае, если предлагаются паи в диверсифицированных взаимных фондах, созданных для долгосрочного инвестирования. На одном конце спектра находится индексный фонд акций общего рынка, в состав которого входят практически все обращающиеся на организованном рынке акции компаний США (и фонд владеет ими постоянно). На другом конце – специализированные фонды, инвестирующие в узкие сегменты рынка, такие как телекоммуникации или технологии (созданы они именно с целью совершения инвесторами подобных сделок). Посередине располагаются фонды, специализирующиеся на различных стилях инвестирования, – фонды акций

⁶⁶ Как и в случае с комиссией за управление, могут быть особые соображения и в отношении оборачиваемости. Фонды, использующие количественные методы оценки при принятии инвестиционных решений, часто отражают в своих отчетах оборачиваемость портфеля свыше 100 %, но, как правило, им удается эффективно минимизировать затраты на сделки.

⁶⁷ Стандартное отклонение – понятие статистики; означает степень отклонения данных наблюдений или множеств от среднего значения.

стоимости компаний средней капитализации, фонды акций роста компаний малой капитализации и прочие. Эти стили инвестирования делают ставку на то, что в определенный момент времени какой-либо вид фонда даст показатели лучше рынка в целом. Паи такого фонда могут входить в состав портфеля и/или с ними могут совершаться сделки в зависимости от конъюнктуры рынка.

В начале своей истории, когда в индустрии фондов преобладали принципы разумного управления, в отрасли доминировали фонды, ориентированные на широкий рынок (см. рис. 5.1). Но в последнее время такие фонды оказались в меньшинстве, окруженные «армией» специализированных фондов с ограниченной инвестиционной политикой.



Источник: 1949 Wiesenberger, 2012 Morningstar

Рис. 5.1. От широкой рыночной диверсификации к узким сегментам рынка

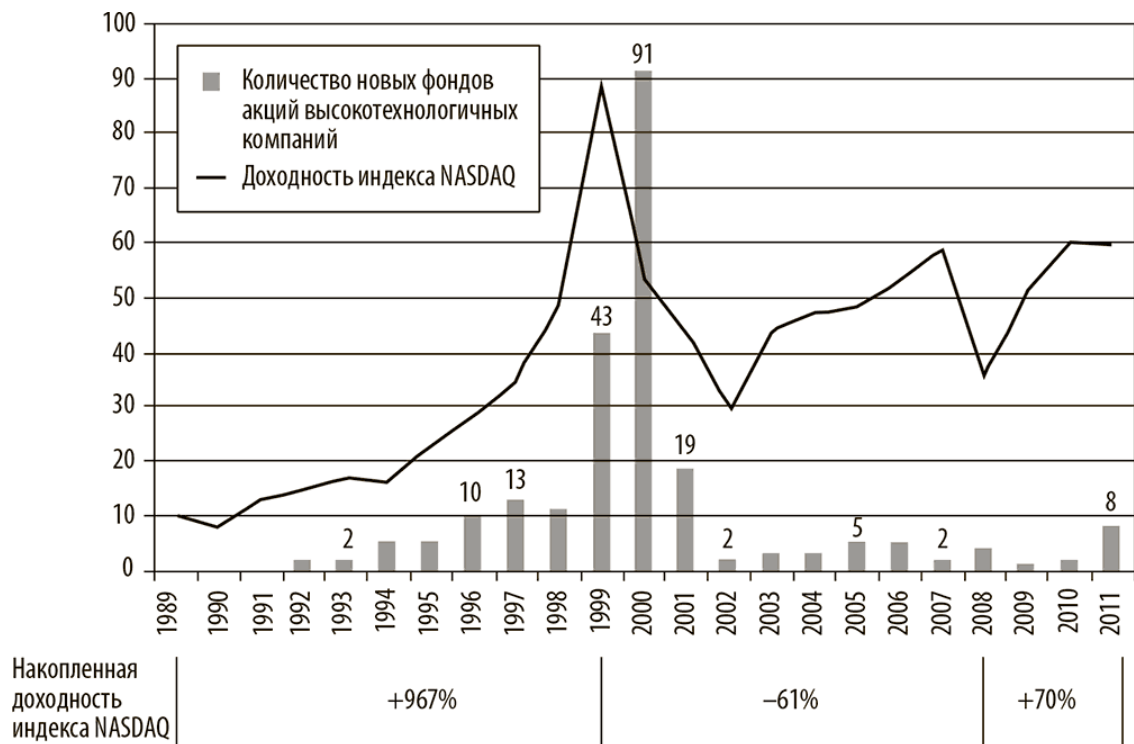
Признаюсь, что лично я отдаю предпочтение высоко диверсифицированным фондам, в особенности индексным фондам с низкими затратами. Почему? Потому что индексные фонды приносят не больше и не меньше того, что они обещают. Они показывают доходность, максимально приближенную к доходности фондового рынка в целом. Задача инвесторов как группы во что бы то ни стало победить рынок заранее проигрывая, учитывая затраты. В результате получение доходности, равной доходности рынка, является своего рода гарантией того, что в долгосрочной перспективе инвестор сможет накопить больше активов, чем другие игроки. На мой взгляд, следует присваивать 3 балла за разумное управление высоко диверсифицированным фондам (в том числе индексным фондам акций общего рынка) и 0 баллов секторальным фондам.

Стандарт 4. Направление маркетинга

Приведенные выше данные говорят о том, что разница в доходностях, полученных в соответствии с двумя концепциями – первой, с высокой диверсификацией, низкими затратами, ориентацией на широкий рынок, и второй, со специализацией и инвестированием в отдельные акции, – гораздо больше, чем разница в затратах. Почему? Потому что последняя отражает лишь *экономический* компонент услуг по управлению инвестициями. Однако есть еще и *эмоциональный* компонент, связанный с получаемой инвесторами доходностью. Поскольку покупка и владение акциями общего рынка предусматривает гораздо меньшее число сделок и, соответственно, меньшие эмоции, в этом случае (при низком уровне затрат) инвесторы могут получить справедливую долю доходности рынка.

Если управляющие действуют как продавцы паев в специализированных фондах, инвесторы часто продают и покупают свои паи в *неподходящее* время. Не последнюю роль в этом играют специалисты по маркетингу, которые изыскивают сиюминутные идеи для инвесторов и ожидают, что те «проглотят наживку». Отчасти из-за собственной жадности инвесторы именно так и поступают: в погоне за рынком они нередко покупают паи фонда уже *после того*, как котировки акций прошли свой пик, но *до того*, как эти акции «выйдут из моды». Как сказал один мудрый человек, «проблема не в людях с *инвестиционными* проблемами, а в инвестициях с *человеческими* проблемами».

Управляющие фондами вряд ли не знают о том, что наилучшее время для *продажи* паев в фондах, использующих новую концепцию, – это худшее время для того, чтобы *покупать* такие паи. Данную тенденцию наилучшим образом иллюстрирует тот факт, что в отрасли формировалось все больше и больше фондов акций высокотехнологичных компаний в период роста цен на эти акции. В начале 1990-х, например, редко создавалось более одного такого фонда в год, тогда как в 2000-м был сформирован уже 91 новый фонд. После произошедшего обвала акций высокотехнологичных компаний, естественно, количество соответствующих фондов сократилось. С 2002 года ежегодно открываются в среднем три подобных фонда (рис. 5.2), причем 75 % из них являются биржевыми фондами (ETF), созданными специально для спекулянтов.



Источник: Morningstar

Рис. 5.2. Бум фондов акций высокотехнологичных компаний и последующая депрессия

Выбор фондов, предлагаемых управляющей компанией (обычно называемых «продуктами»)⁶⁸, четко показывает ее нацеленность на разумное управление или на торгашество. Какие фонды выбирает управляющая компания: устойчивые, диверсифицированные фонды, которые отражают доходность фондового рынка в целом, или узкоспециализированные фонды, популярность которых колеблется при каждом движении рынка? О высоком уровне разумного управления, в частности, говорит жесткая политика, не позволяющая потворствовать ажиотажу публики вокруг новых «горячих» инвестиционных идей. Управляющие компании, ограничивающие свое предложение тем, что действительно умеют делать хорошо – возможно, одним или полудюжиной фондов, – демонстрируют максимальный показатель разумного управления. Напротив, управляющие, *продающие только то, что хорошо продается* – например, чрезвычайно популярные в 1990-х фонды «новой экономики», – отправляют в эти фонды миллиарды долларов инвесторов. А когда пузырь неизбежно лопается, фонды-однодневки просто исчезают. Таким компаниям мы начислим 0 баллов за разумное управление, а 3 балла отдадим тем, кто *берется только за то, что умеет делать*.

Стандарт 5. Реклама

Когда речь заходит о рекламе, становится очевидна ориентация на разумное управление или торгашество. Кто *платит* за рекламу? Нынешние пайщики фонда. Кто получает от нее *выгоду*? Управляющие компании, наращивающие доход за счет привлечения новых инвесторов в фонд. Часто звучит аргумент, что управляющая компания тратит «собственные средства» на рекламу фонда. Но, естественно, источником денежных поступлений для

⁶⁸ Для меня «продуктом» является нечто созданное для продажи. Точка. Во время своей работы в течение 25 лет в качестве СЕО я запретил использовать слово «продукт» в лексиконе Vanguard. Взаимный фонд является финансовой услугой или, можно сказать еще лучше, доверием.

нее служат сборы, взимаемые с пайщиков (то есть деньги, которые они могли бы вкладывать в этот фонд, отказавшись от уплаты сборов). Мы не располагаем какими-либо доказательствами о том, что реклама служит на благо инвесторам фонда, помогая привлечь новые активы, чтобы получить экономию на масштабе и компенсировать затраты. (С другой стороны, существуют подтверждения, что накопление фондом активов свыше определенного предела негативно сказывается на возможностях для управляющей компании достичь высокой доходности.)

Являясь дополнительными расходами для инвесторов, затраты на рекламу представляют собой серьезную проблему для разумного управления. Трата огромных средств на обеспечение роста фонда говорит о том, что принципы торгашества в нем являются определяющими. По какой-то причине крупные управляющие компании считают необходимым тратить деньги инвесторов на продвижение новых и уже работающих фондов. Для этого задействуются СМИ, выплаты бонусов брокерам или иные средства достижения успеха фонда на рынке и завоевания дополнительной доли. Максимальное количество баллов (3) я бы поставил тем компаниям, которые не дают рекламу, 2 балла тем, кто лишь ограниченно рекламирует свои услуги, и 1 балл тем, чья реклама видна везде. Будьте бдительны!

При этом 0 баллов получают те фонды, которые рекламируют свою эффективность. Почему? Потому что практически всегда мы рекламируем наши самые успешные фонды, и делаем это только *после* того, как они достигли высоких показателей эффективности. Когда они претерпевают крах или на фондовом рынке начинается падение, мы храним молчание. Реклама эффективности, как мне кажется, неизбежно вводит в заблуждение. Например, на пике доходности фондового рынка в марте 2000 года 44 фонда давали свою рекламу в журнале Money, с гордостью говоря о том, что за прошлый год их доходность составила 85,6 %. С учетом последующих событий компании, рекламировавшие фонды, выглядели как жадные авантюристы. Могли ли эти фонды действительно быть ориентированы на разумное управление? Маловероятно, ведь в течение 5 лет они действовали как структуры, нацеленные на торгашество. Из этих 44 фондов 9 прекратили свое существование. Средняя доходность выживших фондов составила –39,5 %, то есть на 125 % меньше доходности, которую управляющие компании лишь недавно рекламировали.

Стандарт 6. Плата за продажи (или «полочное пространство»)

Когда фонд платит за «полочное пространство», чтобы построить дистрибьюторскую сеть, мы сталкиваемся с еще более губительным явлением по сравнению с рекламой – тратой средств пайщиков на привлечение гораздо большего объема активов. Первые из сегодняшних «супермаркетов» взаимных фондов вышли на рынок в 1990-х, и для отрасли это стало переломным моментом. При совершении покупок инвесторам не приходилось платить комиссионные или нести расходы по сделкам. Скорее, управляющие компании, чьи фонды выставлялись на продажу, оплачивали то, что получило название «полочного пространства» (в розничной торговле это обычная концепция маркетинга). Некоторые наблюдатели выражали обеспокоенность тем, что очевидная возможность совершать «бесплатные» сделки приведет к широкому распространению маркет-тайминга или к тому, что инвесторы будут стремиться к еще большему росту оборачиваемости. Не меньшее беспокойство вызывал и тот факт, что другие пайщики фонда фактически платят за «полочное пространство», даже если не пользуются такими услугами.

Вскоре розничные брокерские фирмы США, имеющие личные связи со своими отделениями и другими компаниями, которые *не считали* себя «супермаркетами», потребовали от них придерживаться такого же подхода. Затем постепенно начали расти ставки за при-

влечение активов – от 0,20 % до 0,25 %, до 0,30 % и, наконец, до 0,40 % на сегодняшний день. Компании, которые никогда не считали свои фонды «продуктами» для «супермаркетов», скоро поняли, что делиться своей комиссией за управление с брокерами необходимо для получения брокерской поддержки. Где-то на этом пути они перешли черту, вернее – торгашество перешло черту, а разумное руководство осталось за нею. В связи с этим 3 балла я присваиваю фондам, которые не участвуют в оплате «полочного пространства». Затем 1–2 балла уходят фондам, которые оплачивают брокерско-дилерское пространство, и 0 баллов – тем, кто тратит средства своих участников (прямо или опосредованно) на «супермаркеты».

Стандарт 7. Комиссионные сборы

Не секрет, что индустрия фондов, как и финансовая отрасль в целом, превратилась в бизнес по продажам. В самом деле, индустрия не достигла бы сегодняшних гигантских размеров, если бы на раннем этапе ее развития не существовало фондовых брокеров и продавцов, которые донесли до инвесторов всю необходимую информацию. В противном случае они не только узнали бы намного меньше о взаимных фондах, но и гораздо позднее. Хотя стоимость такого информационного обслуживания оплачивается за счет получаемых инвесторами доходов, оно жизненно необходимо и имеет свою ценность. Однако я вовсе не уверен в том, что мы доносим до инвесторов *верную* информацию. Например, в своих прогнозах мы ориентируемся на прошлую доходность, зная при этом, что если данный показатель не имеет *отрицательной* корреляции с будущей доходностью, то связь между ними может быть какой угодно, но не причинно-следственной. Стремясь заработать себе на жизнь, консультанты должны ориентировать своих клиентов не на «выбор победителей», а на такие факторы, как надежное размещение активов, широкая диверсификация, низкие затраты, налоговая эффективность, простота и даже имущественное планирование.

Когда инвесторы уже уплатили нагрузку⁶⁹, чтобы стать владельцами паев в фондах, замешанных в скандалах (особенно если недавно купили такие паи), им стоит подумать о реинвестировании своих средств в фонды, не взимающие комиссионных. Согласитесь, уже приобретя «билет в мир инвестиций», нелогично вновь его покупать. В этой ситуации нужно искать фонды, соответствующие стандартам разумного управления. Даже если вам придется заплатить штраф при погашении своих паев в вашем прежнем фонде, все же лучше выйти из него, чем в течение многих лет уплачивать комиссию по правилу 12b-1⁷⁰.

Скажем очень обобщенно: при торгашеском подходе все усилия прилагаются к тому, чтобы наращивать продажи паев фондов с нагрузкой, а не фондов без нее (в конце концов, комиссионные являются вознаграждением продавцу). С учетом этого я бы присвоил 3 балла за разумное управление фондам, не имеющим комиссий, и снизил бы оценку до 2 баллов тем, кто взимает небольшую комиссию по правилу 12b-1. Несмотря на тот факт, что обремененную нагрузку при продаже и комиссию по правилу 12b-1 устанавливают и хорошие управляющие компании, эти затраты в любом случае уменьшают доходность фондов. Так что присвоим этим фондам 0 баллов за разумное управление.

⁶⁹ Нагрузка при продаже (*sales load*) – комиссия, взимаемая с инвестора при продаже ему паев. Фонды, взимающие нагрузку (как при продаже инвестору, так и при погашении им паев фонда), именуются *load funds*, не взимающие нагрузку – *no-load funds*. Прим. науч. ред.

⁷⁰ Комиссия по правилу 12b-1 (12b-1 Fee) – ежегодная плата, взимаемая некоторыми взаимными фондами за осуществление ими маркетинговой деятельности и распределение выплат. Эта плата удерживается непосредственно из активов фонда, что снижает совокупный доход инвестора. Прим. науч. ред.

Стандарт 8. Лояльность пайщиков

В первые 20 лет моей работы в этом бизнесе маркет-тайминг был сущим проклятием. Уровень погашения паев в среднем не превышал 8 % от стоимости активов фондов, а значит, среднестатистический инвестор владел своими паями в течение 12 и более лет. Однако затем появилась устойчивая тенденция к росту уровня погашения паев, и в 2012 году этот показатель достиг своего максимума в 41 % (!). Следовательно, теперь уже среднестатистический инвестор владел своими паями всего 2,4 года. Средний же уровень погашения паев международных фондов превышал 100 % в год!

Благодаря уже описанной нами ранее реакции на незаконное совершение сделок после закрытия торговых площадок и сделки в разных часовых поясах уровень погашения снова снизился до 30 % (хотя короткие сроки владения паями все же сохранились, составив три с небольшим года). Мы создали отрасль, в которой работают в основном фонды с определенными стилями управления и секторальные фонды. Паи в этих фондах, как правило, покупаются инвесторами для последующей продажи, а не для владения в течение всего периода работы фонда. Тот факт, что инвесторы, занимающиеся такой глупостью, изначально обречены на неудачу – это лишь вершина айсберга. (Только если им не была дана возможность совершать сделки после закрытия торговых площадок и в разных часовых поясах!) Проблема в том, что значительные объемы сделок являются причиной высокой оборачиваемости портфеля. Это сопряжено с высокими затратами для фонда и отрицательно сказывается на интересах инвесторов.

Вновь вспомним о том, что «обед узнают по кушанью, а ум – по слушанью». Если фонды ориентируются на разумное управление, то уровень погашения паев в них, скорее всего, будет низким. В текущей ситуации, когда преобладает высокая оборачиваемость, данный показатель не должен превышать 20 %. Проверку на соответствие этому уровню могут пройти только 1800 фондов, или одна пятая от их общего числа. (Для справки: уровень погашения паев в активно управляемых фондах акций Vanguard в 2011 году в среднем составлял около 10 %, а в индексных фондах – около 7 %.)

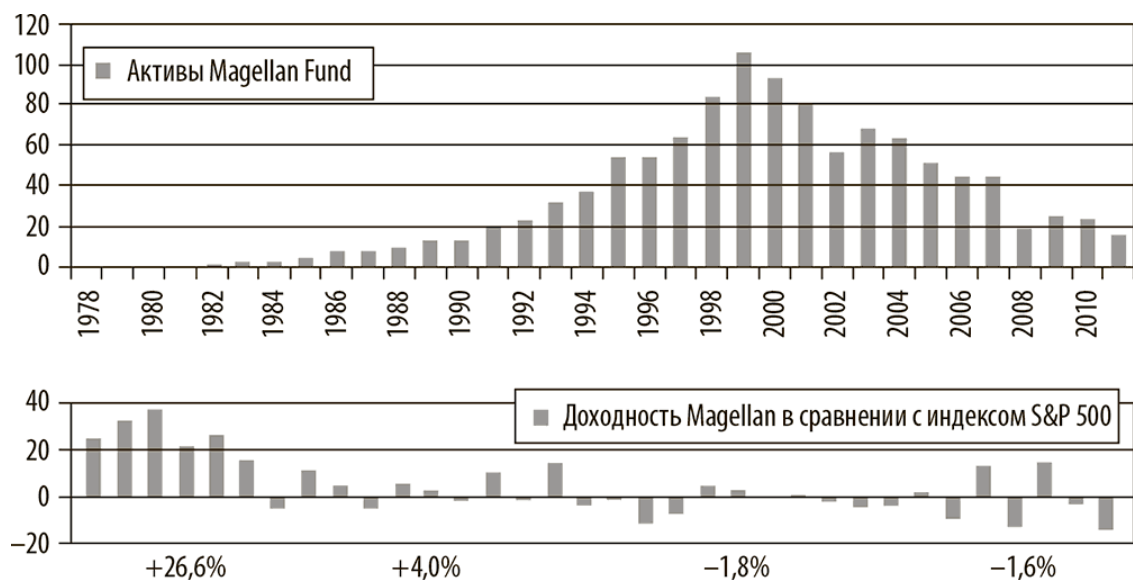
И хотя показатель даже в 20 % кажется мне высоким, дадим таким фондам 3 балла за разумное управление. Следующий рейтинг в 2 балла присвоим тем фондам, где этот показатель ниже текущей нормы в 30 %, а 1 балл – если уровень погашения паев составляет менее 50 %. Наконец, 0 баллов отходят тем фондам, чьи показатели превышают эту отметку. Важно сказать, что если уровень погашения паев достигает 100 % от величины активов фонда (а в эту группу попадают 1133 фонда акций), то компания, возможно, осуществляет жесткий маркет-тайминг⁷¹. Если хотите отнять баллы за разумное управление у тех, кто закрывает глаза на высокий уровень торговой активности, или, напротив, добавить баллы тем, кто добровольно установил нагрузку при погашении паев при коротком сроке владения ими, я буду только рад.

Стандарт 9. Ограничение размера фонда

Многие, если не большинство управляющих компаний, занимаются накоплением активов, чтобы увеличить свои доходы от гонораров. Но в сфере управления инвестициями, как известно, «ничто не проходит так быстро, как успех». Благодаря агрессивной рекламе фонды

⁷¹ Некоторое представление о заинтересованности фонда в служении долгосрочным инвесторам можно получить, проанализировав, какое количество сделок купли-продажи паев разрешено совершать участнику фонда в течение 12 месяцев. Две сделки – это мало (хотя мне эта величина кажется большой!). Если им разрешается совершить 8 и более сделок, то фонд не получает ни одного балла за разумное управление.

с высокой доходностью привлекают большие объемы инвестиций и наращивают «мышечную массу». Затем постепенно их инвестиционные возможности сокращаются, а влияние транзакций в их портфелях на цены покупки и продажи активов, напротив, увеличивается. В скором времени их способность показать «былой блеск» улетучивается. Прекрасным тому примером служит Magellan Fund, который в течение 10 лет был «крупнейшим бриллиантом в короне Fidelity». В период своей славы с 1978 по 1983 год среднегодовая доходность фонда была на 26 процентных пунктов выше 12 %-ной доходности индекса S&P 500. Это позволило увеличить активы фонда с 30 млн до 2 млрд долларов (см. рис. 5.3). Он также показывал неплохие результаты и в течение следующих 10 лет (+4 % к доходности индекса). Активы фонда выросли до 31 млрд долларов в 1992 году и до 102 млрд долларов в 1999 году. Но «импульс доходности» уже давно сошел на нет, и в результате Magellan показывал доходность ниже индекса в течение семи из последних 10 лет. В период с 1993 по 2012 год доходность фонда отставала от индекса в среднем на 2 % в год. К началу 2012-го активы фонда уменьшились до 15 млрд долларов⁷².



Источник: стратегический анализ Simfund/MF Desktop

Рис. 5.3. Magellan: слишком велик, чтобы преуспеть

Если фонды увеличивают свои активы так, что уже не могут эффективно управлять ими, то мы можем говорить о доминирующей роли торгашества. И принципы разумного управления уже не могут повлиять ни на скорость, ни на курс развития фонда. Если у некоторых фондов есть определенный иммунитет к тяготам «слишком большого, с точки зрения управления, размера» (например, у индексных фондов и иных фондов с очень низкой оборачиваемостью портфеля), то большинство таким иммунитетом не обладают. В связи с этим я бы присвоил 3 балла за разумное управление тем компаниям, которые не объявляют заранее об ограничении размера активов (а когда объявляют, то живут в соответствии с данными ограничениями!). Следующий рейтинг в 2 балла достается тем, кто в определенный момент времени «закрывает» свои фонды для новых инвесторов, чтобы сохранить инвестиционные характеристики для нынешних пайщиков. Затем 1 балл мы отдаем тем, кто «закрывает» фонды (даже если это происходит нечасто и слишком поздно) или, что еще

⁷² Питер Линч, чрезвычайно талантливый управляющий изначальным портфелем фонда, ушел в отставку в 1990 году; поэтому мы никогда не узнаем, насколько эффективно он мог бы управлять гигантскими активами фонда в конце 1990-х – начале 2000-х. Более подробно о (неизбежном) возвращении Magellan к среднему (RTM) речь пойдет в главе 8.

хуже, *заранее* объявляет об их «закрытии» для новых акционеров (само по себе это считается беспроигрышным способом *увеличения* денежных потоков). Наконец, 0 баллов получают те фонды, которые в процессе своего роста не заботятся об очевидных и практически неизбежных последствиях.

Стандарт 10. Опыт и стабильность управляющих портфелями

В процессе оценки разумности управления крайне важно выяснить, что происходит за кулисами управления фондами. Поступают ли управляющие действительно *разумно*? Непросто измерить доверие, уверенность и приверженность определенным принципам. Однако сведения о возрасте, образовании, профессиональном опыте и сроке пребывания в должности руководителей фондов и портфельных управляющих вполне доступны. Со своей стороны, я бы отдал голос в пользу «ветеранов индустрии», которые проработали в течение нескольких рыночных циклов, могут ясно и четко выразить свою философию и стратегию и сами управляют портфелями соответствующим образом. Обычно, как мне кажется, такие управляющие, вне зависимости от того, предпочитают они так называемые акции стоимости или акции роста, склонны ориентироваться на долгосрочное инвестирование.

Morningstar отмечает, что среднестатистический портфельный управляющий руководит фондом всего лишь *5 лет*. На мой взгляд, это далеко от принципов разумного управления. Возьмем типичного инвестора, который владеет паями в пяти фондах и не продает их (что маловероятно) в течение всего срока существования фонда. Если управляющая компания привлекает к работе 50 различных портфельных управляющих за 50 лет, то в этой ситуации пайщик скорее выбирает «продукт», а не доверительного управляющего. Учитывая это, я бы дал 3 балла тем управляющим, которые имеют 10– или 15-летний опыт работы и пребывания в должности. И не дал бы ни одного балла новым управляющим (за исключением некоторых особых случаев).

Несмотря на то что в первую очередь мы рассматриваем «управляющего портфелем», не стоит игнорировать фонды, которыми руководят *команды* или *инвестиционные комитеты*. Сегодня мы знаем, что многие, казалось бы, высококвалифицированные *звезды* портфельного управления на самом деле оказывались *кометами*. Спустя несколько лет пребывания в центре внимания они попросту «сгорели», а их «пепел» осыпался на Землю. Использование коллективного разума, как мне кажется, говорит о приверженности принципам разумного управления. Без особых колебаний я бы отдал 3 балла фондам, которыми руководят опытные инвестиционные комитеты.

Стандарт 11. Инсайдеры фонда владеют его паями

На мой взгляд, вполне можно доверять тем директорам фондов, исполнительным руководителям и управляющим портфелями, которые «сами едят то, что приготовили», – иными словами, инвестируют собственные средства в паи фондов, которыми руководят или управляют. При этом может допускаться владение паями и других фондов в составе той же группы. Некоторые компании доводят эту философию до крайности, требуя от сотрудников инвестировать *все* свои свободные средства в их фонды, хотя это не всегда возможно. В любом случае 3 балла за разумное руководство получают те управляющие, которые соответствуют данному требованию или приближаются к этому принципу «по духу», даже если не всегда соблюдают его «по букве». В конце концов, мы всегда можем ожидать, что разумный управляющий будет проявлять интерес к контролю над собственными активами. Если доля владения сотрудников фонда невелика или отсутствует вовсе, дадим такому фонду 0 баллов.

К сожалению, по данной теме мы не располагаем надежной информацией. Нет также требований о том, чтобы должностные лица и управляющие портфелями раскрывали сведения о своих вложениях в собственные фонды. Как стало известно после скандалов в индустрии, некоторые управляющие, например, занимались маркет-таймингом при заключении сделок с паями тех фондов, которыми они управляли. Сегодня SEC требует раскрытия информации о долях, принадлежащих управляющим портфелями, однако раскрытие сведений о сделках столь же необходимо. Если в ответ на ваши вопросы вы слышите «не ваше дело», то рассмотрите возможность инвестирования в те фонды, управленцы которых охотно рассказывают о своей политике, владении паями и своих сделках.

Что касается паев в фондах, принадлежащих директорам, то здесь по-прежнему существует огромный и необъяснимый информационный пробел. Каким-то образом Investment Company Institute удалось убедить SEC освободить директоров фондов от обязательства раскрывать данные о точном количестве паев, которыми они владеют. К слову сказать, это является стандартом для *всех* компаний, находящихся в публичном владении. Директора фондов должны сообщить только приблизительный размер в таких возможных формулировках: «не имеется»; «10 000 долларов или менее»; «10 000–50 000 долларов»; «50 000–100 000 долларов»; «свыше 100 000 долларов». Данная информация должна раскрываться в отношении паев как в их собственном фонде, так и в других фондах группы (*может быть*, это и лучше, чем не сообщать никаких сведений вообще).

Но почему инвестор не должен знать о том, что директор фонда увеличил свое вложение, скажем, со 101 000 долларов до 1 000 000 долларов? Или, что еще важнее, уменьшил его с 1 000 000 долларов до 101 000 долларов. К сожалению, эти сведения остаются для нас тайной. Любопытно, но и действующее законодательство говорит нам, что это «не наше дело». Кроме того, SEC полагает, что не следует раскрывать сведения о вознаграждениях, выплачиваемых исполнительному руководству взаимного фонда самим фондом и управляющей компанией (и вновь это отличается от стандарта, действующего для других публичных компаний). В целом наш вывод таков: чем скорее мы пересмотрим наши законы и будем требовать раскрытия точных, а не приблизительных сведений, тем лучше.

Стандарт 12. Организация управляющей компании

Когда я пришел в этот бизнес много лет назад, практически все управляющие компании были небольшими партнерствами или корпорациями. Их акции находились не в свободном обращении на рынке, а принадлежали руководству. Эти руководители всего на один шаг отстояли от фондов, которыми управляли компании, но считали себя фидуциариями, разумно распоряжающимися вверенными им активами. Они причисляли себя к профессиональным управляющим инвестициями. К 1958 году эта довольно прочная структура постепенно начала сдавать свои позиции. Как я писал в главе 3, стало возможным проводить публичное размещение акций управляющих компаний. Сразу же последовали их многочисленные IPO. В тот момент у управляющих возник соблазн сосредоточиться на стоимости акций *своей компании* и интересах *своих публичных собственников*, причем нередко в ущерб благополучию *пайщиков* фондов. Их основной целью стало накопление активов группой фондов и увеличение доли на рынке, рост доходов от комиссии за управление, агрессивный маркетинг и извлечение наибольшей прибыли.

Однако это было лишь начало, о чем я уже упоминал в предыдущей главе. Постепенно и публичные, и частные управляющие компании покупались гигантскими финансовыми конгломератами, которые отнюдь не стремились наращивать доходность капитала *инвесторов фонда*. В первую очередь они старались увеличить доходность *собственного* капитала. Если банк покупал управляющую компанию за 1 млрд долларов, то он должен был во что бы

то ни стало зарабатывать свои, скажем, 15 % на инвестированный капитал, то есть 150 млн долларов в год. В результате *коммерческие* интересы – продажи, маркетинг и максимизация выручки – взяли верх над *профессиональными* интересами – разумным управлением активами пайщиков.

Вы можете не соглашаться со мной, но я даю 3 балла за разумное управление тем компаниям, которые выбирают истинно взаимную структуру (до сих пор наш фонд является единственным на рынке), 2 балла – компаниям, остающимся в частных руках, и 1 балл – публичным компаниям. Если же вы согласны с тем, что дух разумного управления исчезает, когда управляющая компания находится в собственности конгломерата, далеко отстоящего от операций фонда, вы имеете все основания поставить 0 баллов фонду с подобной структурой.

Стандарт 13. Структура совета директоров

Истинную независимость независимых директоров взаимных фондов (не аффилированных с советником по инвестициям) невозможно измерить. Но мы можем изучить сведения об их профессиональной квалификации, предыдущих достижениях и опыте. Мы также можем измерить срок, в течение которого они занимают свои должности. Признаюсь, на данный момент я отдаю предпочтение директорам с большим стажем. Иначе как может директор приблизиться к пониманию своих обязанностей меньше чем за три года или, скажем, пять лет? И даже после этого, как директор 100 или 200 фондов может детально разбираться в работе каждого из них (или хотя бы запомнить их наименования!). Чрезвычайно высокий размер вознаграждения, выплачиваемого директорам, также является проблемой. Непропорционально большие компенсации могут склонить директора к тому, что в своей деятельности он в первую очередь будет заботиться об интересах руководства, которое и определяет его гонорар. Присвоение того или иного количества баллов в данном случае неизбежно неточно, оно основывается и на догадках, и на суждениях. Давайте использовать то и другое, отдавая по 3 балла тем фондам, которые в целом, как нам кажется, имеют хорошие показатели в этом отношении, и 0 баллов тем, кто должен исправиться. Соответственно, 1–2 балла присвоим компаниям в середине шкалы.

Стандарт 14. Председатель совета директоров фонда

Председатель совета директоров фонда – пост, дающий значительную потенциальную власть, которая почти никогда не используется. Председатель возглавляет совет директоров, определяет повестку дня и является (или предположительно является) основным лицом, отвечающим за управление фондом. С другой стороны, CEO обычно руководит компанией, управляющей фондом. С течением времени и ростом общественного внимания к независимости советов директоров во мне крепло убеждение в необходимости разделить должности председателя совета директоров и CEO фонда. Это позволит совету директоров оказывать влияние на руководство. (Дело в том, что мне довелось работать на обеих должностях в Wellington Management Company и в Vanguard. Но как говорил лорд Кейнс: «Когда меняются условия, меняются и мои мысли. И что с этим делать?») Давайте присвоим 3 балла фондам, которые пошли на разделение должностей, и 0 баллов тем, кто не избавился от этого внутреннего конфликта и где председатель совета директоров (или президент) *управляющей компании* также является председателем совета директоров *взаимного фонда*. Наконец, мы отдадим 1–2 балла компаниям, модель управления которых лежит между этими крайностями.

Стандарт 15. Нарушения законодательства

Нам следует узнать, насколько часто фонды и/или их управляющие компании попадали в те или иные неприятные ситуации с основными федеральными регулирующими органами: SEC, FINRA (Агентство по регулированию деятельности финансовых институтов; ранее NASD – Национальная ассоциация фондовых дилеров) или государственными комиссарами по ценным бумагам. Какие вопросы выносились на обсуждение и каковы были условия их решения? Нередко проблемы урегулировались с формулировкой: «Ответчик не согласился и не опроверг обвинения». (Лично мне это ни о чем не говорит. Должностные лица управляющей компании должны либо признать некорректность своих действий, либо опровергнуть обвинения перед судьей или коллегией суда.) Находятся ли эти нарушения в области гражданского или уголовного законодательства? Факты таковы, что пять крупнейших групп фондов не были замешаны в скандалах с маркет-таймингом, но только одна весьма уважаемая крупная компания столкнулась с существенными проблемами со стороны регулирующих органов и была оштрафована⁷³. Отдадим 3 балла компаниям, входящим в «белый список», и 0 баллов тем, кто сталкивался с серьезными проблемами в этом отношении. (Посмотрите на 4 примера, приведенные в блоке 5.1.)

Изучая других представителей индустрии фондов, думаю, вы обнаружите, что лишь немногие управляющие компании имеют коэффициент SQ выше 200 баллов. В массе своей их SQ составляет менее 75. По моему (весьма субъективному) мнению, можно *смело* делать ставку на то, что в ближайшие 10 лет первая группа обеспечит пайщикам значительно более высокую доходность, чем их конкуренты. В конечном счете компании, демонстрирующие верность принципам разумного управления, займут ведущее положение в отрасли. В свою очередь пайщики, заботящиеся о своих интересах, начнут «голосовать ногами» и смогут свернуть горы.

Призываю инвесторов проанализировать эти 15 элементов разумного управления и выбрать паи тех фондов, которые имеют хорошие показатели по всем статьям. Безусловно, ни один из этих стандартов не является абсолютно точным, поэтому вы можете смело добавлять элементы и делать собственные выводы. Но доверяйте свои инвестиции только тем управляющим, фонды которых демонстрируют баланс между разумным управлением и коммерцией – баланс, при котором профессиональные стандарты стоят выше деловых интересов. Показатель разумного управления (каким бы неопределенным и субъективным он ни был) предназначен для того, чтобы определить, в какой степени управляющие компании отвечают принципам фидуциарности и достойны вашего доверия.

⁷³ В 2008 году The Capital Group, управляющая компания American Funds, была оштрафована FINRA на 1 млн долларов за выплату фондами вознаграждения брокерам исходя из показанного ими объема продаж паев в фондах, что является нарушением правил FINRA. В апелляционной инстанции данное решение было оставлено в силе, но штраф был уменьшен до 100 000 долларов, и в основном потому, что «так поступали все». Теперь это стало любопытным фактом!

Есть ли «лисица в курятнике»?

Мой рейтинг показывает, что SQ Vanguard, составляющий 267 баллов (из 300 возможных), перекликается с оценкой значительно меньшего по размеру Longleaf (247 баллов). American Funds не добивает баллов из-за своего размера и проблем с регулируемыми органами. Очень низкая оценка Putnam (67) получена в результате анализа текущих данных (высокий уровень операционных затрат, высокая оборачиваемость, комиссия при продаже паев и нахождение в собственности у конгломерата). Последний пример отражает не только мое мнение. Статистическая служба Morningstar также присваивает рейтинги группам фондов с применением собственных «оценок за разумное управление». Vanguard имеет средний рейтинг «А» (при этом мы получили очень низкие оценки за «стимулирование управленцев», хотя я и не понимаю, что мы должны с этим делать!), American Funds – «А—», Longleaf – «В+» и Putnam – «В—». Их независимые рейтинги колеблются в пределах между «А» и «С» и примерно соответствуют моим рейтингам, приведенным в блоке 5.1.

Блок 5.1

Куда мудрец боится даже и ступить...⁷⁴

Несколько конкретных примеров

⁷⁴ * Данный заголовок говорит о моей нерешительности сравнивать Vanguard с нашими конкурентами.

Признак	Показатель разумного управления			
	Vanguard	American Funds	Longleaf	Putnam
1. Комиссия за управление и операционные затраты	3	2	2	0
2. Оборачиваемость портфеля акций	3	3	3	0
3. Диверсификация акций	3	2	2	1
4. Направление маркетинга	2	2	3	0
5. Реклама	3	3	3	0
6. Плата за продажи (или «полочное пространство»)	3	1	3	1
7. Комиссионные сборы	3	0	3	0
8. Лояльность пайщиков (погашение паев в процентном отношении от общей суммы активов)	3	3	3	1
9. Ограничение размера фонда	2	0	2	1
10. Опыт и стабильность управляющих портфелями	2	3	3	0
11. Инсайдеры фонда владеют его паями	2	3	3	1
12. Организация управляющей компании	3	2	2	0
13. Структура совета директоров	3	3	1	2
14. Председатель совета директоров фонда	2	2	1	2
15. Нарушения законодательства	3	0	3	1
ИТОГО	40	29	37	10
Показатель разумного управления	267	193	247	67

Присваивая тот или иной рейтинг, я полагался на свой анализ некоторых крупных и, как мне кажется, репрезентативных фондов, находящихся под управлением или под контролем каждой из четырех управляющих компаний. (Практически все ведущие группы фондов предлагают самые разные по своим целям, политике, стратегии и даже затратам фонды.) Хотя моя система достаточно сложна, кому-то она покажется несколько поверхностной. Если вы хотели бы провести более глубокий анализ, то можете принять во внимание не только 15 категорий, используемых мной для определения показателя разумного управления, но и другие факторы, которые вы сочтете существенными.

Образно говоря, читатель должен быть бдительным, когда видит «лисицу возле курятника». В связи с этим я чувствую некоторое смущение, выставя Vanguard высокие оценки по большинству из 15 параметров (но не по всем). Однако нельзя отрицать тот факт, что я основал Vanguard на основе истинно взаимной структуры, с намерением следовать самым высоким стандартам фидуциарных обязательств. Этот выбор отражает наша культура, ориентированная в первую очередь на интересы клиента. Именно такой подход я старался привить в компании, и даже 38 лет спустя эта культура во многом сохранилась. Безусловно, нельзя отрицать, что Vanguard: 1) предлагает самые низкие затраты в отрасли; 2) является основным сторонником индексных фондов широкого рынка с низкой оборачиваемостью; 3) предлагает пай без взимания комиссии; 4) испытывает высочайшую приверженность со сто-

роны пайщиков; и 5) не рекламирует доходность фондов. Все прочие факторы можно оспаривать. Так что спорьте и оспаривайте присвоенные мной рейтинги.

Vanguard выигрывает от использования индексных фондов и фондов с характеристиками, схожими с индексными. Мне это кажется очевидным. Доходность таких фондов предсказуема и соответствует доходности сопоставимых сегментов рынка акций и облигаций. В то же время все операции совершаются компанией практически по себестоимости. Эта стратегия стала основным фактором проверки нашей этики разумного управления. Контраст между традиционными активно управляемыми взаимными фондами и пассивно управляемыми индексными фондами – отдельная история. Отдельной темой для разговора является и то, каким образом индексные фонды, в основе которых лежит культура долгосрочного инвестирования, вытесняются с рынка индексными фондами, чья культура основана на краткосрочной спекуляции. Поговорим об этом в главе 6.

Глава 6

Индексные фонды

Возвышение крепости долгосрочного инвестирования и атаки со стороны краткосрочной спекуляции

Камень, который отвергли строители, соделался главою угла.
Псалом 117

Часть I

Краткая история первого взаимного индексного фонда: образец долгосрочного инвестирования

31 августа 1976 года официально создан первый в мире взаимный индексный фонд. Он был назван First Index Investment Trust и возник при поддержке группы инвестиционных компаний Vanguard, новой группы взаимных фондов, которая начала работу всего 16 месяцами ранее. Несмотря на то что на начальном этапе индексный фонд имел очень небольшой объем активов, агентство Morningstar недавно оценило сам факт его создания такими словами: «Это было судьбоносное событие в мире инвестирования... революция, которая продолжается и сегодня». Со дня его создания прошло почти 36 лет. То, что я когда-то считал образцом долгосрочного инвестирования, сегодня превратилось в крупнейший пул акций в мире. Сейчас фонд носит название Vanguard 500 Index Fund. Этот взаимный индексный фонд в его шестом по счету воплощении имеет активы, размер которых превышает 205 млрд долларов.

На Уолл-стрит индексный фонд не был популярной идеей. Мысль о том, что пассивное управление даст лучшие результаты, чем управление активное, критиковалась и считалась абсурдной. До того времени универсальной стратегией в индустрии взаимных фондов было активное управление, а первый индексный фонд называли «глупостью Богла». Индексные фонды описывались как «неамериканские». Но сегодня они пользуются чрезвычайно широкой поддержкой, пусть и неохотно. В настоящее время активы индексных фондов достигли огромной суммы в 2,4 трлн долларов, то есть составляют одну четвертую часть от активов всех взаимных фондов акций. И при этом имеется устойчивая тенденция к увеличению их доли. В течение последних пяти лет, в то время как отток капитала из активно управляемых фондов акций составил 372 млрд долларов, приток капитала в индексные фонды акций оказался на уровне 571 млрд долларов. Индексация однозначно является идеей, время для реализации которой настало. Урок, содержащийся в псалме, использованном в качестве эпиграфа, это поясняет: «Камень, который отвергли строители, соделался главою угла».

Во время разработки индексного фонда коллеги из Vanguard разделяли мою уверенность в том, что индексация (привязка к индексам) в итоге изменит облик индустрии взаимных фондов. В конце концов, взаимные фонды акций (как группа) были созданы для того, чтобы следовать за доходностью широкого рынка акций, но только до вычета их достаточно высоких затрат. Эти затраты включают комиссию за управление и операционные затраты (до 1,5 % от суммы активов в год); существенную комиссию при продаже паев, уплачивае-

мую брокерам; затраты на оборачиваемость портфеля (часто без информирования об этом); дополнительные налоговые издержки, которые несут пайщики активно управляемых фондов. Если учесть все статьи, то затраты на активное управление могут достигать 3 % в год после уплаты налогов. Это практически однозначно свидетельствует о том, что инвесторы в активно управляемые фонды (как группа) получают значительно меньшую доходность, чем доходность рынка в целом.

Создание первого индексного фонда. Первый индексный фонд, созданный на основе индекса Standard & Poor's 500, напротив: 1) не должен платить комиссию за консультационные услуги, поскольку не нуждается в активном управлении; 2) как предполагалось, будет иметь уровень операционных затрат в 0,3 % в год (к 2011 году операционные затраты пайщиков индексного фонда Vanguard 500 понизились до 0,06 %, или «6 базисных пунктов»); 3) после IPO паев должен отменить все комиссии; 4) будет нести минимальные затраты на оборачиваемость портфеля; и 5) будет иметь высокую налоговую эффективность. В результате индексный фонд практически гарантирует, что его участники будут получать свою справедливую долю доходности широкого рынка акций даже после вычета незначительных затрат.

Среди моих партнеров по разработке инвестиционной концепции и плана маркетинга для индексного фонда был Джеймс Рип, в то время яркий молодой бизнесмен. Впоследствии он станет очень уважаемым руководителем в отрасли, председателем Investment Company Institute и управляющим директором T. Rowe Price. Еще одним моим партнером был молодой выпускник Принстонского университета, получивший также степень MBA в Уортонской школе бизнеса, Ян Твардовски, который затем займет пост президента Frank Russell Securities Company. Он прекрасно выполнил всю статистическую работу, которая была необходима для того, чтобы разработанная нами концепция индексного фонда была полной, точной и профессиональной. В начале лета 1975 года мы втроем с энтузиазмом взялись за работу. На заседании совета директоров 18 сентября 1975 года я представил директорам Vanguard официальное предложение.

На том заседании основная дискуссия развернулась вокруг того, входит ли такое уникальное предприятие в сферу компетенции нашей новой компании. Учрежденная менее года назад Vanguard не могла заниматься инвестиционным консалтингом или оказывать услуги маркетинга. Наши полномочия ограничивались оказанием административных услуг всем видам фондов, но даже такие ограниченные полномочия были завоеваны после значительной внутренней борьбы. Тем не менее мы смогли убедить совет директоров в том, что в данном случае не будет необходимости в инвестиционном консалтинге, а также что андеррайтинг может быть проведен внешним синдикатом брокерских компаний.

Мы представили совету директоров таблицу, в которой были собраны исторические данные: средняя годовая доходность всех взаимных фондов акций за период с 1945 по 1975 год составляла +9,7 % по сравнению с доходностью индекса S&P 500 в +11,3 %. Следовательно, индекс давал дополнительную годовую доходность в 1,6 процентного пункта. Эта, как может показаться, небольшая процентная разница подтверждала обоснованное и имеющее запас прочности преимущество индексного фонда в долгосрочной перспективе.

Эта процентная маржа сама по себе была весьма убедительной. Но чтобы донести нашу идею до сознания слушателей, мы взяли первоначальную сумму инвестиций в индексный и в стандартный фонды в размере 1 млн долларов, а затем рассчитали доходность вложения по сложной ставке процентов за 30 полных лет. Результатом индексного фонда было 24 024 000 долларов, а стандартного взаимного фонда – 15 387 000 долларов. Разница была колоссальной и составляла почти 9 млн долларов. Этот невероятный результат объяснялся *магией капитализации доходов*, которая сокрушила (как я потом буду описывать этот феномен) *тиранию капитализации затрат*. (Ежегодная доходность и накопленная доходность показаны в [приложении II](#).)

В те дни единственным способом привлечения капитала в новый взаимный фонд было убедить инвестиционные банки с Уолл-стрит выступить гарантами IPO паев. В связи с нашим индексным фондом я потратил многие месяцы, стараясь создать синдикат, и в итоге убедил четырех крупнейших розничных брокеров на Уолл-стрит – Dean Witter; Bache Halsey Stuart; Paine, Webber, Jackson & Curtis и Reynolds Securities – встать во главе этого процесса. (По иронии судьбы, на сегодняшний день не существует ни одной из этих компаний.) Успешное размещение – а целью было привлечь 150 млн долларов – казалось легко достижимым. По крайней мере, мы так думали.

Но этого не случилось. Официальное размещение паев First Index Investment Trust позволило привлечь всего 11,3 млн долларов, то есть на 93 % меньше определенного нами целевого уровня. Столь небольшой капитал был недостаточен для того, чтобы Trust мог приобрести акции всех 500 компаний, входящих в расчет индекса S&P 500. Когда гаранты размещения сообщили мне о провале, они предложили отозвать паи и аннулировать сделки. Я помню, что сказал: «Нет, этого мы делать не будем. Разве вы не понимаете, что у нас есть первый в мире индексный фонд?»

Профессор, студент и индексный фонд

Лауреат Нобелевской премии экономист Пол Самуэльсон сыграл определяющую роль в создании первого индексного фонда. За 25 лет до его создания, в 1951 году, я говорил об идее индексного фонда в своей выпускной работе в Принстонском университете, называвшейся «Экономическая роль инвестиционной компании» (The Economic Role of the Investment Company). Мне всегда нравились революционные идеи, бросающие вызов сложившемуся положению дел, и я часто старался идти наименее проторенными дорогами. И да, как говорил Роберт Фрост, «в этом-то и состояла разница». Доктор Самуэльсон был значительно более прямым и убедительным. Он *требовал* индексный фонд. Его слова укрепили мою решимость взяться за эту трудную задачу: формирование отрасли.

Осенью 1974 года в первом выпуске «Журнала портфельного менеджмента» (Journal of Portfolio Management) вышла передовая статья доктора Самуэльсона «Вызов здравому смыслу» (Challenge to Judgment). Она застала меня в самый подходящий момент⁷⁵. Профессор говорил о том, что, «по крайней мере, некоторые крупные фонды формировали свои портфели в соответствии с индексом S&P 500. Даже если это и делалось для того, чтобы создать примитивную модель, на основе которой их “стрелки” могли проверять свою меткость... Американская экономическая ассоциация (American Economic Association) могла бы тоже предусмотреть создание для своих инвесторов фонда без нагрузки и комиссии за управления, а также практически с нулевой оборачиваемостью портфеля». При этом он отмечал, что практически непреодолимая трудность состоит в том, что «среди 20 000 экономистов будет сложнее найти сверхбогатых людей, чем среди 20 000 хиропрактиков»⁷⁶. Он ясно и четко сформулировал цель: *кто-нибудь когда-нибудь* должен создать индексный фонд.

⁷⁵ Год спустя еще одна статья под названием «Проигрышная игра» (The Loser's Game), принадлежавшая перу эксперта по инвестициям Чарльза Эллиса и изданная в Financial Analysts Journal, также послужила для меня источником вдохновения. Еще раньше, в первом издании своей книги «Случайное блуждание по Уолл-стрит» (A Random Walk Down Wall Street), в 1973 году профессор Принстонского университета Бертон Малкиел также ставил перед пионерами индустрии эту задачу: «создание взаимного фонда, который бы просто покупал акции сотен компаний, чтобы достичь средней доходности по рынку». Увы, я прочел эту книгу только в начале 1980-х. В названии книги A Random Walk Down Wall Street заключена игра слов. «Random Walk» имеет значения «случайная прогулка» и «случайное блуждание», математический термин. Согласно теории случайных блужданий, приверженцем которой является Бертон Малкиел, стоимость ценных бумаг изменяется случайным образом вокруг ее объективного значения. *Прим. науч. ред.*

⁷⁶ Специалисты по мануальной терапии, лечащие прикосновением рук. *Прим. науч. ред.*

Задача была поставлена, и я более не мог находиться в стороне. Несмотря на то что все наши конкуренты имели *возможность* создать индексный фонд, только у Vanguard была *мотивация* сделать это. По причинам, которые я изложил в предыдущей главе, новая Vanguard Group должна была встать в авангарде этой новой концепции, которая была простой, элегантной и логичной. Почему? Потому что нашей целью было предложить широко диверсифицированные фонды, работающие с минимальными издержками и ориентированные на долгосрочное инвестирование. Мы были единственной группой взаимных фондов с истинно взаимной структурой, и индексный фонд нам прекрасно подходил. Это был брак, заключенный на небесах. Сама идея подтверждалась безошибочными данными о доходности фондов в сравнении с индексом S&P 500, собранными мной за последние три десятилетия.

Простая арифметика: бесспорный вывод. Некоторые наблюдатели говорили о том, что в основе пассивной стратегии инвестирования лежат две различные интеллектуальные идеи. Ученые и студенты, искушенные исследователи рынка, которых мы сегодня называем «квантами», пользуются гипотезой эффективного рынка (Efficient Market Hypothesis – ЕМН, автором которой в середине 1960-х стал профессор Чикагского университета Юджин Фама). Эта теория гласит, что поскольку цена акций является отражением информированного мнения множества инвесторов, то она неизменно справедлива.

Но, как я часто упоминал, мы не полагаемся на ЕМН в своих убеждениях. В конце концов, иногда рынки высокоэффективны, иногда – чрезвычайно неэффективны, и нам трудно понять разницу. Мы скорее полагаемся на теорию, которая не только более убедительна, но и более универсальна. Гипотеза о значении затрат (Cost Matters Hypothesis – СМН) – вот что необходимо для объяснения того, почему привязка к индексам должна и будет работать. Действительно, СМН позволяет нам с достаточной точностью количественно показать, *насколько хорошо* она действует. *Вне зависимости от того, является ли эффективным сам рынок, сила СМН остается неизменной.* Как я уже говорил в предыдущих главах, *валовая доходность* фондового рынка за вычетом (высоких) затрат на получение такой доходности равна *чистой* доходности, фактически получаемой инвесторами. Да, все *так* просто⁷⁷.

Это был шанс всей моей жизни: сразу доказать, что индексация будет работать на практике так же, как и в теории, и работать эффективно. И это станет прекрасным стартом для компании как для пионера нового этапа развития отрасли. В конце концов, Vanguard означает, помимо прочего, «лидер нового тренда». Благодаря вдохновению, почерпнутому у доктора Самуэльсона, а также удаче и упорной работе идея, зародившаяся в моей голове и озвученная в принстонской диссертации, наконец, стала реальностью (блок 6.1).

Блок 6.1

Идеи и их реализация

Идей существует великое множество, все дело в их реализации. Мы повторяли это как мантру на протяжении всей моей карьеры. Естественно, это не могло не повлиять на создание первого в мире взаимного индексного фонда.

⁷⁷ Мой образ мыслей в течение долгого времени определял популярный принцип XV века, известный как «бритва Оккама» (по имени английского философа Уильяма Оккама): «При наличии нескольких вариантов решения проблемы выбирать нужно самый простой из них».

Еще в 1951 году я впервые высказал примерную идею индексного фонда. После анализа статистики доходности взаимных фондов и ее сравнения с различными фондовыми индексами в диссертации в Принстонском университете я пришел к выводу о том, что взаимные фонды не должны «говорить о своем превосходстве над средней доходностью рынка в целом». Некоторые позднее интерпретировали эту идею как своего рода предтечу моего дальнейшего интереса к индексному фонду, который отражал бы структуру фондового рынка. Если честно, я не знаю, действительно ли это так. Но если бы меня спросили, когда же было посеяно зерно, из которого впоследствии вырос индексный фонд, то это был именно тот момент. Это зерно вскоре дало всходы в виде моего предложения, представленного совету директоров Vanguard в 1975 году, о создании первого взаимного индексного фонда на основе индекса S&P 500.

К концу 1960-х многие аналитики и ученые начали серьезно разрабатывать идею индексации. В 1969–1971 годах Wells Fargo Bank, использовавший в работе сложные математические модели, предложил принципы и методы, с помощью которых создал собственную модель инвестирования на основе индексов. Джон Маккоун, Уильям Фоуз и Джеймс Вертин возглавили работу банка в этом направлении. Джон Маккоун так говорил об этом: «До того как у нас появились компьютеры, данные и хорошие модели, мы не могли понять, какие методики были верными, а какие нет. Мы многое упускали, но смогли сформировать четкую идею». На основе их работы в 1971 году был создан индексный счет в 6 млн долларов для пенсионного фонда Samsonite Corporation.

Идея была хороша, но ее реализация, по мнению некоторых, обернулась «полным кошмаром». Поскольку стратегия была основана на взвешенном по рыночной капитализации индексе Нью-Йоркской фондовой биржи (NYSE), она требовала «утомительного фиксирования данных и скрупулезных подсчетов, а также ежедневного управления». Стратегия провалилась, и в 1976 году от нее отказались. Новым индексом, который был выбран, естественно, стал *взвешенный по рыночной капитализации* S&P 500, то есть тот же самый индекс, который мы выбрали в качестве стандарта для нового предложения Vanguard годом ранее. Wells Fargo использовал новую стратегию для пенсионных фондов своих клиентов, а затем – для Illinois Bell.

В 1971 году бостонская компания Batterymarch Financial Management независимо приняла решение предложить идею инвестирования на основе индексов своим клиентам. Разработчиками выступили Джереми Грэнтхем и Дин ле Барон, два основателя компании. Грэнтхем описывал эту идею на семинаре в Гарвардской школе бизнеса в 1971 году, но не нашел последователей. За свои усилия в 1972 году Batterymarch получила «Премия за сомнительные достижения» от журнала Pensions & Investments. Через два года, в декабре 1974-го, компании наконец удалось привлечь первого клиента.

К тому моменту чикагский American National Bank создал общий траст, также построенный на модели индекса S&P 500, минимальное вложение в который составляло 100 000 долларов. Начался переход от теории – вышедшей из стен этих трех компаний, ставших ее первыми сторонниками среди профессионалов – к практике.

Следует отметить и еще несколько попыток создания индексного фонда, которые провалились. В 2002 году бывший глава American Express Джордж Миллер направил мне письмо с вложением копии предварительного варианта проспекта эмиссии The Index Fund of America, который был представлен American Express в SEC 22 февраля 1974 года. Фонд был «свободно смоделирован» на основе индекса S&P 500 и требовал первоначальных инвестиций в 1 млн долларов. Но еще до конца года руководство American Express утратило интерес к этой идее. Предложение было отозвано, а проект заброшен.

В сентябре 2011 года The Wall Street Journal опубликовала письмо к редактору, написанное г-ном Миллером. В письме кратко описывалась эта история. К тому времени появился еще один претендент на звание создателя индексного фонда. CEO TIAA-CREF рассказал о том, что еще в 1971 году компания получила письмо от Нобелевского лауреата, экономиста Милтона Фридмана, который входил в состав совета директоров CREF (College Retirement Equities Fund). Доктор Фридман предложил при расчете переменного аннуитета CREF отказаться от инвестиционного анализа и «использовать механическую формулу, в соответствии с которой CREF будет просто согласовываться с индексом Standard & Poor's 500». Эта идея также не получила своего развития и не была реализована.

Эта долгая история развития концепции индексного фонда подтверждает мой тезис о том, что дело не в самой идее, а в ее воплощении. Именно воплощение в конце концов определяет успех. Всем этим попыткам мы можем поставить 5 баллов за идею и единицу за воплощение. И только Vanguard достигла наивысшей оценки по обоим показателям, которая была необходима для успеха: идея «5», реализация «5».

Колонка доктора Самуэльсона в Newsweek. Первоначально размещение паев было благосклонно воспринято прессой, но в материалах не содержалось ни единого намека на то, что индексный фонд являл собой новую эру развития отрасли взаимных фондов. С наибольшим энтузиазмом это событие комментировал сам профессор Самуэльсон. В своей колонке в Newsweek в августе 1976 года он выразил восхищение тем, что наконец последовал ответ на поставленную им ранее задачу: создание индексного фонда, который «отражает весь рынок в целом, не требует уплаты комиссии при продаже паев и ограничивает комиссионные, оборачиваемость и комиссию за управление необходимым минимумом».

Такой фонд явно вырисовывался в перспективе. «Даже раньше, чем я осмеливался предположить, – писал он, – моя горячая молитва удостоилась отклика. И вот, как я могу заключить, глядя на новый хрустящий проспект, на рынок выходит First Index Investment Trust». Он согласился с тем, что фонд соответствовал только пяти из шести выдвинутых им требований: 1) доступность для инвесторов среднего достатка; 2) предложение, соответствующее индексу широкого рынка акций S&P 500; 3) очень низкие показатели годовых затрат; 4) очень низкая оборачиваемость портфеля; 5) «наконец, лучшее – широчайшая диверсификация, необходимая для максимального увеличения средней доходности при минимальных изменениях состава и волатильности портфеля».

Его шестое требование – чтобы фонд не взимал комиссионных – не было выполнено. Но, как он благосклонно пояснил: «Молитвы профессора редко исполняются в полном объеме». Так получилось, что его последнее пожелание было исполнено всего через 6 месяцев, когда в феврале 1977 года все фонды Vanguard отменили комиссию при продажах и совершили беспрецедентный переход на «некомиссионную» систему продажи паев.

Долгая история отношений. Что любопытно, взаимоотношения достаточно умного, но едва ли блестящего студента колледжа с «ведущим экономистом XX века» (как назвала доктора Самуэльсона The New York Times) начались задолго до этого. В начале второго года обучения в Принстонском университете нашим учебником было первое издание работы доктора Самуэльсона «Экономика: вводный анализ» (Economics: An Introductory Analysis). (Мой экземпляр с пометками до сих пор украшает личную библиотеку.) На тот момент книга показалась для меня слишком сложной, и не могу сказать, что она сослужила мне хорошую службу, когда я впервые столкнулся с этим, тогда новым для меня предметом. Во время промежуточной аттестации, осенью 1948 года, я получил 4+ (D+, если говорить сегодняшним языком). Я должен был получать в среднем не менее 3– (C—), чтобы не потерять предоставленную мне университетом стипендию. Если бы я не улучшил свои результаты к концу семестра, моя университетская карьера была бы окончена.

Упорно поработав, я сумел получить оценку, столь необходимую мне в конце семестра, – ту самую желанную «3», хотя и весьма слабую. Мои результаты продолжали улучшаться. Большое спасибо той высокой оценке, которую я получил за свою промежуточную работу, посвященную индустрии взаимных фондов (как далека она была от макроэкономики доктора Самуэльсона!). Я окончил факультет экономики с отличием. 5 июля 1951 года я пришел в отрасль взаимных фондов, присоединившись к передовой компании Уолтера Моргана Wellington Management.

Бесценное замечание. Столь скромно начавшиеся в 1948 году и закрепленные благодаря его поддержке первого взаимного индексного фонда в 1975 году, мои отношения с Полом Самуэльсоном становились все более близкими и теплыми. В 1993 году я попросил его дать свой отзыв на мою первую книгу «Богл о взаимных фондах» (Bogle on Mutual Funds). Он колебался. Но, к моему величайшему удивлению, сказал мне, что хотел бы написать предисловие к ней. Некоторые выдержки из этого текста я привожу здесь:

«Тот же министр здравоохранения, который потребовал писать на сигаретных пачках “Предупреждение: данный продукт может нанести вред вашему здоровью”, должен потребовать написать то же самое на 99 из сотни книг, посвященных личным финансам. Исключения встречаются чрезвычайно редко. “Разумный инвестор” (The Intelligent Investor) Бенджамина Грэхема – одно из них. Теперь я с гордостью могу сказать, что книга “Богл о взаимных фондах” еще одно исключение... Я никоим образом не связан с группой фондов Vanguard, а всего лишь был одним из первых ее инвесторов, вместе со многими после меня. В связи с этим мое мнение в пользу предложений Богла как независимого свидетеля в суде, возможно, будет иметь определенный вес. Джон Богл изменил основы отрасли в наилучшем ключе. Это можно сказать лишь об очень немногих из нас».

Взаимное восхищение. За 61 год нашего знакомства мы встречались с Полом Самуэльсоном лично, пожалуй, всего раз шесть. Но он часто присылал мне свои заметки и иногда звонил в офис. Каждый раз, когда раздавался его звонок, я быстро хватал блокнот и ручку, потому что знал: сейчас он будет со скоростью пулемета диктовать свои идеи в отношении того, как в большом и малом улучшить первый в мире индексный фонд. Сначала я смущался (а как же!), но с течением времени я смог оценить не только его блестящий ум, но и его теплоту, дружелюбие, необычное чувство юмора и его терпение в общении с людьми, не обладавшими столь мощным умом, как его собственный.

Мне вспоминается одна записка, датированная «серединой лета». В конце июня 2005 года Пол Самуэльсон написал: «Любой, даже самый незначительный совет вам более чем

щедро вознаграждается тем, что Vanguard сделал для моих 6 детей и 15 внуков. Да благословит вас Дарвин!» Наше взаимное восхищение достигло кульминации, когда с разрешения Пола Самуэльсона я посвятил ему свою книгу «Руководство разумного инвестора: надежный способ получения прибыли на фондовом рынке» (The Little Book of Common Sense Investing: The Only Way to Guarantee Your Fair Share of Stock Market Returns), написанную мной в 2007 году. Последние слова посвящения я привожу здесь: «Сегодня, в возрасте 92 лет, он остается моим учителем, моим вдохновителем, моим светочем». Даже после того, как его долгая жизнь оборвалась в 2009 году, он продолжает вдохновлять меня.

Простая идея превращается в блестящую реальность. На сегодняшний день стоимость активов фондов Vanguard на основе индекса S&P 500 превышает 200 млрд долларов, что в совокупности превращает их в самый крупный фонд акций в мире. На втором месте стоят индексные фонды широкого рынка Vanguard (Vanguard Total Stock Market Index funds), активы которых оцениваются в 180 млрд долларов. В портфеле фонда преобладают акции компаний высокой капитализации в составе индекса S&P 500. Но есть акции и ряда компаний средней и малой капитализации. Очевидно, что инвесторы одобряют концепцию формирования наших индексных фондов и ее реализацию, поскольку проголосовали за них «своими кошельками» и продолжают это делать.

Безусловно, самая громкая похвала Пола Самуэльсона в адрес индексных фондов прозвучала в его речи перед Бостонским обществом аналитиков по ценным бумагам (Boston Security Analysts Society) 15 ноября 2005 года: «Я могу поставить это изобретение Богла в один ряд с изобретением колеса, алфавита, печатного станка Гутенберга, вина и сыра. Этот взаимный фонд не сделал Богла богатым, но он увеличил долгосрочную доходность пайщиков взаимных фондов. Это нечто новое в нашем мире». Эти слова, произнесенные большим интеллектуалом о простом смертном, который не может похвастаться чрезвычайно острым умом, но обладает любознательностью и непреклонной решимостью, стали для меня лучшей наградой в карьере.

Экономика, как можно заметить, выбирает себе весьма странных партнеров. Но профессор и студент, объединив усилия, смогли дать миру первый взаимный индексный фонд.

Триумф индексации

Создание индексного фонда Vanguard в 1975 году вызвало огромное количество негативных и презрительных отзывов. Однако какого-либо ответа со стороны конкурентов не последовало – индустрии, как говорится, «было наплевать на это». Действительно, второй в отрасли индексный фонд был сформирован только 9 лет спустя. В 1984 году Wells Fargo создала Stagecoach Corporate Stock Fund. Но этот фонд взимал комиссию при первичной продаже паев в размере 4,5 % и имел годовой уровень операционных затрат в 1 % (имея такие затраты, он не заслуживал успеха). Он неизбежно начал отставать от того самого индекса, который должен был воспроизводить⁷⁸. Сегодня он известен как Wells Fargo Advantage Index Fund, его активы немного не дотягивают до 130 млн долларов – это лишь капля в «море активов индексных фондов».

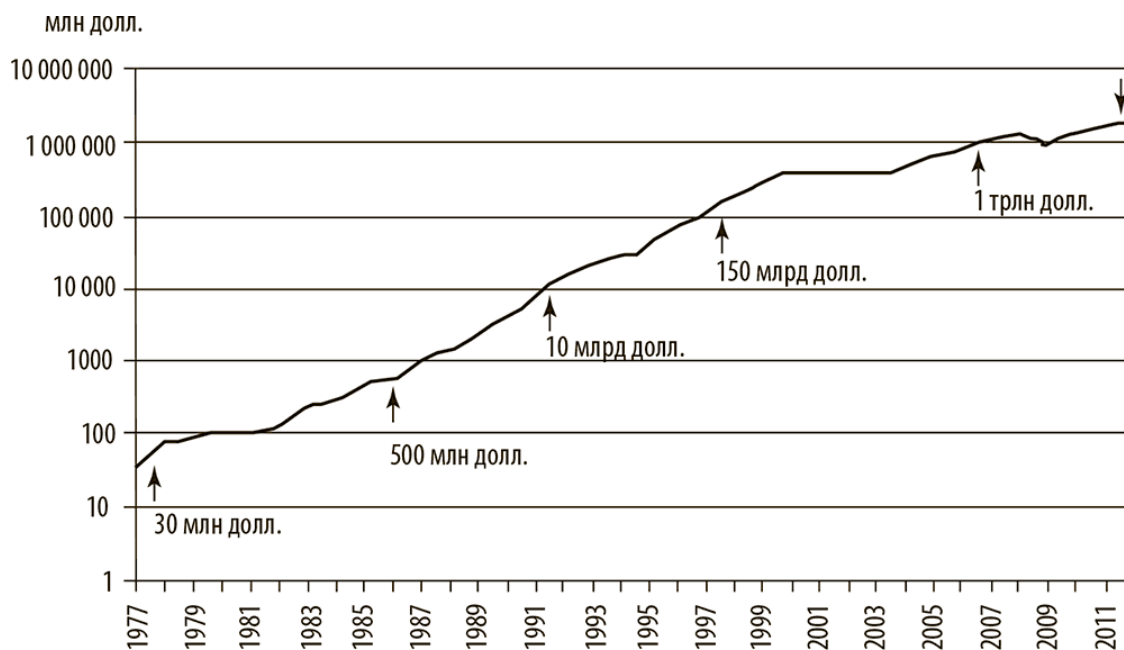
В 1986 году главное предложение паев индексного фонда исходило от Colonial Index Trust, который взимал комиссионные в размере 4,75 %. Широкому кругу инвесторов предлагался индексный фонд, изначально «обреченный на неудачу» из-за комиссии при первичной продаже паев. Кроме того, в связи с операционными затратами в 1,50 % его отставание увеличивалось бы с каждым последующим годом. Рынок отнесся к появлению нового фонда

⁷⁸ Высокие издержки пресс-секретарь Wells Fargo оправдывал следующим: «Мы [управляющая компания] можем зарабатывать много денег; фонд является нашей дойной коровой».

с предубеждением. Неудачный фонд сумел привлечь лишь незначительный капитал и ушел с рынка в 1993 году.

В течение долгих 10 лет индексация представляла собой лишь крошечную часть активов взаимных фондов – менее половины процента на конец 1986 года. Тем не менее существовали явные признаки оживления в секторе частных пенсионных фондов, где индексация сумела привлечь почти 15 % активов. Начала формироваться тенденция к распространению индексации.

Если изначально мало кто одобрял взаимные фонды, то со временем увлечение ими переросло в лавинообразный процесс. Активы индексных фондов акций за 9 лет выросли в 6 раз с 11 млн долларов в 1976 году (0,3 % от общей суммы активов всех фондов акций) до 600 млн долларов (0,4 %), а затем – до 91 млрд долларов в 1996 году (при этом их доля составила 5,5 %). К 2001 году размер активов индексных фондов увеличился до 340 млрд (с долей в 11 %), а в начале 2012 года достиг отметки в 1,1 трлн долларов. То есть доля их активов составляла уже 28 % от общей суммы активов фондов акций (см. рис. 6.1). Триумф индексации вряд ли мог быть более очевидным.



Источник: Morningstar (1977–1984), стратегический анализ (с 1984 года)

Рис. 6.1. Распространение индексации: рост активов взаимных индексных фондов (1977–2012 годы)

Сила простоты. Что делает индексные фонды привлекательными как для институциональных, так и для частных инвесторов – это их простота. На первом этапе они в основном владели акциями широкого рынка акций США, следуя индексу S&P 500. Идея была такова: покупайте акции широкого рынка и владейте ими пожизненно (по крайней мере, до выхода на пенсию). Пусть управляющие портфелями приходят и уходят, вас это не должно волновать. Не пытайтесь угадать, какой управляющий окажется удачлив или умен, чтобы в течение какого-то периода демонстрировать доходность выше рынка. Владейте паями индексного фонда, устройте свою жизнь вне мира финансов и расслабьтесь⁷⁹.

⁷⁹ Среднестатистический инвестор владеет паями приблизительно в четырех взаимных индексных фондах; среднестатистический управляющий фондом занимает свой пост 3–5 лет; скажем, при сроке владения паями в 60 лет портфелем инвестора будут управлять примерно 50 различных управляющих. Мне кажется немыслимым, что в такой ситуации инве-

Плохо это или хорошо, но с развитием индексных фондов появилось некоторое их разнообразие. Если в первые годы своего существования все индексные фонды строились на основе S&P 500, то вскоре индексация охватила весь фондовый рынок США (и это замечательно). Затем она проникла в различные сектора рынка, такие как акции роста и акции стоимости; акции компаний высокой, средней и низкой капитализации; затем процесс перекинулся на развитые международные рынки, после чего – на развивающиеся. Все это не особенно меня беспокоило. В начале 1990-х на арену вышла новая линейка индексных фондов. Традиционный индексный фонд (TIF), пай в котором можно было купить или продать путем погашения в конце любого торгового дня, стал вытесняться новым биржевым фондом (ETF). В последнем пай можно было купить и продать в любой момент в течение торгового дня. При этом ETF предлагали широкий спектр фондов с еще более узкой рыночной сегментацией. Меня всерьез обеспокоила эта тенденция⁸⁰.

Так или иначе, на сегодняшний день на рынке есть два вида индексных фондов (которые имеют на удивление мало точек пересечения в портфелях, предлагаемых ими). Давайте сначала рассмотрим TIF, состав портфеля которых на начало 2012 года выглядел так, как это представлено в табл. 6.1.

Табл. 6.1

Традиционные индексные фонды акций сегодня: преобладание долгосрочных портфелей

стор даже приблизится к доходности, которую показывает индексный фонд.

⁸⁰ За последние 10 лет TIF стали выражением нового подхода к индексации, что подтвердило зарождение доминирующего на сегодняшний день вида индексных фондов. Как вы увидите, структура активов TIF, представленная в табл. 6.4, сильно отличается от структуры активов TIF, представленной в табл. 6.1.

Тип	Количество портфелей	Общий размер активов (млн долл.)
Фонды на основе индекса S&P 500	51	304 855
Фонды на основе индексов общего рынка	9	180 200
Итого фонды на основе индексов широкого рынка	60	485 055
«Завершенные» индексные фонды	5	23 459
Фонды акций базовых отраслей / акций роста / акций стоимости		
Фонды акций компаний высокой капитализации	36	47 077
Фонды акций компаний средней капитализации	19	33 780
Фонды акций компаний малой капитализации	25	40 510
Итого фонды акций компаний высокой/средней/малой капитализации	80	121 367
Фонды акций компаний развитых рынков	33	99 589
Фонды акций компаний развивающихся рынков	5	14 140
Итого фонды акций иностранных компаний	38	113 729
Прочие фонды	34	27 309
Итого традиционные индексные фонды акций	217	770 919

Данная таблица достойна анализа на многих уровнях. Прежде всего, активы индексных фондов широкого рынка США, созданных с ориентацией на пожизненное (в течение всего периода жизни фонда) владение паями, составляют 485 млрд долларов (почти 65 % от всех активов TIF). Если мы учтем еще три вида фондов – 1) «завершенные» фонды, которые создаются для комбинирования с фондами на основе индекса S&P 500, чтобы охватить весь рынок; 2) фонды акций компаний с высокой капитализацией различных стилей инвестирования (охватывают все компании с высокой капитализацией на фондовом рынке); 3) индексные фонды, инвестирующие в развитые рынки, – то общее количество фондов вырастет до 134, а размер их активов – до 655 млрд долларов. Индексные фонды широкого рынка, таким образом, представляют почти 90 % от общего размера активов TIF (равного 770 млрд долларов). Преобладание на рынке традиционных индексных фондов говорит о том, что ориентация на долгосрочное инвестирование, на которой строилась модель работы первого индексного фонда, остается основой мировоззрения и на сегодняшний день.

Все проверяется на практике. Вновь и вновь мы вспоминаем о том, что «обед узнают по кушанью, а ум – по слушанью». Давайте посмотрим, насколько хорошо первый индексный фонд служил своим инвесторам. Удивительно, но благодаря торжественному ужину, устроенному в 2006 году в честь 30-летия фонда, я могу легко ответить на этот вопрос. На этом празднике адвокат Стивен Уэст из Sullivan & Cromwell, консалтинговой компании, обслуживающей андеррайтеров, рассказал свою любопытную историю. При первичном размещении фонда он купил 1000 паев по цене 15 долларов за пай (с учетом комиссии при первичной продаже в размере 6 %). Таким образом, его инвестиция составила 15 000 долларов, и с тех пор он оставался владельцем этих паев, не осуществлял их погашения и реин-

вестировал все полученные дивиденды. Он достал из кармана последний отчет Vanguard и с гордостью объявил о том, что стоимость его паев на сегодняшний день возросла до 461 771 доллара. На начало 2012 года, несмотря на сильный обвал рынка в период с 2007-го по начало 2009 года, стоимость его первоначального вложения продолжала расти и достигла 550 134 долларов. Это достижение, как мне кажется, не требует комментариев⁸¹.

Так что вот вам простой ответ на простой вопрос «Как идут дела у первоначальных инвесторов?» – «Отлично». Но есть и второй вопрос, значительно более сложный и абсолютно справедливый: «Какова доходность пассивно управляемого фонда на основе индекса S&P 500 по сравнению с доходностью активно управляемых фондов?» Единственный ответ: «Чрезвычайно высокая!» Относительная доходность индексного фонда Vanguard 500 в течение многих лет была превосходной. По сравнению со своими конкурентами, инвестирующими в смешанные акции компаний высокой капитализации (владеющими как акциями роста, так и акциями стоимости), фонд Vanguard 500 за последние 25 лет попадал в верхний квартиль 16 раз и никогда не оказывался в нижнем. Не думаю, что хоть один из наших конкурентов столь часто получал такие высокие результаты, ни разу не споткнувшись на своем пути⁸².

Это лишь факты, тогда как более детальный ответ довольно сложен для понимания. Фонды акций приходят на рынок и уходят с него с огромной скоростью, поэтому если мы будем учитывать обычно более низкую доходность фондов, вышедших из бизнеса, то полученные результаты, как минимум, будут не вполне верны⁸³. Не существует способа точно рассчитать налоговую эффективность индексного фонда вследствие минимальной оборачиваемости портфеля. Не существует и абсолютно надежных методов расчета суммы комиссии при продаже паев в управляемых фондах (примерно две трети из них взимают такую комиссию, а ее средний размер сейчас составляет около 5 % в год).

Тем не менее постараемся представить все факты. Вот о чем говорят наши данные:

- Средняя доходность фонда Vanguard Index 500 за период со дня его создания в 1976 году по начало 2012 года составила 10,4 % годовых. При сумме первоначального вложения в 10 000 долларов его конечная накопленная стоимость равна 328 838 долларам.

- Средняя доходность среднестатистического фонда смешанных акций комплекса компаний высокой капитализации (наиболее подходящих для сравнения) составила 9,2 % годовых. При сумме первоначального вложения в 10 000 долларов его конечная накопленная стоимость равна 226 253 доллара.

- Годовое преимущество индексного фонда по доходности в размере 1,2 процентного пункта дает накопленное преимущество в 102 585 долларов, что обеспечит прирост накопленного капитала почти на 50 %. Удивительно, но такая рентабельность практически идентична скорректированной рентабельности в 1,6 процентного пункта, которая была представлена мной директорам Vanguard при весьма приблизительной оценке в 1975 году (как я описывал выше в данной главе)⁸⁴. Такая потрясающая устойчивость в течение почти 60 лет – очевидное подтверждение стабильного превосходства индексного фонда.

⁸¹ Ну, может быть, только один комментарий. Из 360 взаимных фондов акций, существовавших в 1976 году, осталось только 135. Со сцены ушли 225 фондов.

⁸² На почве размышлений о невероятной доходности мне приснилось, что при создании фонда я никому не сказал о том, что это индексный фонд. Я сообщил инвесторам лишь, что буду просто портфельным управляющим. В моем сне меня называли самым успешным управляющим фондом акций за последнюю четверть века. Когда я проснулся, я стал думать...

⁸³ Vanguard недавно провела исследование доходности фондов за 20-летний период (1990–2010-е годы). Оно показало, что с учетом систематической ошибки выживания 72 % американских активно управляемых фондов не смогли превзойти S&P 500.

⁸⁴ Как уже говорилось ранее, внося предложение о создании Vanguard первого взаимного индексного фонда, я сравнивал годовую доходность взаимных фондов с индексом S&P 500. В то время средняя годовая доходность индекса за предыдущие 30 лет составляла 11,3 % по сравнению с доходностью фондов в 9,7 %. Таким образом, разница составляла 1,6 процентного

Табл. 6.2

Доходность пассивно управляемых фондов превосходит доходность активно управляемых фондов на 1,2 % в год: среднегодовая доходность (1976–2011 годы)⁸⁵

Период	Индекс S&P 500, %	Индексный фонд Vanguard 500, %**	Среднестатистический фонд смешанных акций компаний высокой капитализации, %***	Индексный фонд Vanguard 500 по сравнению со среднестатистическим фондом смешанных акций компаний высокой капитализации, %
1976*–1981	8,8	8,1	12,1	–4,0
1981–1986	19,9	19,3	16,8	2,5
1986–1991	15,4	15,0	12,2	2,8
1991–1996	15,2	15,1	12,6	2,5
1996–2001	10,7	10,7	8,7	2,0
2001–2006	6,2	6,1	5,0	1,1
2006–2011	–0,2	–0,2	–1,9	1,7
1976*–2011	10,6	10,4	9,2	1,2
Увеличение стоимости капиталовложения в 10 000 долл.	356 276 долл.	328 838 долл.	226 253 долл.	102 585 долл.

Источник: Morningstar

Однако это сравнение говорит и в пользу активного управления. Почему? Четыре причины могут объяснить разницу: 1) поправки, приведенные в таблице, как я убежден, существенно недооценены; 2) налоговые преимущества индексного фонда игнорируются, хотя они могут дать дополнительное преимущество в 1 % в год; 3) поскольку затраты индексного фонда на основе S&P 500 упали, разница между доходностью Vanguard Index 500 и индекса S&P 500 в 2011 году сократилась с 0,7 % практически до 0; 4) мы однозначно выбрали плохое время для запуска фонда, поскольку перед созданием фонда в 1976 году был период (1972–1975), в течение которого доходность S&P 500 была чрезвычайно высока по сравнению с доходностью активно управляемых фондов. Поэтому неудивительно, что в течение первых пяти лет нашей работы мы испытывали своеобразный «возврат к среднему». Как оказалось, этот период был лишь одним из семи пятилетних периодов, когда S&P не смог пройти тест на превосходство над активно управляемыми фондами. Будем справедливыми, отличную доходность, которую показывал индексный фонд на основе S&P 500 в течение последующих трех периодов (с 1981 по 1996 год), также отчасти можно объяснить эффектом возврата к среднему (более высокому) значению.

пункта. Однако я не скорректировал доходность индекса на 0,3 % в счет ожидаемых расходов. Таким образом, мы получаем аналогичное преимущество индекса S&P 500 в 1,3 процентного пункта в течение более длительного раннего периода. Такая схожесть спреда, на мой взгляд, не может быть случайной.

⁸⁵ * С момента начала работы индексного фонда Vanguard 500 31 августа 1976 года по конец года.** Паи инвесторов в 2000 году, паи Admiral после 2000 года.*** Расчеты автора на основе данных Morningstar за вычетом 0,50 % в счет систематической ошибки выживания и 0,30 % в счет предполагаемого влияния комиссии при продаже паев.

Ответственность новатора. Еще до того, как первый индексный фонд приобрел известность, мы расширили предлагаемый спектр индексов. Конечно же, наш первый фонд показал себя очень профессионально (экономическая высокая доходность) и коммерчески успешно (накопление активов). Как пионер индексных фондов на основе S&P 500, индекс Vanguard 500 был предназначен для того, чтобы стать лидером в развитии новых видов индексных фондов, предлагающих те же преимущества, но с учетом особых запросов инвесторов. Практически однозначно можно было сказать, что отрасль должна была развиваться в этом направлении. (Так и случилось.) Учитывая знания и опыт специалистов по инвестированию и административного персонала Vanguard, а также возможности компании поддерживать самый низкий уровень затрат, мы чувствовали ответственность за то, чтобы сохранить преимущественное положение на рынке индексных фондов. В связи с этим мы быстро стали реализовывать стратегию расширения первоначальной концепции индексации для большего круга инвесторов.

Процесс шел быстро и легко. В последующие годы после создания нашего индексного фонда акций мы пришли к индексным фондам облигаций. Затем мы создали «семью» индексных фондов, которые сильно увеличили наши возможности. Далее описаны основные этапы этого пути⁸⁶.

Основные этапы развития семейства индексных фондов Vanguard (1976–1996 годы)

- **1986 год: индексный фонд облигаций.** Мы сделали этот естественный шаг для укрепления нашей репутации как компании, управляющей индексными фондами. История фонда подробно описана в блоке 6.2.

Блок 6.2

Индексный фонд облигаций

В 1986 году первое десятилетие существования индексного фонда акций Vanguard близилось к завершению. На тот момент активы фонда почти достигли 1 млрд долларов. Его высокая доходность, а также все более благосклонное отношение к нему привели к появлению очевидной идеи: если привязка к индексам так хорошо работает на рынке акций, то почему бы ей не работать и на рынке облигаций? Более того, по сравнению с существенной разницей в годовой доходности фондов акций годовая доходность фондов облигаций имела гораздо меньший разброс. Объяснялось это тем, что доходность фондов облигаций определяется в основном изменением уровня процентных ставок, а не способностями управляющих фондами. Вывод: фонд облигаций, имеющий низкий уровень затрат, не только с легкостью обойдет активно управляемые фонды облигаций, но и будет неизменно превосходить их по доходности. Это

⁸⁶ Более подробную информацию об истории фондов можно найти в моем буклете «Vanguard – пионер индексных фондов» (Vanguard – Index Pioneer), опубликованном в 1995 году. С электронной версией издания можно ознакомиться в моем блоге: www.johncbogle.com.

сделает преимущество индексных фондов не только более убедительным, но и более очевидным для инвесторов.

Итак, в конце 1986 года мы начали свое второе погружение «в океан индексов». Vanguard сформировала первый индексный фонд облигаций для частных инвесторов. (Индексный фонд облигаций для институциональных инвесторов был создан в начале того же года.) Поскольку большинство фондов облигаций были переоценены, часто имели высокий уровень операционных затрат и взимали чрезмерную комиссию при продаже паев, у меня не было и тени сомнения в том, что индексный фонд облигаций соответствует рыночным потребностям. На рынке облигаций был просто необходим индексный фонд, имеющий низкий уровень операционных затрат и не взимающий комиссионных при продаже паев.

Сформировав Vanguard Bond Market Fund, Vanguard вновь стала пионером отрасли. Однако SEC не соглашалась с тем, что индексный фонд может владеть относительно небольшим количеством различных облигаций и надеяться повторить доходность индекса, учитывающего 4000 облигаций. В результате Комиссия не разрешила нам использовать наименование Vanguard Bond Index Fund. Мы закладывали основы индексного фонда облигаций в течение практически всего 1986 года, а на последнем этапе источником вдохновения для нас стал Forbes (и это правда!). Журнал написал о посредственной доходности и высоких операционных затратах большинства взаимных фондов с фиксированной доходностью, а также отметил острую необходимость в создании низкзатратного индексного фонда облигаций.

«Второй крик души»

В публикации Forbes звучал жалобный вопрос: «Vanguard, где же ты, когда ты нам так нужна?» «Второй крик души» стал своего рода эхом прозвучавшего 10 лет назад призыва Пола Самуэльсона к созданию индексных фондов акций. И именно это послужило для нас последним толчком — мы вновь ответили на этот клич. В последующие годы наш индексный фонд облигаций продемонстрировал профессиональный и коммерческий успех. Индексный фонд облигаций отлично повторял доходность индекса инвестиционных облигаций США Lehman Brothers Bond Index (сегодня — Barclays Capital Aggregate Bond Index). К концу первых 10 лет своего существования фонд вошел в десятку крупнейших в отрасли взаимных фондов облигаций⁸⁷.

Хотя процесс развития и занял какое-то время, фонд, который сегодня (наконец-то) именуется Vanguard Total Bond Market Index Fund, превратился во второй по величине фонд облигаций в отрасли. На начало 2012 года активы двух его связанных портфелей в совокупности составили 160 млрд долларов. По этому показателю мы проигрываем лишь фонду Total Return Bond Fund компании PIMCO, имеющему астрономический размер активов в 250 млрд долларов (благодаря превосходной доходности фонда, достигнутой под руководством Билла Гросса — легенды фондов с

⁸⁷ И это притом что близко следовать доходности индекса облигаций довольно просто. В 2002 году доходность Vanguard Total Bond Market Index Fund отставала от Barclay's Aggregate Index ровно на 2 процентных пункта. Парадоксально, но, несмотря на такое отставание, Vanguard Total Bond Market Index Fund все же превзошел показатели среднестатистического управляемого фонда облигаций на 0,75 процентного пункта.

фиксированной доходностью). Но ни один другой фонд облигаций даже не может приблизиться к этому уровню доходности. Средний размер активов следующих по величине 10 фондов составляет немногим менее 34 млрд долларов.

Такое превосходство в размере активов подтверждает тот факт, что Vanguard Total Bond Market Index Fund полностью раскрывает свой потенциал доходности. Средний уровень доходности фонда за 24 года его существования составил 6,9 %, что на 1,2 процентного пункта (снова!) выше доходности в 5,7 %, которую демонстрировали его налогооблагаемые конкуренты. Данное превосходство было достигнуто несмотря на то, что фонд несет значительно меньшие кредитные риски, поскольку в составе портфеля фонда (да и самого индекса облигаций) более 70 % приходится на долю ценных бумаг, обеспеченных Казначейством США и его агентствами (в том числе ипотечных ценных бумаг). Стоимость первоначального вложения в 10 000 долларов при расчете по сложному проценту на конец 1986 года составляла: 29 000 долларов в среднестатистическом активно управляемом фонде облигаций; 42 600 долларов – в Vanguard Total Bond Market Index Fund. То есть разница в доходности превысила 40 %. Столь значительное преимущество еще раз подтверждает прописную истину: никогда не забывайте ни о магии доходов, ни о тирании затрат в долгосрочной перспективе, рассчитанных по сложному проценту.

Учиться на собственном опыте

Безусловно, рынок облигаций извлек урок из этой истины. В 1989 году активы индексного фонда облигаций Vanguard не достигали и 100 млн долларов и составляли всего 0,1 % от общего размера активов всех налогооблагаемых фондов облигаций. Но к 1996 году активы нашего индексного фонда облигаций взлетели до 4 млрд долларов (около 1 % от активов всех налогооблагаемых фондов облигаций), а к 2006 году – до 45 млрд долларов (или 4 %). На начало 2012 года активы индексных фондов облигаций Vanguard составляли уже 190 млрд долларов – рекордные 9 % от активов всех налогооблагаемых фондов облигаций.

И что еще более важно: индексные фонды облигаций (как группа) сегодня имеют огромную долю в 17 % рынка налогооблагаемых фондов облигаций (370 млрд долларов в общем размере активов в 2,4 трлн долларов). Более того, в 2011 году на долю индексных фондов облигаций приходилось 40 % от общего притока капитала инвесторов в налогооблагаемые фонды с фиксированной доходностью. Столь глубокое проникновение на рынок явно говорило о том, что тенденция к индексации облигаций будет только крепнуть, как и индексация акций. Этот растущий тренд подтверждают слова Питера Фишера, талантливого руководителя группы фондов с фиксированной доходностью огромной международной управляющей компании BlackRock: «Мы приближаемся ко второму этапу индексной революции. Мир – страшное место, где трудно найти что-то определенное, а потому инвесторы хотят упростить свои портфели (облигаций), чтобы спокойно спать по ночам».

Имея на сегодняшний день средний уровень операционных затрат в 0,10 % (10 базисных пунктов), фонд Vanguard Total Bond Market Index Fund остается одним из наиболее влиятельных на рынке. Конкурирующие

индексные фонды облигаций взимают в среднем 0,40 % (40 базисных пунктов). Налогооблагаемые фонды облигаций активного управления взимают в среднем 1,05 % (105 базисных пунктов). В большинстве случаев конкурирующие активно управляемые фонды также взимают значительную комиссию при продаже паев. Трудно представить себе, что превосходство стратегии привязки к индексам облигаций не оправдает себя в долгосрочной перспективе.

ОГОВОРКА: если и существует слабое место в ситуации с индексными фондами общего рынка облигаций, так это то, что сам Barclay's Aggregate Bond Index слишком сильно взвешен по ценным бумагам Казначейства США, правительственных агентств и обеспеченным правительством ипотечным облигациям (Правительственной национальной ипотечной ассоциации). В 1986 году в первом годовом отчете индексного фонда Vanguard я отметил, что на долю обеспеченных правительством США облигаций в составе активов приходилось 77 %. Согласно последнему отчету фонда она снизилась несущественно – до 72 %. Поскольку доходность казначейских ценных бумаг в последнее время колеблется около своего минимума с 1940-х годов (всего 1,6 % по 10-летней казначейской ноте), риск роста тарифов нельзя не принимать в расчет.

В связи с этим настало время создать еще один индексный фонд облигаций – индексный фонд общего рынка корпоративных облигаций (Total Corporate Bond Index Fund). На май 2012 года его предполагаемая доходность составляет 3,3 % по сравнению с доходностью в 1,9 %, показанной Total Bond Market Index Fund. Индексный фонд корпоративных облигаций был бы полезен инвесторам, которые стремятся к более высокой доходности без необходимости принимать на себя излишний риск. Инвестор, который переведет, скажем, половину своего капитала из индексного фонда облигаций в корпоративные облигации инвестиционного класса, будет иметь 35 % в ценных бумагах правительства США. Поскольку низкие ставки процентов в ближайшем будущем, скорее всего, не изменятся, а спред доходности между корпоративными и казначейскими ценными бумагами останется на нынешнем уровне, появление индексного фонда общего рынка корпоративных облигаций для инвесторов – это лишь вопрос времени.

- **1987 год: портфель расширенного рынка.** Сколь бы ни был успешен индексный фонд, основанный на модели индекса S&P 500, в некотором смысле он все же оказался недостаточно хорош. Он давал возможность охватить приблизительно 80 % фондового рынка США, но не включал акции компаний средней и малой капитализации. Портфель «расширенного рынка» закрывал ниши, не учтенные в «индексе 500», необходимые для воспроизведения индекса Wilshire 5000 Equity Index.

- **1989 год: фонд акций компаний малой капитализации Vanguard.** Это был активно управляемый фонд. Работал он под руководством внешней компании, специализирующейся на инвестиционном консалтинге. В период с 1985 по 1988 год данный фонд показывал значительно более скромные результаты. Мы превратили его в индексный фонд акций компаний малой капитализации на основе индекса Russell 2000 Index.

- **1990 год: два международных фонда.** Вначале мы рассматривали возможность создания международного фонда на основе фондового индекса Morgan Stanley Capital International Europe, Australia, Far East (EAFE). Но в тот момент нас беспокоил существенный риск возникновения пузыря на японском фондовом рынке. Мы столкнулись с дилеммой создания двух международных фондов: одного – на основе европейской компоненты

индекса EAFE, а второго – на основе его азиатско-тихоокеанской компоненты. Было ли это своего рода удачей или же результатом нашей прозорливости, но наши опасения в отношении японского рынка оправдались. Спад, начавшийся в 1989 году, продолжается и по сей день.

• **1990 год: индексный фонд для крупных институциональных инвесторов.** В основе фонда Vanguard Institutional Index Fund также лежал индекс S&P 500, но этот фонд был предназначен для институциональных инвесторов, имеющих значительные активы. Минимальный первоначальный размер инвестиций составлял 10 млн долларов. При этом годовой уровень операционных затрат фонда был лишь 0,09 % по сравнению с 0,22 % для нашего основного «портфеля 500».

• **1992 год: сбалансированный индексный фонд.** Мы доказали, что привязка к индексам акций работает. Более того, мы доказали, что работает и привязка к индексам облигаций. Логично предположить, что есть смысл создать сбалансированный индексный фонд: 60 % общего рынка акций США и 40 % рынка облигаций США. Эта концепция легла в основу созданного нами впоследствии LifeStrategy Funds, а также Target Retirement Funds в 2005 году. Оба они были основаны на модели индексного фонда для различного класса активов (см. далее).

• **1992 год: индексные фонды роста и стоимости.** Убедившись в успешности индексации «общего рынка», мы решили предложить отдельные индексные фонды роста и стоимости. Когда Standard & Poor's в 1992 году разработало соответствующие индексы, мы быстро воспользовались этим. Идея состояла в том, чтобы предложить инвесторам индексный фонд роста на этапе накопления активов и индексный фонд стоимости на этапе распределения доходов. Увы, слишком многие инвесторы использовали такие портфели для спекуляции на том, какой сектор рынка продемонстрирует более высокую доходность в будущем (что, естественно, было заведомо проигрышной стратегией). Потенциал этих фондов еще необходимо будет осознать.

• **1993 год: индексные фонды облигаций с фиксированным сроком погашения.** В марте 1993 года нами были сформированы первые в отрасли индексные фонды облигаций с фиксированным сроком погашения: фонд долгосрочных облигаций, фонд среднесрочных облигаций и фонд краткосрочных облигаций. Их портфели были основаны на соответствующих сегментах индекса Lehman Brothers Aggregate Bond Index⁸⁸. Мы начали разрабатывать концепцию разделения облигаций по срокам погашения в 1976 году, создав наш первый трехуровневый фонд муниципальных облигаций. Эти освобожденные от налогов портфели технически не являлись индексными фондами, но управление ими осуществлялось исходя из принципов индексации.

• **1993 год: индексный фонд акций компаний развивающихся рынков.** Позднее в том же году мы приняли решение сформировать фонд акций компаний развивающихся рынков. Разработать его планировалось на основе индекса акций компаний развивающихся рынков MSCI. Хотя в тот момент доходность на развивающихся рынках выросла столь существенно, что в основе такого роста, скорее всего, лежала спекуляция, мы верили в полезность такого портфеля в долгосрочной перспективе. К счастью, методологические и регулятивные вопросы задержали открытие нами этого фонда до мая 1994 года, когда пузырь на развивающихся рынках уже лопнул.

⁸⁸ Эти фонды имели чрезвычайно низкий уровень операционных затрат и предлагались инвесторам, которые могли позволить себе выполнить требование в отношении первоначального минимального размера инвестиций в 25 000 долларов. Мы назвали их «Адмиралы» (Admiral). В итоге мы использовали эту идею, предлагая определенные классы паев с более низкими затратами более крупным инвесторам (с учетом их масштаба) практически во всех остальных фондах Vanguard Group. Эти новые менее затратные классы паев также получили название Admiral. На долю паев Admiral на сегодняшний день приходится более 30 % активов фондов Vanguard.

• **1993 год: индексный фонд с оптимизацией налогообложения.** В том же 1993-м (насыщенный год!) мы начали прорабатывать новую концепцию индексного фонда, которая позволила бы оптимизировать его потенциальные налоговые преимущества. Мы сформировали не один, а три ориентированных на индекс фонда с оптимизацией налогообложения – фонд роста и дохода, фонд прироста капитала и сбалансированный фонд, активы которых были распределены в соотношении 50/50 между низкодоходными акциями и среднесрочными муниципальными облигациями, освобожденными от налогов. Мы хотели избежать притока «горячих денег» спекулянтов, поэтому предусмотрели штрафы для пайщиков, желающих погасить паи в течение первых пяти лет с момента их покупки.

• **1994 год: индексные фонды LifeStrategy.** Каждый из наших четырех портфелей LifeStrategy имеет различное распределение в акции на основе существующих индексных фондов Vanguard. Фонд дохода – 20 %; фонд консервативного роста – 40 %; фонд умеренного роста – 60 %; фонд роста – 80 %. Остальные активы распределены в облигации на основе наших индексных фондов облигаций. (Некоторое время в состав портфелей LifeStrategy также входили незначительные доли в Vanguard Asset Allocation Fund.)

• **1996 год: международный индексный фонд общего рынка; индексный фонд REIT.** Международный портфель общего рынка является «фондом фондов». В его состав входят бумаги из наших портфелей рынков Европы, Азиатско-Тихоокеанского региона и развивающегося рынков. Индексный фонд REIT (REIT – инвестиционный траст недвижимости), дававший инвесторам возможность при низком уровне затрат диверсифицировать активы и охватить сектор недвижимости, вышел на рынок в мае 1996 года.

Когда я покинул пост CEO Vanguard в 1996 году, наиболее «плодородные почвы» для индексных фондов уже были возделаны. В течение нескольких последующих лет мы дополнили наше предложение, формируя фонды для того, чтобы обеспечить свое присутствие во всех девяти категориях «стилей» инвестирования Morningstar. В частности, мы создали фонды роста, стоимости и смешанные индексные фонды акций компаний малой, средней и высокой капитализации. Мы также сформировали еще некоторое количество индексных фондов с оптимизацией налогообложения, а также «социальный индексный» фонд на основе внешнего индекса корпораций, приверженных (по их утверждению) принципам «социальной ответственности компаний». В 2004 году мы создали индексные фонды по всем десяти отраслевым сегментам в составе S&P 500, в том числе для финансового сектора, сектора здравоохранения, энергетики и информационных технологий.

В 2006 году, признавая важнейшую роль дивидендной доходности в формировании долгосрочной доходности фондового рынка, мы создали еще два индексных фонда: один из них был ориентирован на увеличение суммы дивидендов, а второй – на высокую дивидендную доходность. В 2010 году, когда ряд индексов демонстрировали значительную доходность, мы создали группу из шести фондов по основным категориям индексов Russell, как мы делали ранее на основе индексов S&P. На начало 2012 года в управлении Vanguard находятся 62 индексных фонда широкого рынка и 12 отраслевых индексных фондов широкого рынка. Кроме того, компания управляет четырьмя фондами LifeStrategy и восемью Target Retirement Funds (целевые пенсионные фонды). В основе двух последних групп фондов лежат существующие индексные фонды Vanguard. Эти две группы ориентированных на индексы фондов распределенных активов быстро развиваются. На начало 2012 года совокупный размер их активов составляет 130 млрд долларов.

Часть II

Нашествие ETF

Сегодня, как и на протяжении 35 лет, Vanguard остается в авангарде индустрии – на долю компании приходится более 50 % от всех активов взаимных индексных фондов. Но если в период с 1986 по 1990 год прирост активов обеспечивался исключительно за счет традиционных индексных фондов (TIF), то основным фактором роста в более поздний период стали «нетрадиционные» индексные фонды, известные как *биржевые фонды* (ETF). ETF появились лишь в 1992 году, но уже к 2000-му стали основной движущей силой инвестирования в индексы. К 2008 году ETF по размеру активов опередили TIF, и эта разница продолжает расти – 1129 млрд долларов в TIF и 1210 млрд долларов в ETF, по данным на 2012 год (рис. 6.2). В 2001 году Vanguard занялась ETF, а в начале 2012 года активы ETF Vanguard составили 205 млрд долларов, то есть 16 % от активов всех ETF. На их долю также приходилось 28 % от притока капиталов в ETF (на 2011 год).

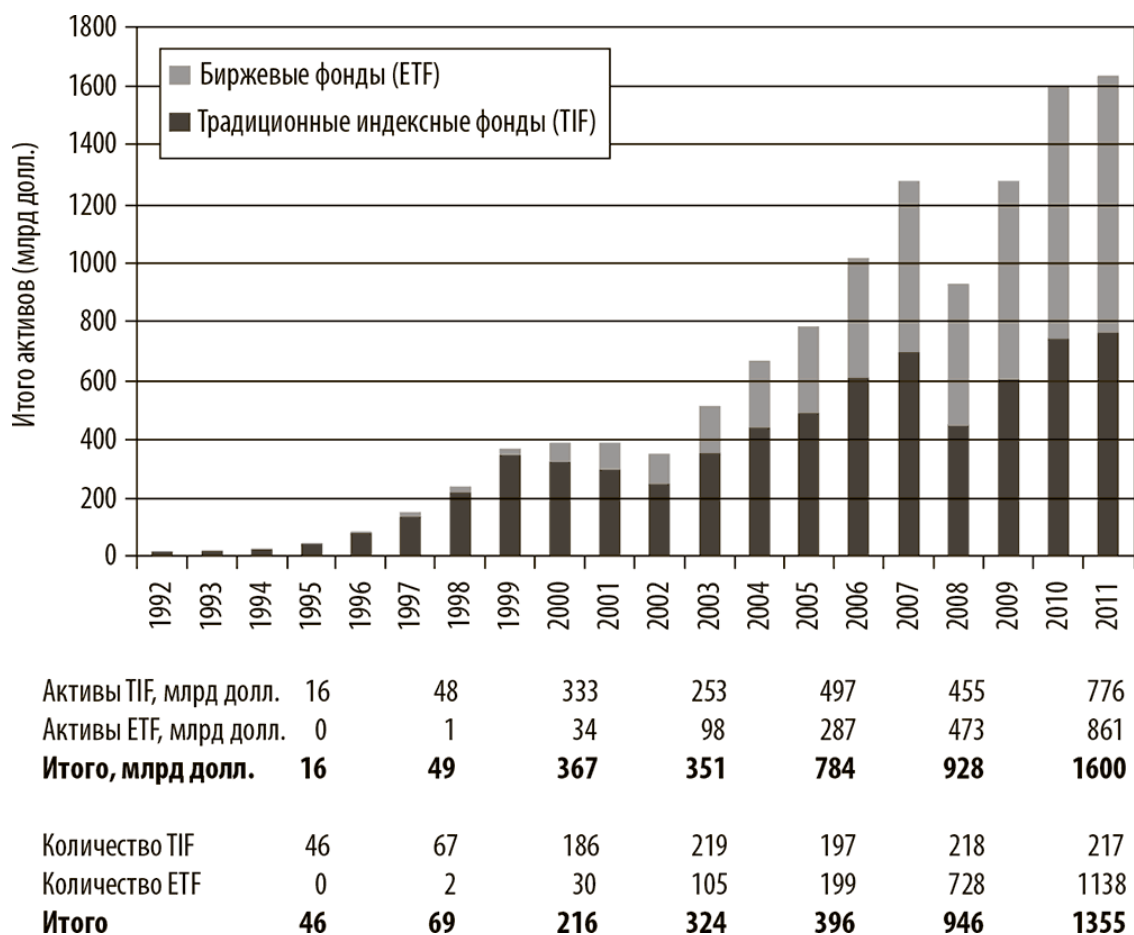


Рис. 6.2. Прирост активов взаимных индексных фондов (1992–2012 годы)

Некоторые считают, что TIF и ETF конкурируют друг с другом, но это не так. Как данные фонды могут быть конкурентами, если оба они являются индексными, оба по форме своей (в целом) – взаимные, а основные игроки в этом секторе управляют фондами обеих категорий? Что уникально, в портфели как TIF, так и ETF компании Vanguard фактически

входят одни и те же акции. Но на этом их сходство заканчивается. Кроме того, существует значительная разница и в самой сути этих двух категорий фондов.

1. Объемы сделок: инвестирование против спекуляции. Традиционные индексные фонды используются в основном долгосрочными инвесторами. Уровень погашения паев TIF составляет около 10 % в год. ETF привлекательны для краткосрочных инвесторов, поэтому такие фонды характеризуются высокой торговой активностью.

Годовая оборачиваемость ETF в среднем составляет около 1400 %, а в некоторых ETF – 10 000 % и более. Эти показатели, безусловно, на несколько порядков превосходят оборачиваемость портфелей TIF, а также в несколько раз выше оборачиваемости самых активно торгуемых обыкновенных акций. Например, этот показатель для акций General Electric, которые наиболее активно торгуются на бирже, составляет около 150 % в год.

2. Более узкоспециализированный портфель и более высокие риски выбора. Важно отметить, что 96 % ETF и 87 % активов ETF являются узкоспециализированными. Они в гораздо меньшей степени ориентированы на индексы широкого рынка, такие как S&P 500. По сравнению с TIF, фонды ETF нацелены на чрезвычайно узкие сегменты. В частности, на отдельные сектора рынка, определенные страны, конкретные виды товаров (особенно золото), а также на маржинальные фонды. Последние ежедневно отслеживают доходность рынка для тех, кто хочет сделать ставку на то, в каком направлении (вверх или вниз) будет двигаться цена акций в определенный момент времени.

Если мы возьмем высокую оборачиваемость большинства ETF вкупе с их ориентированностью на узкие сегменты рынка, то разница между ETF и TIF будет очевидна. Она, если хотите, лежит в плоскости отличия долгосрочного инвестирования от краткосрочной спекуляции. На рис. 6.2 представлены совершенно разные структуры индексных фондов ETF и TIF. Рисунок отражает революционные изменения в процессах, происходящих на рынке. Если в начале 2000 года TIF явно доминировали, то со временем ETF получили широкое распространение. Эта тенденция сохраняется и сегодня – не то чтобы популярность TIF падала, просто ETF на данный момент являются двигателем роста индустрии индексных фондов.

Но если суммы активов в каждой категории фондов приблизительно одинаковы, то количество TIF и ETF абсолютно разное. В 2005 году насчитывалось около 200 фондов TIF, а также 200 ETF. В настоящее время число TIF акций остается практически неизменным (217), тогда как ETF акций уже 1138. (По некоторым данным, в 2012 году планируется открыть еще 1000 ETF.)

Обратите внимание на различия в структуре активов ETF (табл. 6.3) и TIF (рис. 6.2). Из 1138 фондов ETF всего 11 инвестируют в акции широкого рынка США. На их долю в данном сегменте приходится лишь 15 % активов, составляющих около 870 млрд долларов. При этом среди TIF уже 60 фондов акций широкого рынка, а их доля достигает 65 % от общей суммы активов фондов этой категории, составляющей 717 млрд долларов. Если мы более подробно проанализируем состав ETF, то насчитаем среди них 223 отраслевых ETF; 95 страновых ETF; 142 товарных ETF и 191 ETF, относящихся к маржинальным и инверсивным⁸⁹. Почти все эти категории отсутствуют в матрице TIF, показанной на рис. 6.2. Одна из наиболее очевидных целей этих узкоспециализированных ETF – дать инвесторам возможность спекулировать на будущей доходности отраслей и стран, а также на динамике цены акций. В [приложении VII](#) представлены данные о росте количества фондов, созданных на основе этих двух абсолютно разных подходов к принципам индексации, и их активов.

Табл. 6.3

⁸⁹ Соответственно, речь идет о ETF, с которыми возможно совершение операций на заемные деньги и коротких продаж.
Прим. науч. ред.

Биржевые фонды акций сегодня: долгосрочные портфели составляют лишь небольшую часть активов

Тип	Количество портфелей	Итого активы (млн долл.)
ETF на основе индекса S&P 500	3	113 926
ETF на основе индексов общего рынка акций	9	24 864
ETF на основе ключевых индексов	44	11 434
Итого ETF акций широкого рынка	56	150 224
Тип	Количество портфелей	Итого активы (млн долл.)
Специализированные ETF		
ETF акции базовых отраслей / акций роста / акций стоимости		
ETF акций компаний высокой капитализации	102	135 236
ETF акций компаний средней капитализации	36	42 148
ETF акций компаний малой капитализации	52	39 877
Итого ETF акций компаний высокой/средней/малой капитализации	190	217 261
ETF акций компаний развитых рынков	70	79 823
ETF акций компаний развивающихся рынков	33	82 066
Страновые ETF	95	52 150
Международные ETF	53	9 287
Итого международные ETF	251	223 325
Отраслевые ETF	223	106 114
ETF на золото	28	110 175
ETF на прочие товары	114	22 752
Итого товарные ETF	142	132 927
Маржинальные ETF	75	11 310
Инверсивные ETF	96	12 518
Долгосрочные/краткосрочные/нейтральные к рынку ETF	20	755
Итого ETF альтернативных стратегий	191	24 583
Валютные ETF	20	5151
Прочие ETF	65	8342
Итого специализированные ETF	1082	717 703
Итого ETF акций	1138	867 927

Подводя итоги, можно сказать, что долгосрочное инвестирование было основной движущей силой в сегменте TIF, тогда как краткосрочная спекуляция стала двигателем для ETF. Если ETF акций широкого рынка могут с выгодой использоваться долгосрочными инвесторами (и иногда демонстрировать более высокие показатели, чем сравнимые с ними TIF), то никто не может с уверенностью сказать, насколько широко они должны ими применяться. Как мне кажется, основная доля активов ETF принадлежит крупным инвестиционным компаниям, которые используют их (в основном SPDR и QQQ⁹⁰) в целях хеджирования, краткосрочного инвестирования в акции свободных денежных остатков и реализации комплексных стратегий. Оставшаяся, и весьма значительная, часть активов ETF находится, вероятнее всего, у частных инвесторов, которым нравится заниматься краткосрочной торговлей. Какая доля принадлежит долгосрочным инвесторам, мы не знаем; я бы сказал (может быть, слишком оптимистично), что она составляет около 15 %. Могут ли инвесторы в ETF увеличить свою доходность за счет сверхактивной торговли ETF? Факты говорят об обратном: их доходность снижается⁹¹.

Остается только гадать, что подумал бы обо всем этом Натан Мост – прорицатель, который предложил идею структуры ETF и не оставлял попыток ее реализовать, если бы жил сегодня (он умер в 2004 году). Его вклад остался почти незамеченным, поэтому я поподробнее расскажу вам об этом человеке чуть позже.

Краткая история ETF

Когда я впервые взялся за изучение индустрии взаимных фондов 60 лет назад, то был поражен обещанием «ежедневной ликвидности». Инвесторы могли продать свои паи в фондах в любой день практически из расчета стоимости актива на закрытие торгов. Я считал такое обещание удивительным, и оно выполнялось почти без исключений в течение последующих 60 лет. Ежедневная ликвидность наряду с профессиональным управлением, диверсификацией, удобством и набором услуг для инвесторов стали ключами к значительному росту индустрии, который имел место в основном во время роста рынка в 1982–1999 годах. Активы в сегменте фондов увеличились с 2,5 млрд долларов в период моего прихода в отрасль в 1951 году до более чем 6 трлн долларов в 2000-м. Несмотря на то что в дальнейшем рост активов замедлился, он все же продолжался, хотя и более низкими темпами (5 %). К началу 2012 года сумма активов достигла 11 трлн долларов.

В начале 1992 года в мой офис в Вэлли Фордж (Пенсильвания) пришел посетитель, который пытался убедить меня в том, что ежедневная ликвидность, которую мы предлагали для наших индексных фондов, была недостаточно хороша. Он представил проект нового «продукта», в рамках которого паи индексного фонда Vanguard 500 могли продаваться и покупаться в течение всей торговой сессии, и предложил мне партнерство. Он был убежден, что, если бы паи Vanguard 500 могли торговаться на национальных фондовых биржах так же, как акции отдельных компаний, мы бы существенно расширили нашу клиентскую базу

⁹⁰ SPDR – дословно «депозитарные расписки Standard & Poor's». Представляют собой семейство биржевых фондов (ETF). Первым в семействе был биржевой фонд SPDR S&P 500 (тикер SPY на NYSE) на основе индекса S&P 500, давший популярное разговорное название фондам – «спайдеры», или «пауки», от англ. *spyder* – паук. QQQ – биржевой фонд под управлением компании PowerShares на основе индекса NASDAQ-100 (тикер QQQ на NASDAQ). QQQ известен как «кубики», от англ. *cubes*. *Прим. науч. ред.*

⁹¹ Недавняя работа профессора Эдварда Тауэра и Минг Ши из Университета Дьюка «Правда ли, что ETF плохо служат интересам инвесторов? Проверка гипотезы Богла» (*Do ETFs Badly Serve Investors? Testing the Bogle Hypothesis*) подтверждает мое предположение. Профессор Тауэр делает вывод, что инвесторы в ETF «принимают плохие решения и в краткосрочной, и в долгосрочной перспективе, а смена ими стилей инвестирования является причиной даже большего снижения доходности, чем их решения в краткосрочной перспективе».

за счет привлечения новых широких групп инвесторов. (Конечно, это бы также привлекало спекулянтов, хотя он и не использовал это слово.)

«Подумайте об этом, – сказал он. – Помимо диверсификации, прозрачности портфеля и низкого уровня операционных затрат, которые Vanguard уже предлагает, инвесторы смогли бы совершать короткую продажу паев или покупать их на заемные средства; с легкостью заключать сделки на зарубежных биржах; возможно, более качественно оптимизировать налогообложение. Можно было бы также привлечь хедж-фонды и институциональных инвесторов, позволяя им в каждый конкретный момент времени индивидуально корректировать свои риски». Мой посетитель, как бы мягко он ни выражался, был настоящим проповедником этой концепции.

Знакомьтесь: Натан Мост. Посетителя звали Натан Мост. Он руководил направлением разработки новых продуктов на Американской фондовой бирже (AMEX)⁹². Он выложил передо мной план революционной новой концепции, которая позднее будет названа «биржевой взаимный фонд». С интересом выслушав его, я сделал ряд замечаний: 1) в его идее содержалось два-три слабых момента, которые надо было исправить, чтобы она могла быть успешно реализована на практике; 2) даже если новая концепция позволяет решить эти проблемы, наш индексный фонд Vanguard 500 был ориентирован на долгосрочных инвесторов. Я опасался, что новые возможности ликвидности привлекут в основном краткосрочных спекулянтов, интересы которых сослужат плохую службу долгосрочным инвесторам наших индексных фондов. В итоге мы не нашли общих интересов, но расстались друзьями и оставались ими в течение многих лет.

Как рассказывал Натан Мост, когда он возвращался на поезде обратно в Нью-Йорк, он придумал, как устранить операционные проблемы, которые я нашел в его концепции. Он возобновил поиск партнера и скоро нашел его в State Street Global Advisers. В январе 1993 года State Street представила депозитарные расписки Standard & Poor's (SPDR). SPDR на основе индекса S&P 500 (тикер SPY на Нью-Йоркской фондовой бирже) с тех пор стали основным продуктом на рынке ETF. Несмотря на ежегодное появление на рынке значительного количества новых ETF, именно SPDR остается самым крупным в мире ETF, а теперь и самым активно торгуемым в мировом масштабе. Его активы на начало 2012 года составляли 90 млрд долларов.

Идея становится модной. Активы ETF росли, думаю, даже более существенно, чем мог рассчитывать Натан. На сегодняшний день в ETF инвестировано около 1,2 трлн долларов, поэтому я однозначно считаю пророческую идею Натана Моста о создании первого ETF самой успешной *маркетинговой* идеей современного мира ценных бумаг. Станет ли она самой успешной *инвестиционной* идеей современности, мы еще узнаем. У меня на этот счет есть сомнения. До сих пор ETF в целом недостаточно хорошо служили интересам своих инвесторов. И действительно, как они могли им служить? Если в начале 2012 года на рынке существовало 1446 ETF на основе 1056 (!) различных индексов, то выбор ETF стал похож на выбор акций со всеми присущими этому процессу рисками. (Легко соглашусь с тем, что спекуляция на индексных фондах влечет за собой значительно меньшие риски, чем спекуляция на отдельных акциях.)

В связи с этим мне сложно представить, что современные ETF являются «священным Граалем» инвестирования, тем самым долгожданным способом превзойти доходность фондового рынка. Да, некоторые ETF дают соблазнительную возможность делать ставки на узкие сегменты фондового рынка, кто-то из них применяет экзотические стратегии с использованием заемных средств, а другие позволяют «ставить» на различные товары. Но мой 60-летний опыт работы в инвестиционном бизнесе лишь подтверждает мое глубокое убеждение

⁹² В 2008 году вошла в состав биржи NYSE Euronext. *Прим. науч. ред.*

в том, что краткосрочная торговля (да, назовем ее спекуляцией) по определению заведомо проигрышная стратегия, а долгосрочное инвестирование – выигрышная (см. главу 1).

«Весь день в режиме реального времени». В первой рекламе SPDR прямо звучал маркетинговый лозунг: «Теперь вы можете совершать сделки с индексом S&P 500 в течение всего дня в режиме реального времени». Я не могу не спросить, да простят меня за грубость: «Какой глупец будет это делать?» Да, день за днем SPDR выполняет это обещание. Безусловно, это самая торгуемая ценная бумага в мире со среднестатистическим объемом торгов в 220 млн паев. Только в 2011 году с этими бумагами было заключено сделок на 6,8 *трлн* долларов. В то время как активы SPDR в среднем составляют 90 млрд в год, оборачиваемость достигает 7311 %. Я согласен с правдивостью этого рекламного лозунга. Инвесторы действительно совершают сделки с индексом S&P 500 в течение всего дня в режиме реального времени – в огромных, практически невообразимых объемах. Натан Мост, я думаю, гордился бы реализацией своей мечты⁹³.

Но за SPDR последовали и другие. Разнообразие инвестиционных возможностей достигло столь серьезного размаха, что даже такой новатор, как Мост, вряд ли посчитал бы его соответствующим. «Назовите экзотический продукт – любой, какой только можете себе представить, – и мы его сформируем». Вот боевой клич новой породы предпринимателей в сфере ETF. Эти участники рынка находятся в игре отнюдь не обязательно потому, что их так называемый продукт может быть хорош для инвесторов, но потому, что они могут сорвать джекпот и заработать собственное состояние. Некоторые ETF при соответствующем их использовании хороши для инвесторов, а другие – нет. Но соблазн для участников рынка заняться новым модным продуктом практически непреодолим. За долгие годы работы я видел множество инноваций, но лишь немногие из них действительно служили удовлетворению насущных потребностей долгосрочных инвесторов. ETF вряд ли соответствует этому стандарту.

«Я в шоке...» Факт состоит в том, что на рынке ETF значительно больше краткосрочной спекуляции, чем долгосрочного инвестирования, и не только среди трейдеров специализированных и маржинальных фондов, но и среди трейдеров фондов среднего звена, охватывающих широкие сегменты рынка (такие как общий рынок акций и облигаций США или общий международный (неамериканский) рынок). Размах спекуляции ошеломляет: в 2011 году объем сделок только с американскими ETF в денежном выражении составил 18 *трлн* долларов. Отрицание существования такой высокой оборачиваемости напоминает мне ставшую классикой фразу капитана Луи Рено из фильма «Касабланка»: «Я в шоке. Я с ужасом узнал, что здесь играют в азартные игры».

Да, в основном в азартные игры с помощью ETF играют финансовые институты, которые спекулируют, хеджируют или переводят в акции свои денежные активы; к тому же им всегда доступно маргинальное кредитование. Точных цифр не знает никто, но я бы сказал, что 75 % активов ETF находятся в собственности институциональных инвесторов, а оставшиеся 25 % – в собственности индивидуальных инвесторов. Я бы также сказал, что примерно две трети частных инвесторов следуют той или иной торговой стратегии, и только треть – стратегии «купить и держать», соответствующей оригинальной идее ETF. (Это означает, что долгосрочные инвесторы владеют менее чем 10 % активов ETF.)

В табл. 6.4 показано, что в 2011 году оборачиваемость основных игроков в операциях с ETF колеблется в пределах от 15 813 до 342 %; при этом оборачиваемость ряда отдельных ETF находится в диапазоне от 12 004 до 207 %. Чаще всего чем более спекулятивная

⁹³ Но я не уверен, что его бы обрадовало, что изначальный SPDR сегодня эволюционировал и превратился в 113 различных SPDR! Недавняя реклама с перечислением всех SPDR была озаглавлена «В следующий раз, когда вы пойдете на рынок, возьмите с собой этот список покупок». Предвосхищая то, о чем я поведаю на следующих страницах, скажу: если вы не уверены, что выбрать, «просто бросьте монетку».

(или экзотическая) стратегия используется, тем выше оборачиваемость⁹⁴. Кажется очевидным, что притягательная сила спекуляции является основной движущей силой расцвета ETF. (Обратите внимание не только на сами показатели, представленные в таблице, но и на колоссальные объемы торгов в денежном выражении, часто достигающие нескольких триллионов долларов.)

Блок 6.3

Просто бросьте монетку!

ETF, перечисленные в The Wall Street Journal 3 января 2012 года

Учитывая огромное количество ETF (более 1400), инвесторам и спекулянтам, которые заинтересовались обещаниями ETF и хотят сделать выбор, возможно, следует просто бросить монетку.

(У нас слишком мало места, поэтому мы не можем привести этот список. Упомянем только, что в 2012 году должно появиться еще 1000 ETF!)

Табл. 6.4

Оборачиваемость ETF в 2011 году⁹⁵

⁹⁴ Я хотел бы пояснить, что эта оборачиваемость относится к сделкам с ETF, совершаемым участниками рынка, а не к оборачиваемости самих ETF. Например, портфель SPDR имеет оборачиваемость всего в 1 %, а оборачиваемость портфеля Vanguard Total Stock Market ETF составляла всего 5 % (источник: Morningstar).

⁹⁵ * Все данные в таблице приводятся по состоянию на 2011 год.

Некоторые управляющие компании ETF	Средний совокупный размер активов (млн долл.)	Общий объем торгов (млн долл.)	Оборачиваемость, %
BlackRock	448 469	5 055 158	1127
State Street (SPDR)	246 164	10 038 971	4078
Vanguard	159 551	545 730	342
ProShares	23 338	1 387 600	5946
WisdomTree	11 037	48 281	437
Direxion	6634	1 049 071	15 813

Некоторые ETF	Средний совокупный размер активов (млн долл.)	Общий объем торгов (млн долл.)	Оборачиваемость, %
ProShares Ultra S&P500	1622	194 674	12 004
iShares Russell 2000 Index	15 880	1 298 192	8175
SPDR S&P 500	92 636	6 876 297	7423
iShares MSCI Emerging Markets Index	39 976	722 399	1807
SPDR Gold Shares	60 768	670 638	1104
Vanguard MSCI Emerging Markets ETF	43 592	260 881	598
Vanguard Total Stock Market ETF	18 726	38 765	207

Примечание. Объем торгов ETF в долларах США – сумма дневных объемов торгов (в паях) за каждый день, умноженная на цену закрытия биржи на соответствующий день.

Источник: Morningstar, стратегический анализ, Indexuniverse.com

Vanguard и Vipers («гадюки»). Находясь под впечатлением от роста и потенциала ETF, Vanguard присоединилась к этому «движению» в 2001 году. Гус Саутер, глава инвестиционной группы Vanguard, принял на себя данные обязанности и (насколько я понимаю) неустанно требовал принятия соответствующих решений. Он стал лидером, исполненным энтузиазма для воплощения идеи. Саутер создал новаторскую запатентованную структуру, в рамках которой каждый ETF рассматривался как просто новый класс паев в составе портфеля одного из действующих TIF. Первые ETF компании получили название «Гадюки» (Vipers) – весьма странный выбор, если учесть, что гадюка – это ядовитая змея или (образно) коварный человек. Однако вскоре от этого наименования отказались.

После запуска своего первого ETF общего рынка акций в 2001 году Vanguard расширила спектр используемых стилей инвестирования на широком рынке, таких как инвестирование в рост, стоимость, в компании различной капитализации и т. п. Постепенно завоевывалось присутствие в относительно широких секторах рынка, таких как энергетика,

здравоохранение и информационные технологии. Начались инвестиции в международные индексы широкого рынка, а затем – в широкий спектр индексных фондов облигаций. В 2010 году добавились индексные фонды широкого рынка на основе индексов S&P и Russell. К своей чести, компания старалась занять место на вершине ETF, игнорируя самые рискованные и узкоспециализированные спекулятивные сегменты, где необходимо делать ставки на неизвестное.

Относительно жесткая с точки зрения дисциплины стратегия Vanguard привлекала и долгосрочных инвесторов, и краткосрочных спекулянтов. Оборачиваемость ETF Vanguard превышает оборачиваемость TIF, но эти показатели невелики по сравнению с ETF других компаний. Строгая дисциплина в сфере маркетинга редко бывает вознаграждена в индустрии взаимных фондов, но рост активов ETF компании Vanguard опровергает это правило. Доля компании в совокупных активах всех ETF неуклонно росла: с 3 % в 2004-м до 8 % в 2008 году, а затем до 16 % в начале 2012 года. В 2011-м в общем притоке капиталов в ETF на долю Vanguard приходилось 28 % (и это был самый высокий показатель в отрасли – примерно на 10 процентных пунктов больше, чем у ближайшего конкурента). В табл. 6.5 представлены данные о количестве ETF и размере активов, находящихся в управлении у крупнейших управляющих компаний, а также краткое описание их «продуктовой линейки».

Табл. 6.5

Сектор ETF сегодня: ведущие компании, управляющие ETF (общий размер активов и количество фондов)

Наименование управляющей компании	Количество фондов	Размер активов (млн долл.)	Примечания
BlackRock (iShares)	270	500 494	25 подсекторов (технологии и программное обеспечение, ипотечное финансирование); 41 страна (Таиланд, Турция, Индия)
State Street (SPDR)	109	289 752	33% активов в S&P 500 SPDR; 45 секторов
Vanguard	64	205 001	80% активов — фонды широкого рынка; отсутствуют страновые фонды и фонды, инвестирующие подсектора
Invesco PowerShares	125	58 537	5 фондов с активами размером выше 1 млрд долларов; половина активов — NASDAQ QQQ; 20 «динамичных» фондов
ProFunds	132	23 535	Маржинальные, инверсивные и маржинальные инверсивные фонды; крупнейшие фонды: Ultra Short U.S. Treasury 20+ years; Short and Ultra Short S&P 500
WisdomTree	48	15 691	WisdomTree Total Dividend (оригинальная стратегия, на сегодня 1% активов); 9 валютных фондов
Guggenheim Investments	36	7 946	10 валютных фондов (рубль, фунт, песо и т. д.)
Direxion Funds	56	6 862	Бычий (тройное кредитное плечо); медвежий (тройное кредитное плечо)

Если Vanguard потребовалось почти 10 лет для того, чтобы войти в сектор ETF, ее конкуренты реагировали гораздо медленнее. В конце 2011 года Fidelity объявила о том, что собирается расширить свой бизнес в сфере ETF и открыть новые фонды в дополнение к единственному ETF (на основе индекса NASDAQ), которым она управляла с 2003 года. В начале 2012 года PIMCO запустила активно управляемые ETF на основе своего флагманского фонда Total Return Fund. Alliance Bernstein, Dreyfus, Janus и T. Rowe Price представили заявки в SEC для выхода на рынок активно управляемых ETF. Как мы видим, количество игроков в сегменте ETF постоянно увеличивается. Но сколь глупо бы ни было спекулировать на моментальных колебаниях биржевого курса, не является ли большей глупостью спекулировать на том, сможет ли конкретная управляющая компания значительно превысить доходность самого рынка в конкретный момент времени или нет?

Другие компании, такие как American Funds и Franklin Resources, чувствуя на себе давление конкуренции, также могут присоединиться к «параду участников рынка ETF». Вероятнее всего, они будут использовать ту же модель активного управления. (Многие компании недолголюбивают индексные фонды, особенно за их крайне низкие затраты.) Однако с учетом повсеместного доминирования индексации, зародившейся из-за неспособности активных управляющих неизменно показывать высокую долгосрочную доходность, модель активно управляемых ETF, на мой взгляд, не сможет стать двигателем отрасли. В связи с этим на рынке будут по-прежнему доминировать iShares компании BlackRock, SPDR компании State Street и ETF Vanguard на основе индексов.

Несъедобное кушанье

Если вспомнить, что обычно «обед узнают по кушанью, а ум – по слушанью», то окажется, что ETF не слишком вкусны. Доказательством тому служит истинное положение дел инвесторов в таких фондах. В большинстве случаев ETF по сути своей спекулянты с колоссальными торговыми оборотами, и даже относительно устойчивые из них часто не выполняют свои обещания. В табл. 6.6 представлены данные о доходности ряда ETF в *соответствии с их отчетностью* по сравнению с доходностью, *фактически полученной* инвесторами. Мы учли доходность инвесторов в разные виды ETF: узкоспециализированные, маржинальные, а также инверсивные. Мы будем называть эту доходность соответственно: *доходностью фондов, взвешенной по времени*, и *доходностью инвесторов, взвешенной по деньгам*.

Табл. 6.6

Доходность инвесторов в ETF существенно отстает от доходности их фондов

Категория фонда	Годовая доходность за 5 лет, %			Совокупная доходность за 5 лет, %		
	ETF	Инвесторы	Опережение/ отставание инвесторов	ETF	Инвесторы	Опережение/ отставание инвесторов
ETF широкого рынка						
SPDR S&P 500	-0,2	-3,7	-3,5	-1,1	-17,4	-16,3
Vanguard Total Stock Market Index	0,4	2,3	2,0	1,9	12,3	10,4
iShares Russell 3000 Index	0,0	-1,0	-1,0	-0,2	-5,1	-4,9
iShares MS CI EAFE Index	-4,0	-6,6	-2,6	-18,5	-29,0	-10,5
Средняя доходность	-1,0	-2,3	-1,3	-4,8	-10,8	-6,0
Узкоспециализированные/ Инверсные ETF						
SPDR Gold Shares	21,8	19,2	-2,7	168,5	140,4	-28,1
iShares MS CI Emerging Markets Index	2,9	2,0	-0,9	15,4	10,5	-4,9
Vanguard MSCI Emerging Markets Index	3,8	1,2	-2,5	20,4	6,3	-14,1
iShares MSCI Brazil Index	9,5	1,5	-8,0	57,4	7,9	-49,4
Ultra S&P 500 ProShares	-10,0	0,1	10,0	-40,8	0,3	41,1
Short S&P 500 ProShares	-4,4	-23,1	-18,7	-20,2	-73,1	-52,8
Средняя доходность	3,9	0,2	-3,8	21,3	0,0	-20,5

Источник: расчеты автора на основе Strategic Insight, ноябрь 2011 года

За одним-единственным исключением ETF, вошедшие в данную выборку и использовавшие заемные средства (и иные экстремальные стратегии), принесли своим инвесторам доходность, существенно отстающую от доходности их базового индекса. Несмотря на то что совокупная доходность ETF за 5 лет составила +21,3 %, доходность инвесторов в эти ETF в среднем была на уровне +0,8 % (более чем на 20 процентных пунктов меньше). Представьте себе размер отставания, если бы мы оценивали его за 10 полных лет! Любопытный парадокс: относительная потеря капитала инвесторов, делавших ставки на понижение (S&P 500 Short ETF), составила 52 %, а инвесторы, ставившие на повышение (S&P Ultra 500 ETF), заработали 41 процентный пункт, хотя их накопленная доходность была лишь 0,3 %. (Пожалуйста, не просите меня разъяснить разницу!) Обратите внимание также, что даже самые успешные отрасли нашего времени оставили своих инвесторов в проигрыше (Бразилия – минус почти 50 %; золото – минус 28 %).

Дела у инвесторов в ETF широкого рынка, напротив, шли гораздо лучше. Отставание от индексов за год составило 1,3 процентного пункта, или 6 процентных пунктов за 5 лет. Однако торговая активность по SPDR стоила трейдерам потери 16 процентных пунктов

от потенциального капитала. Инвесторы фонда Total Stock Market ETF компании Vanguard, годовая оборачиваемость которого составила скромные (для этой сферы) 207 %, фактически получили более *высокую* доходность, чем доходность самого индекса. Вероятно, это объясняется тем, что активы фонда в самом начале были невелики, но постепенно к концу пятилетнего периода увеличились до 1 млрд долларов. Очевидно, что большинство узкоспециализированных и спекулятивных ETF сослужили инвесторам плохую службу. За 5 лет (в данном примере) относительная потеря капитала инвесторами составила в среднем 20 %.

Будем справедливы: еще рано делать выводы о том, какое значение имеет обеспечение ETF моментальной ликвидности в сравнении с ежедневной ликвидностью традиционных взаимных фондов. Пройдет еще несколько лет, и мы сможем оценить доходность за десятилетие. Результаты тех немногих фондов, которые работают в течение 10 лет или более, не слишком впечатляют. Мне удалось найти всего 62 фонда ETF с достаточно долгой историей, чтобы вычислить доходность для инвесторов за 10 лет. Среднегодовая доходность этих ETF за десятилетие составляла 6,9 %. Инвесторы в ETF (было бы правильнее назвать их «спекулянтами») зарабатывали только 4,2 % годовых – невероятное накопленное отставание, почти на 50 % за период.

В главе 4 мы говорили о том, что доходность, получаемая инвесторами традиционных активно управляемых фондов акций, в целом по рынку значительно отставала от доходности, которую фонды отражали в своей отчетности. Обычно разница оказывалась на уровне 1–3 процентных пунктов за последние 15 лет. Эти показатели за более длительный период невозможно корректно сравнить с пятилетними данными по ETF. Тем не менее в табл. 4.4 были представлены доказательства, что есть прямая корреляция между более высокой волатильностью и более низкой доходностью инвесторов. То есть чем больше волатильность, тем больше отставание доходности инвесторов. В менее волатильных фондах, таких как TIF, отставание меньше. Если этот принцип верен и для ETF (как подтверждает вся их относительно короткая история), то более высокая волатильность, характерная для узких секторов, будет отрицательно сказываться на доходах, которые инвесторы в ETF могут реально получить.

ETF продолжают эволюционировать от простого к сложному. По мере распространения этой тенденции – которая, как я полагаю, ни для кого не является сюрпризом – появились очевидные проблемы. Поскольку маржинальные ETF были созданы для увеличения доходности игроков на повышение, или быков (и для игроков на понижение (медведей), использующих короткие продажи), оказалось, что кредитное плечо (как правило, *тройное*) хорошо работает на ежедневной основе, но не решает задачи, когда дни превращаются в месяцы, а месяцы – в годы. Например, ProShares Ultra S&P 500 ETF имеет своей целью вдвое превзойти доходность индекса S&P 500 на ежедневной основе. Но за последние 5 лет ETF показал доходность в –25 %, в то время как сам индекс принес 10,5 %.

В начале 2012 года возникло еще одно затруднение. Credit Suisse приостановила предложение своих биржевых нот (Exchange Traded Note – ETN) «Velocity Shares Daily 2XVIX Short-Term» ETN, которые, как было обещано, должны были вдвое превзойти по доходности ряд фьючерсов на индекс волатильности рынка Чикагской биржи опционов (CBOE Market Volatility Index). (Я не приукрашиваю!) Для стареющего луддита⁹⁶ ставки на волатильность рынка являются воплощением полного абсурда, но еще более безумным мне представляется привлечение заемных средств для финансирования таких ставок. В любом случае в середине марта ажиотажный спрос на USD2XVIX превысил внутренние лимиты их эмитента

⁹⁶ Луддиты, от англ. luddites – группа английских рабочих, протестовавших в начале 1800-х против изменений, которые повлекли промышленный переворот, и считавших, что их рабочим местам угрожает опасность. Часто протест выражался в разрушении машин и оборудования. Названы по имени их предводителя Неда Лудда. *Прим. науч. ред.*

Credit Suisse. В этот момент банк прекратил выпуск новых бумаг, цена их взлетела, а затем на двухдневном боковике упала на 50 %. А ведь авторитетное издание Barron's предупреждало инвесторов: «Держитесь подальше». И я с этим согласен.

Во «вселенной ETF» насчитывается около 200 ETN. Однако нота – это всего лишь необеспеченный заем инвестиционному банку; она не попадает под действие положений о защите инвесторов, предусмотренных законом об инвестиционных компаниях 1940 года. Комиссия за управление вычитается из «теневой чистой стоимости актива», определяемой на базе доходности ETN до вычета сборов за период с момента ее создания. Очевидно, ETN – лишь один из нескольких способов инвестирования в товарные фонды, которые имели бы слишком много проблем, даже если бы могли быть организованы в форме ETF. Я считаю, что вам следует избегать всех этих сложностей и рисков. Если же вы хотите положить в основу своей стратегии принцип «купить и владеть», вы должны ориентироваться на стандартные виды ETF. Ну а если как инвестор вы способны сопротивляться любым соблазнам, ориентируйтесь на изначальное представление о долгосрочном инвестировании – TIF общего рынка⁹⁷.

ETF: независимая (и разумная) оценка

Мои взгляды на ETF редко воспринимаются надлежащим образом. В связи с этим позвольте пояснить некоторые моменты: я положительно отношусь к концепции ETF, но только тогда, когда эти фонды: 1) применяются надлежащим образом; 2) используются для инвестирования, а не для спекуляции. Отрицательно я отношусь к разного рода перегибам в реализации этой концепции. Большой радостью для меня была статья в издании The Economist, славящемся сбалансированным взглядом на будущее. Эта публикация отражает многие мои мысли по поводу ETF, которые я высказал в этой главе. Вот некоторые выдержки из статьи, опубликованной 23 июня 2011 года.

Блок 6.4

ETF: хорошая идея, которая может стать плохой

Риски усложнения простой идеи

В мире финансов простые идеи чаще всего оказываются лучшими. Изначально планировалось создать портфели акций, воспроизводящие какой-либо рыночный индекс, например S&P 500. Фонды, повторяющие индексы, существовали с 1970-х годов. Такие компании, как Vanguard, предлагали их частным инвесторам в форме взаимных фондов. Однако, как становится понятно из самого названия, основной характеристикой ETF является то, что они торгуются на фондовой бирже, поэтому инвесторы могут легко продавать и покупать паи в таких фондах. Когда широкая публика тепло приняла простой ETF, финансовая отрасль

⁹⁷ Возникает серьезный вопрос: повышает ли столь высокая оборачиваемость ETF риски фондового рынка? В своей статье под названием «Как торговля индексами повышает уязвимость рынка» (How Index Trading Increases Market Vulnerability) в Financial Analysts Journal за март/апрель 2012 года редактор Родни Салливан и Джеймс Шонг говорят о том, что резкий рост торговых операций с ETF снизил преимущества диверсификации для всех видов портфелей акций... увеличив волатильность рынка. Авторы пришли к выводу, что колоссальные объемы торгов с ETF, на сегодняшний день составляющие 35 % от общего объема торгов на биржах США (5 % десятилетие назад), сделали рынок более хрупким и увеличили системные риски фондового рынка США.

решила предложить ей фонды с различными «вкусовыми добавками». В результате теперь инвесторы по всему миру могут выбирать из 2747 фондов, охватывающих буквально все возможные сегменты: от азиатской недвижимости до водопроводных компаний.

Новые виды ETF стали инструментом, позволяющим хедж-фондам спекулировать на рынке в течение всего биржевого дня, делать сложные ставки на неликвидные классы активов. Портфели некоторых ETF состоят не из широкого спектра акций, а из производных, контрагентом по которым является инвестиционный банк. В теории это дает инвесторам необходимый набор инструментов для того, чтобы создать портфель, в наибольшей степени соответствующий их восприятию рисков и взглядам на перспективы экономики.

Не соответствует информации на упаковке

Один из рисков связан с ликвидностью. В некоторых сегментах, таких как развивающиеся рынки, инвесторам проще покупать и продавать паи ETF, чем совершать операции с неликвидными базовыми активами. Но риски ликвидности не исчезли. Во время потрясения на рынке, известного как Flash Crash («молниеносный обвал»), в мае 2010 года индекс Доу-Джонса мгновенно упал на 1000 пунктов на фоне исчезновения ликвидности: 60–70 % сделок, которые впоследствии должны были быть аннулированы, были сделками с ETF.

Еще один риск относится к изменениям в характере ETF, развитию синтетических ETF и связанных продуктов, таких как биржевые ноты (ETN). Эти фонды не владеют какими-либо активами, например акциями или облигациями. Они организуют сделки с деривативами с инвестиционными банками, которые гарантируют выплату определенного дохода. Для инвестора это означает риск того, что банк не совершит заявленную выплату.

Будет крайне неприятно, если необдуманное и безответственное развитие таких продуктов испортит хорошую инновацию. Даже некоторые профессионалы в отрасли выражают беспокойство повсеместным проникновением новых инструментов. Если они не сработают, это может снизить привлекательность ETF в целом... а это будет позор. Комиссия, взимаемая за управление, всегда «съедала» доходы инвесторов. ETF были превосходным способом сохранить свои деньги. Но, уподобляясь сверхактивному ребенку, финансовый сектор никак не может оставить хорошую вещь в покое.

Будущее индексных фондов

Несомненно, TIF и ETF пришли в наш мир надолго. По крайней мере, на сегодняшний день активы обоих видов фондов продолжают расти не только в абсолютном выражении, но и в сравнении с активно управляемыми фондами акций. Становится все более очевидно, что философия долгосрочного инвестирования, представленная TIF, и концепция краткосрочной спекуляции, которую определяют ETF, борются за капитал одних и тех же инвесторов.

Столкновение культур на арене индексных фондов – это столкновение между двумя разными философиями. Первая состоит в том, чтобы *купить и владеть* широко диверсифицированным портфелем акций и облигаций. Вторая – в том, чтобы *купить* такой портфель и *продать его по своему усмотрению*. Таким же образом можно поступить с узкоспециализированными портфелями, в состав которых входит все что угодно (в том числе с портфелями, использующими кредитное плечо, позволяющими многократно поднять ставки). Редко когда выбор между инвестированием и спекуляцией бывает столь очевиден.

Справедливости ради отметим, что нам следует делать различие между использованием ETF частными инвесторами и финансовыми институтами. Очевидно, операции таких институциональных инвесторов (хеджирование портфелей акций, временный перевод в акции свободного денежного остатка и краткосрочная спекуляция на колебаниях биржевых курсов), преобладают в общем объеме сделок с ETF.

И хотя у нас не так много данных по этому вопросу, есть многочисленная группа индивидуальных инвесторов, продуктивно использующих ETF. Они инвестируют в широко диверсифицированные фонды ETF и владеют ими. Для них вполне приемлемы относительно низкие операционные затраты, которые обеспечивают ETF в силу пассивного управления (по сравнению с активно управляемыми фондами).

Опрос, проведенный Morningstar, показывает, что большинство частных инвесторов используют ETF для торговли, хотя заключаемые ими сделки представляют собой крайне незначительную часть от огромного оборота, обеспечиваемого институциональными инвесторами. Около 54 % опрошенных частных инвесторов сказали, что они проводят сделки с ETF в своих портфелях один раз за несколько месяцев или даже за год. Порядка 11 % планируют совершать сделки с ETF ежемесячно и 3 % заявили, что они будут торговать ETF ежедневно. Естественно, опрос – это всего лишь опрос. Подобные исследования не всегда дают надежные сведения о фактических действиях человека в прошлом или ожидаемых поступках в будущем. Только с течением времени собранные нами данные смогут подтвердить или опровергнуть факты.

Как уже неоднократно говорилось, чем выше торговая активность, тем больше вероятность отставания от целевых уровней. Если глупость не может быть устранена на законодательном уровне, я не вполне понимаю, как она может быть устранена в принципе, несмотря на все наше желание. Просто надо собственным трудом и путем дорогих ошибок понять одну извечную мудрость: в долгосрочной перспективе инвесторы выигрывают, а спекулянты проигрывают. Важно уточнить при этом, что спекуляция не ограничивается ETF. Тем или иным образом спекуляция играет основную роль в работе пенсионной системы США, создавая проблемы и риски, которые мы должны устранить в интересах граждан (инвесторов).

Глава 7

Взлет, падение и возрождение Wellington Fund

Пример из жизни – инвестирование выигрывает, спекуляция проигрывает

Наименование Wellington имеет магическую ауру, оно дает своеобразное ощущение качества, которое делает его практически идеальным для консервативной финансовой организации.

Уолтер Морган, «Коммерческие решения, изменившие нашу жизнь» (Business Decisions That Changed Our Lives), 1964 год

Введение

Победа долгосрочного инвестирования над краткосрочной спекуляцией – не просто теория. Она вполне может стать реальностью. И в этой главе я предлагаю вам конкретный тому пример – Wellington Fund, сбалансированный взаимный фонд активного управления, который был основан Уолтером Морганом в 1928 году. Мне посчастливилось не только быть свидетелем 61 года его существования из почти 84, но и активным участником двух поворотных событий его истории. Первым из них стало переориентирование фонда с традиционной системы инвестирования на спекуляцию, а вторым – его возвращение к истокам своей инвестиционной политики.

В течение первых 40 лет отличительной чертой Wellington была консервативная стратегия долгосрочного инвестирования. Затем, в 1966 году, пришло новое руководство, которое стремилось к более высокой доходности, и фонд стал использовать агрессивную стратегию. В течение последующего десятилетия эта стратегия, перегруженная элементами спекуляции, безнадежно провалилась. Доходность фонда была очень низкой, а стоимость его активов упала с 2,1 млрд долларов в 1966 году до 475 млн долларов в 1974 году. То есть падение составило более 75 %.

Затем, начиная с 1978 года, Wellington Fund вернулся к решению задач, поставленных перед ним в момент основания: 1) сохранение капитала; 2) разумная текущая доходность; 3) получение прибыли без излишнего риска. Традиционная стратегия фонда, ориентированная на долгосрочную перспективу, уже используется более трех десятилетий. Она оказалась успешной для пайщиков, обеспечив им превосходную доходность. Это позволило вернуть Wellington в группу лидеров рынка, где он ранее уже находился. К 2012 году его активы выросли в цене до 55 млрд долларов, что опять превратило Wellington в крупнейший сбалансированный фонд в отрасли.

Я рассказываю об этом на собственном опыте. Моя работа в индустрии взаимных фондов началась в Wellington в 1951 году, и с тех пор я всегда в той или иной степени занимался его делами. В 1965 году я стал CEO Wellington Management Company, внешнего советника фонда по инвестициям, а в 1970 году – председателем совета директоров Wellington Fund. Я оставался в этой должности до 1996 года, когда ушел на пост почетного председателя, коим и являюсь сегодня.

И если я не имел никакого отношения к развитию фонда в его ранние годы, то в эпоху 1960-х (до 1966 года) я был членом его инвестиционного комитета. Возможно, и мне принадлежит ряд заслуг в деле обеспечения его успеха. Но я также разделяю и ответственность за провал, который за этим последовал. Этот провал позволил мне учиться на собственном

опыте, что помогло мне обрести мудрость и решимость требовать возврата фонда к его традиционной стратегии долгосрочного инвестирования, ориентированной на высокую текущую доходность, контроль рисков, минимизацию комиссии за консультационные услуги и иных операционных затрат, а также на увеличение доходности инвестиций. За этим последовало удивительное возрождение Wellington Fund, которое продолжается и по сей день.

Я пишу эту историю в честь моего великого учителя, Уолтера Моргана, который был пионером индустрии взаимных фондов, а в последние годы – старейшиной отрасли. Ему нравилось название Wellington. Он радовался выходу фонда в лидеры, очевидно, впадал в отчаяние в период последовавшего обвала (хотя и никогда не говорил мне об этом) и вновь радовался его возрождению до 1998 года, когда он в возрасте 100 лет покинул нас. Я посвящаю эту главу его светлой памяти.

Часть I

Уолтер Морган: гений, основавший Wellington⁹⁸

27 декабря 1928 года стал днем рождения Wellington Fund. Именно в этот день в регистрирующие органы штата Делавэр был представлен большой комплект скучных документов, призванных вдохнуть жизнь в компанию. В тот момент Уолтер Морган превратил свою идею в реальность, бизнес начал работать. Это была небольшая, скромная и, что и говорить, незначительная компания, обладавшая, однако, большим потенциалом. И это ее будущее во многом определялось более ранними событиями.

После окончания Принстонского университета в 1920 году г-н Морган начал свою карьеру в крупной аудиторской компании. Затем, в 1925 году, он основал собственную аудиторскую компанию Morgan and Company. Это был первый опыт воплощения его предпринимательских наклонностей. Вскоре инвестиционный и налоговый консалтинг стали доминирующими направлениями в его бизнесе. Пока г-н Морган помогал самым разным клиентам в сфере инвестирования, у него возникла идея о том, что выгоднее заниматься управлением инвестициями, нежели консультировать множество частных инвесторов. Это был более совершенный метод диверсификации активов, чем покупка акций всего лишь небольшого количества компаний, а также более удобный способ решения проблем учета и хранения значительного объема ценных бумаг (плюс дивидендов и процентного дохода, приносимых ими).

Решение сразу стало очевидным. Если все эти частные инвесторы преследовали одни и те же инвестиционные цели, то почему бы не консолидировать их активы в единый фонд? Как и большинство хороших идей, мысль, постоянно преследовавшая г-на Моргана, была чрезвычайно простой: объединить ряд индивидуальных инвестиционных счетов в один большой фонд, который мог бы быть широко диверсифицирован и давать возможность инвестирования в акции сотен компаний. Этот фонд мог бы находиться под эффективным управлением опытных специалистов по инвестированию. Организация такого «взаимного фонда», безусловно, требовала управленческих, аналитических и маркетинговых навыков. Отчасти они были даны Моргану от природы или получены благодаря образованию, практической подготовке и ценностям, в которые он верил. С другой стороны, он обладал уникальной способностью подбирать талантливых людей в свою команду.

К 1 июля 1928 года Industrial and Power Securities Company (первоначальное наименование Wellington Fund) привлекла активы клиентов на сумму немногим более 100 000 долларов и начала работать. Несмотря на то что Уолтер Морган выбрал для создания новой инвестиционной организации худший момент в финансовой истории США, он обладал благословенным даром предвидения и организовал *сбалансированный* фонд, то есть фонд, не только инвестировавший в акции, но и имевший в своем портфеле значительную долю облигаций. Фонд был создан всего лишь за несколько месяцев до краха финансового рынка в 1929 году.

⁹⁸ Информация, представленная в данном разделе, является выдержкой из книги «Коммерческие решения, изменившие нашу жизнь» (Business Decisions that Changed Our Lives), опубликованной Random House в 1964 году. Глава «Широкая публика приходит на Уолл-стрит – рождение новой концепции инвестирования» (Main Street Comes to Wall Street – A New Investment Concept Is Born) была написана г-ном Морганом. При подготовке этой главы, которую можно прочитать на моем сайте http://johncbogle.com/wordpress/wp-content/uploads/2012/09/Main_Street_Comes_to_Wall_Street.pdf, я тесно сотрудничал с Морганом в качестве своеобразного «литературного негра».

В годы Великой депрессии, последовавшие за созданием фонда, все преимущества консервативного инвестирования стали очевидны. Именно благодаря консервативной философии и стратегическим перестановкам управляющих в Wellington Management Company Морган фонд продемонстрировал свою устойчивость и возможности противостоять обвалу рынка. В эти непростые времена он обеспечивал относительную стабильность стоимости активов, с чем во второй половине 1929 года не мог конкурировать практически ни один инвестиционный траст или взаимный фонд. Постепенно в фонд стали поступать новые капиталы, а к концу года размер его активов увеличился до 195 000 долларов.

Что скрывается за названием?

Г-н Морган выбрал название Wellington для своей управляющей компании по ряду причин. Исследователь жизни и почитатель графа Веллингтона, Морган восхищался историей его военных кампаний. При этом название Wellington не использовалось другими финансовыми институтами США, в отличие от фамилий других героев Америки, таких как Вашингтон, Джефферсон, Гамильтон и Линкольн. И что самое важное, название Wellington легко запоминалось. Оно отличалось от других. Оно имело магическую ауру, давало своеобразное ощущение качества, которое делало его практически идеальным для консервативной финансовой организации.

Первоначальное наименование фонда – Industrial and Power Securities Corporation⁹⁹ – было выбрано потому, что соответствовало духу 1920-х. Но оно не гармонировало с духом 1930-х. Испытания и невзгоды, преследовавшие закрытые трасты, которые пользовались большим кредитным плечом (многие из них обанкротились в годы потрясшего экономику катаклизма), придавали отрицательную коннотацию прилагательному *Industrial* («промышленный»), ранее широко использовавшемуся в названиях. В результате краха крупных коммунально-бытовых компаний того времени прилагательное *Power* («энергетический») также не подходило. И, что, возможно, было более важным, никто не мог запомнить первоначального наименования фонда. Инвестиционное сообщество Филадельфии стало называться вместо Industrial and Power Securities Corporation – Wellington (по имени одного из фондов под управлением Wellington Management Company).

Решение вскоре стало очевидным. 11 июля 1935 года Industrial and Power Securities Corporation официально изменила наименование на Wellington Fund. Оно не просто легко запоминалось, но и отлично подходило для того, чтобы достигнуть одной из основных целей Морган: сделать имя *Wellington* брендовым – таким как, например, Cadillac или Tiffany. Выбор названия *Wellington* стал для компании своего рода краеугольным камнем, заложившим основу ее успехов на ранних этапах. Несмотря на тяжкие падения, выпавшие на долю Wellington в последующие годы, имя его живет¹⁰⁰ и во многом объясняет тот теплый прием, который оказывают фонду инвесторы.

⁹⁹ Корпорация инвестирования в акции промышленных и энергетических компаний. *Прим. науч. ред.*

¹⁰⁰ Хотя он до сих пор известен как Wellington Fund, официальным наименованием фонда еще в 1980 году стало Vanguard Wellington Fund.

Часть II

О, пионеры!

Когда Морган основал Wellington Fund в декабре 1928 года, он был одним из семи первых взаимных фондов-первопроходцев, сформированных перед «Великим крахом» (Great Crash) 1928 года, который почти уничтожил зарождавшуюся индустрию фондов. Сегодня Wellington остался в одиночестве, поскольку был самым успешным из семи первых фондов. Это заявление может показаться слишком смелым или даже эгоистичным. Но если мы сравним сегодняшнюю сумму активов фонда с активами других фондов, бывших когда-то пионерами отрасли, то оно будет вполне оправданно. Давайте посмотрим, как каждый из этих фондов работал в течение более чем 80 лет с момента своего появления, расположив их в порядке, соответствующем дате создания (см. табл. 7.1).

Табл. 7.1

Совокупная стоимость чистых активов Wellington Fund по сравнению с другими пионерами отрасли

Фонд	Совокупная стоимость чистых активов, тыс. долл.
Massachusetts Investors Trust	3 247 913
State Street Investment Trust	0
Incorporated Investors (ныне Putnam Investors)	1 325 262
Scudder Balanced Fund (ныне DWS Core-Plus Income Fund)	323 314
Pioneer Fund	6 308 697
Century Shares Trust	178 217
Wellington Fund	55 238 130

Massachusetts Investors Trust

Massachusetts Investors Trust (MIT), основанный в 1924 году, был не просто первым взаимным фондом. Он занимал ведущее место в отрасли в течение последующих 45 лет. Ключом к успеху этого фонда акций стала умеренная инвестиционная политика и его устойчивая репутация как самого низкозатратного фонда в отрасли. Затем, в 1969 году, фонд отказался от своей первоначальной «взаимной» структуры (он находился под управлением собственных доверительных управляющих) и вошел в состав группы Massachusetts Financial Services (MFS). В 1980 году MFS была продана канадской Sun Life, и операционные затраты MIT выросли в 5 раз – с 0,19 % в 1968 году до 0,97 % в 2011-м. Доходность фонда, соответственно, снизилась. И даже высокие показатели доходности, продемонстрированные компанией в последние годы, не помогли улучшить долгосрочную доходность фонда. В настоящее время активы MIT, размер которых составляет 3,2 млрд долларов, лишь бледная тень достигнутого 10 лет назад пика в 15 млрд долларов.

State Street Investment Trust

State Street Investment Trust был основан вскоре после MIT в 1925 году, но ушел из бизнеса в 2004-м. Его основатели продали компанию Metropolitan Life Insurance Company в 1982 году. Ряд управляющих, ориентированных на высокорисковые портфели, изменили политику фонда. Он отказался от своих изначальных приоритетов по консервативному и разумному инвестированию и сделал выбор в пользу спекулятивной стратегии. Судьбу фонда предрешило снижение его доходности в период падения рынка в 2000–2003 годах. В 2004-м, после уменьшения стоимости активов фонда до 1,4 млрд долларов (с 3,9 млрд долларов), Metropolitan продала его финансовому конгломерату BlackRock. Новый владелец управляющей компании решил восстановить положение State Street и провел его слияние с фондом BlackRock Large Cap Core Fund. Я был глубоко опечален уходом State Street Investment Trust и описал его как «смерть в семье»¹⁰¹.

Incorporated Investors

Incorporated Investors был основан в 1926 году. Он отказался от независимого существования в 1964-м, когда вошел в состав Putnam Group. Вскоре фонд изменил свое название на Putnam Investors. С того момента и его стратегия, и его доходность стали неустойчивыми. Что еще хуже, свою роль сыграли высокие операционные затраты в 1,2 %. В последние 15 лет доходность фонда отставала от доходности индекса S&P 500 более чем на 2 процентных пункта ежегодно. В настоящее время размер его активов составляет 1,3 млрд долларов, то есть лишь десятую часть от 13 млрд долларов, которые фонд имел 10 лет назад.

Scudder Stevens & Clark Balanced Fund

В течение более чем 40 лет со дня основания в 1928 году этот сбалансированный фонд под управлением знаменитой инвестиционной консалтинговой компании Scudder Stevens & Clark был достойным соперником Wellington Fund. Но в 1970 году руководство Scudder отказалось от первоначальной сбалансированной стратегии фонда и превратило его в фонд облигаций, переименовав в Scudder Income Fund. Это изменение не пошло ему на пользу. В 1997 году управляющая компания была продана новым владельцам, которые затем перепродали ее в 2002-м. Сегодняшним владельцем компании является Deutsche Bank, переименовавший фонд в DWS Core-Plus Income. (Непонятно, как такое наименование сможет помочь фонду вновь завоевать лидерство среди новых конкурирующих фондов облигаций.) Заметно ослабившие фонд высокие операционные затраты (1,6 % в год), а также постоянная смена управляющих портфелем (за последние 6 лет на этой должности сменилось 10 (!) человек) не позволили фонду улучшить свою доходность. *Отрицательная* доходность фонда в 18 % в 2008 году показала его серьезное отставание (в 23 процентных пункта) от *положительной* доходности индекса рынка облигаций на уровне 5 %. Активы фонда упали в цене до 300 млн долларов.

Century Shares Trust

Первоначально фонд ориентировался на акции страховых компаний. Этот пионер индустрии существенно нарастил активы во время бума страховых компаний в 1935–1945

¹⁰¹ Удивителен тот факт, что из семи первых фондов ушел с рынка только один. В последние десятилетия вероятность краха фондов в целом по отрасли составляла в среднем около 50 % за 10 лет.

годах. В 1945 году стоимость его активов составляла 220 млн долларов. (Несмотря на то что по сегодняшним меркам эта сумма невелика, в то время Century Shares был восьмым по величине взаимным фондом в отрасли.) Однако фонду еще только предстояло найти свою нишу. В силу удачного стечения обстоятельств или по необходимости, но в 2001 году он изменил свою направленность и превратился в фонд акций роста, ориентированный на секторы здравоохранения, высоких технологий и розничной торговли. С того времени его доходность была удовлетворительной, но нестабильной, а вот найти свое лицо для фонда оказалось трудной задачей. К 2012 году размер активов фонда упал ниже 200 млн долларов.

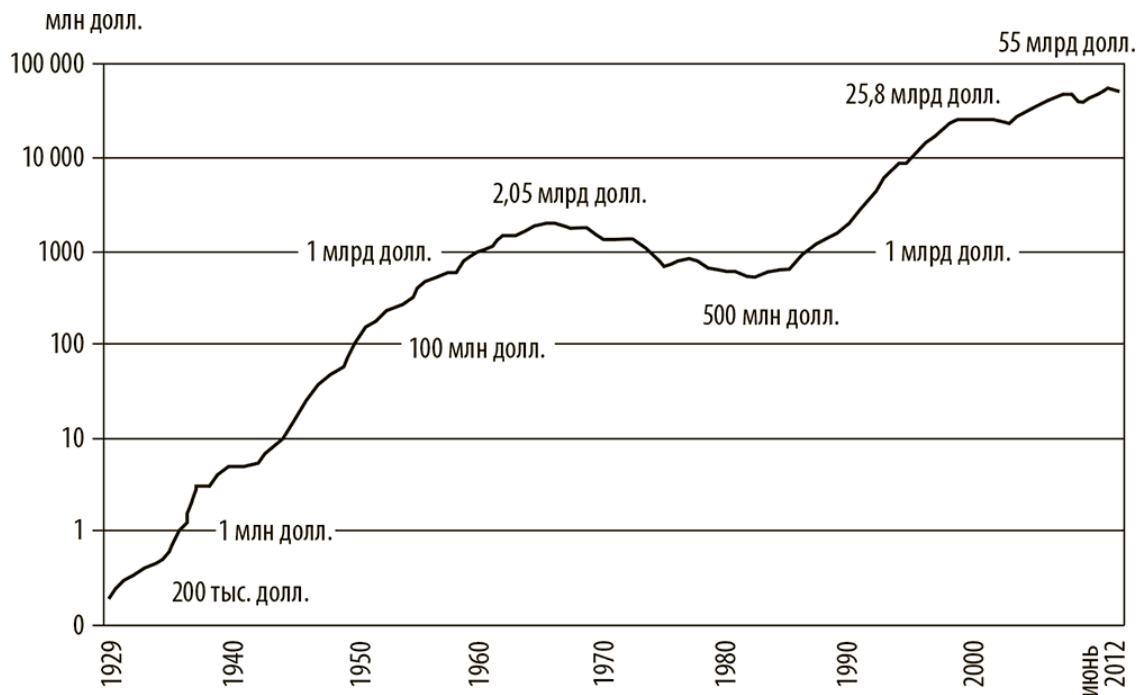
Pioneer Fund

Наименование хорошо подходит этому фонду, поскольку он действительно является одним из пионеров отрасли. Фонд был основан в 1928 году. Как умеренный фонд акций, Pioneer во многом остается верным своей стратегии долгосрочного инвестирования. Хотя его активы упали в цене с 8 млрд долларов в 2006 году до 4,6 млрд долларов в 2012-м, Pioneer удалось выжить. В истории фонда были многократные изменения собственников управляющей компании и переходы от одних финансовых конгломератов к другим. Кроме того, его операционные затраты составляли весьма существенные 1,1 %. Но направленность фонда на долгосрочное инвестирование (годовая оборачиваемость менее 10 %) и историческая доходность, почти соответствующая доходности индекса S&P 500, помогли Pioneer сохранить за собой роль ведущего игрока. Тем не менее его активы составляют не более одной десятой части активов Wellington.

Чем объясняется преимущество Wellington?

Что же отличало Wellington Fund от других пионеров отрасли? Какая стратегия позволила фонду не только выжить, но и нарастить активы? Прежде всего, он использовал умеренную сбалансированную стратегию инвестирования и *никогда* не изменял заявленным целям, о которых мы говорили ранее: сохранение капитала; разумная текущая доходность и получение прибыли без излишнего риска. Фонд последовательно реализовывал эти задачи, за исключением периода с 1968 по 1978 год, когда Wellington отклонился от первоначальной стратегии. С 1978 года Wellington остается консервативным сбалансированным фондом, ориентированным на долгосрочное инвестирование. Как известно, «леопард *никогда* не меняет рисунок своей шкуры». Хотя во время событий, описанных в части III данной главы, этот «рисунок изменил свой цвет», в итоге он стал таким же, как и прежде.

Несмотря на то что в 84-летней истории фонда был десятилетний провал, его совокупная доходность превышала доходность конкурентов. Этому успеху способствовали многие факторы: нацеленность на долгосрочное инвестирование, последовательная стратегия, высокое качество управления портфелем (которое обеспечивала его консалтинговая компания) и в особенности крайне низкие операционные затраты. Благодаря высокой доходности, а также неизменному превосходству над конкурентами, которое удерживается последние 30 лет, активы фонда Wellington стабильно увеличивались (см. рис. 7.1). Рост прекратился только в трудные для фонда годы (о которых мы говорили выше), но и этот спад был вскоре с успехом преодолен.



Источник: отчетность фонда

Рис. 7.1. Активы под управлением Wellington Fund (1929–2012 годы)¹⁰²

Устойчивый долгосрочный рост, прервавшийся лишь однажды

Какой же вывод можно сделать из того разительного контраста, с которым «ветры перемен» – в судьбах и конкуренции, в стратегиях и суждениях – сказались на деятельности первых семи фондов на каждом этапе их существования? Почему к Wellington Fund пришел успех, в то время как другие отстают или уходят из бизнеса? Давайте проанализируем эти уроки истории.

- Ориентируйтесь на мудрость долгосрочного инвестирования, избегайте безрассудства краткосрочной спекуляции.
- Никогда не забывайте о заявленных целях фонда.
- Держитесь одной стратегии. Если что-то не ладится в ее реализации, исправьте это.
- Тщательно оценивайте риски и контролируйте их.
- Никогда не меняйте советников по инвестициям, если не будет однозначно доказано, что это послужит интересам пайщиков фонда¹⁰³.
- Сохраняйте наименование фонда, заботьтесь о его репутации и цените его.
- Снизьте операционные затраты фонда до необходимого минимума. И не только операционные затраты и комиссию за оказание консультационных услуг, но и затраты, связанные с высокой оборачиваемостью портфеля.

¹⁰² Самый низкий показатель размера активов в 475 млн долларов был достигнут в июле 1982 года, после чего начался беспрецедентный в истории Wellington Fund рост. Ведущую роль в возрождении фонда сыграло решение, принятое в феврале 1977 года, об отмене комиссионных с продаж и отказе от ориентации на брокерско-дилерскую сеть, которая занималась продажей паев в Wellington с момента основания фонда. Было принято решение в дальнейшем использовать только ориентированную на инвесторов стратегию продажи паев «без комиссионных».

¹⁰³ Если консалтинговая компания продается, чтобы обогатить своих основателей, будьте бдительны. Если в качестве новой консалтинговой компании выступает финансовый конгломерат – бойтесь этого!

Все это вновь подтверждает верность слов, которые я повторяю уже много лет: *«Не сворачивайте с курса!»*

Часть III

Стратегия и доходность Wellington (1929–2012 годы)

Я выделил три этапа в жизни фонда Wellington: взлет (1929–1966 годы), падение (1967–1978 годы) и возрождение (с 1979 года по настоящее время). Но прежде чем перейти к подробному рассказу об этом, я хотел бы обсудить некоторые проблемы получения высокой доходности на конкурентном и эффективном финансовом рынке.

Его долгая история научила меня тому, что мудрость долгосрочного инвестирования заведомо выигрышна, а безумство краткосрочной спекуляции заведомо проигрышно. История (и арифметика) говорят нам о том, что доходность взаимного фонда определяют четыре фактора: 1) инвестиционная политика и стратегия; 2) уровень рисков; 3) опыт управляющих (хотя бы везение в краткосрочной перспективе); 4) комиссия за оказание консультационных услуг и иные затраты на управление фондом. Однако кажется, что с течением времени политика и стратегия, а также уровень рисков и затраты начинают играть более существенную роль. При этом значение способностей управляющих падает, поскольку сотни прекрасных управляющих конкурируют друг с другом, покупая и продавая акции¹⁰⁴. Таким образом, стратегия, риски и затраты – вот основные факторы, позволяющие получать более высокую доходность по сравнению с конкурентами.

Поскольку риск поддается количественному определению, я рассчитал риски Wellington Fund за всю его историю. При этом я использовал два основных показателя: уровень операционных затрат фонда (процентная доля акций и низкосортных облигаций в составе активов) и коэффициент бета, который на данный момент является общепринятым показателем волатильности фонда по отношению к волатильности фондового рынка в целом. Результаты моего анализа описаны в блоке 7.1.

Блок 7.1

История измерения рисков... и склонности к ним

Неизменной отличительной чертой Wellington Fund как сбалансированного взаимного фонда всегда было формирование значительной части инвестиционного портфеля за счет облигаций и иных ценных бумаг с фиксированной доходностью. За более чем 80-летнюю историю фонд использовал разные подходы к управлению рисками, связанными с владением обыкновенными акциями.

В течение первых четырех десятилетий существования фонда распределение между акциями (обычно 60–65 %) и корпоративными и

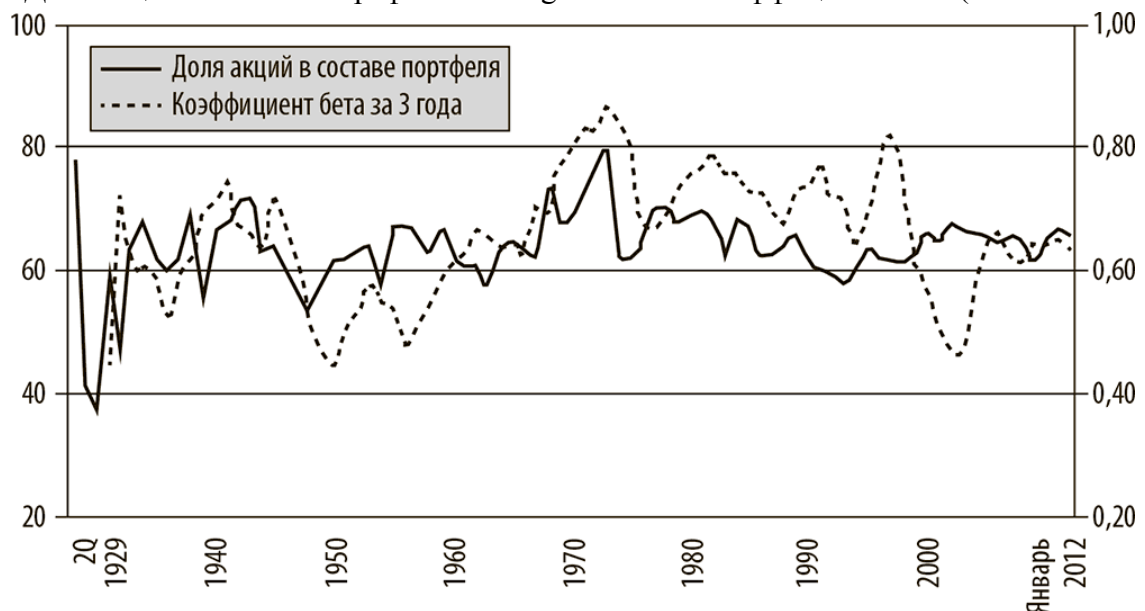
¹⁰⁴ Великий Бенджамин Грэхем был абсолютно прав, описывая фондовый рынок как «гигантскую прачечную, в которой разные организации берут друг у друга кучи белья, чтобы постирать – на сегодняшний день около 30 млн акций в день – без какого бы то ни было смысла». Эти слова были сказаны в 1978 году. К 2012 году прачечная стала еще больше: часто она «перестирывает» 8,5 млрд акций в день. Какой разгул спекуляции! Фактически управляющие фондами покупают акции у других управляющих либо же продают акции другим управляющим. Такая активность, как я уже отмечал ранее, представляет собой игру, в которой нет победителя. А с учетом расходов на совершение сделок она становится заведомо проигрышной.

государственными облигациями (остальные 35–40 %) оставалось почти неизменным. Такой баланс позволял иметь относительно предсказуемые риски, ведь пайщики могли рассчитывать на более умеренное воздействие на них со стороны колебаний фондового рынка (по сравнению с портфелем общего рынка).

В 1960-е ученые разработали новый показатель. Предложен он был в дополнение к основному измерителю риска взаимного фонда – отношению собственного капитала к общей сумме активов. Новый индикатор получил название «коэффициент бета». Он позволял определить волатильность чистой стоимости активов в расчете на пай (расчетной стоимости пая) по сравнению с волатильностью рынка (выраженного фондовым индексом S&P 500). Типичный фонд акций мог иметь *коэффициент бета* около 1,00. Это означало, что у фонда примерно такая же волатильность, как у рынка в целом. Данное значение коэффициента говорило о том, что доля акций в портфеле составляет 100 %. Но поскольку фонды акций, как правило, имеют скромные денежные позиции (около 5 %), их фактический коэффициент бета несколько ниже.

В 1929–1965 годах коэффициент бета фонда Wellington довольно точно отражал долю акций в составе его портфеля. Фактически доля акций в тот период в среднем составляла 62 %, а коэффициент бета был равен 0,60. Показатели подтверждали обычную для фонда степень риска, которая составляла менее двух третей от степени риска фондового рынка в целом. Это соответствовало долгосрочным традициям консерватизма и сбалансированности фонда.

Доля акций в составе портфеля Wellington Fund и коэффициент бета (1929–2012 годы)



Среднее значение за весь срок существования: доля акций в составе портфеля 62 %, коэффициент бета 0,60

Источник: расчеты автора (1929–1972), Wiesenberger; Morningstar

Существуют, однако, отличия и в параметрах самих акций, которыми владеет фонд. Такие различия вызывают несоответствие между долей акций в портфеле и коэффициентом бета. Например, если фонд акций держит 100 % своих активов в высококачественных, доходных бумагах, то его бета

может достигать 0,90. Если же он владеет спекулятивными акциями, более высоко оцененными на рынке; либо акциями более низкого качества; либо акциями небольших компаний; либо акциями компаний, выплачивающих невысокие дивиденды или не выплачивающих их вовсе; либо акциями компаний, имеющих неоднозначные перспективы роста, – в этих случаях его коэффициент бета может вырасти до 1,10 или даже 1,20. Такой портфель будет на треть более волатильным и рискованным, чем портфель более консервативного фонда акций с коэффициентом бета, равным 0,90.

Вне зависимости от того, какой показатель вы предпочитаете, на сегодняшний день мы можем измерить в режиме реального времени (как принято говорить) то, как фонд контролирует свои риски или меняет их уровень в течение продолжительного периода. Представленный выше рисунок знакомит с профилем рисков Wellington на протяжении всей его истории с учетом как доли акций в портфеле, так и коэффициента бета (за скользящий трехлетний период). Подробные сведения о доле акций в портфеле Wellington Fund и коэффициенте бета приводятся в [приложении IV](#).

Риск и доходность

Стабильность уровня риска Wellington Fund и редкие отклонения от нормы сыграли ведущую роль в формировании его доходности по сравнению с другими сбалансированными фондами. На первых этапах Wellington был практически единственным в своем сегменте, но к 2012 году количество конкурирующих сбалансированных фондов превысило 1000. Все эти конкуренты имели уровень риска, примерно сопоставимый с Wellington.

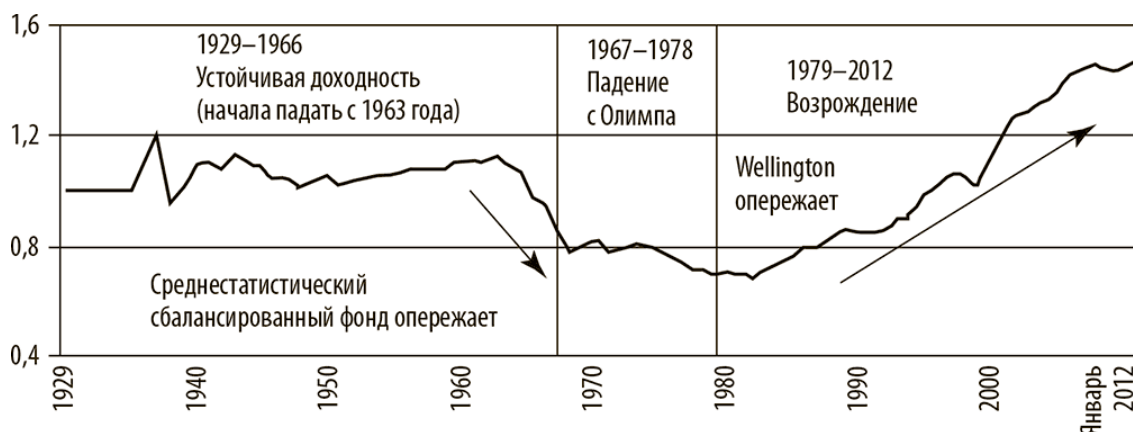
Анализируя эффективность Wellington, я рассчитал доходность фонда за все годы начиная с 1929-го и сравнил ее с доходностью среднестатистического сбалансированного взаимного фонда. При этом я ориентировался на три очевидных этапа в истории Wellington:

1. 1929–1966 годы. Фонд впервые получил невиданное ранее преимущество перед своими конкурентами, которое сохранял до 1960 года. После этого он упал на «дно», где и оставался в течение следующих 6 лет.

2. 1967–1978 годы. Этот период начался с того момента, когда Wellington Management Company объединилась с группой агрессивных, ориентированных на рост спекулятивных управляющих компаний, что привело к повышению риска в фонде до самых высоких уровней за его историю.

3. 1978–2012 годы. Новая эпоха для фонда началась после того, как вновь независимый Wellington Fund (вошедший в состав Vanguard) заставил Wellington Management Company вернуться к ее традиционным ценностям: портфель должен содержать 60–70 % дивидендных акций инвестиционного класса.

Как показано на рис. 7.2, в течение долгих лет фонд в основном опережал своих конкурентов. Несмотря на очевидные неудачи, с которыми пришлось столкнуться, он накопил невероятное преимущество в эффективности, а это само по себе прекрасное достижение в нелегком бизнесе инвестирования чужих денежных средств.



Среднегодовая доходность: Wellington – 8,2 %; среднестатистический сбалансированный фонд – 7,7 %.

Примечание. Здесь представлен рост стоимости первоначального вложения в Wellington Fund по сравнению с вложением аналогичной суммы в среднестатистический сбалансированный фонд. Восходящая линия означает, что Wellington Fund опережает своих конкурентов. Нисходящая линия означает его отставание от показателей конкурентов. Полная история вопроса раскрыта в [приложении V](#).

Источник: *Wiesenberger, Vanguard*

Рис. 7.2. Wellington Fund по сравнению со среднестатистическим сбалансированным фондом: накопленная доходность (1929–2012 годы)

Взлет: устойчивая доходность с последующим падением показателей (1929–1966 годы)

После «Великого краха» (Great Crash) стало очевидно, что у сбалансированного инвестирования есть преимущества для обеспечения финансовой безопасности. 1929 год напомнил нам о фондовых рисках и заставил выучить этот горький урок, ставший особенно печальным для тех, кто использовал кредитное плечо.

В результате этих потрясений в течение 1930-х и 1940-х годов создавалось все больше и больше сбалансированных фондов. В 1930–1960-х годах показатели измерения эффективности были несовершенны и заметно отличались от тех, что мы используем сегодня (не знаю, к лучшему это или к худшему). Тем не менее имеющиеся у нас данные говорят о том, что в 1929–1962 годах Wellington добился устойчивого преимущества перед конкурентами. Годовая доходность в среднем составляла у него 7,0 % по сравнению с 6,6 % у других фондов. Если на первый взгляд эта разница может показаться небольшой, то с учетом сложного процента она означает, что каждый доллар, инвестированный в фонд на начальных этапах его существования, к 1962 году превращался в 9,33 доллара в Wellington и 8,35 доллара – в среднестатистическом сбалансированном фонде. Согласитесь, неплохой перевес!

В период становления фонда, с 1929 года до окончания Второй мировой войны в 1945 году, соотношение между акциями и облигациями в составе его портфеля довольно сильно менялось. Сначала было временное снижение доли акций с 78 % в июне 1929 года до 41 % на пике фондового рынка 3 сентября 1929 года. Позднее, в 1930-х, доля акций в портфеле составляла порядка 50 %, а дисконтные облигации и привилегированные акции (которые приобретались из-за потенциального роста их стоимости) добавляли еще около 10 %. Это повышало долю акций в составе портфеля до 60 %.

В те годы нередкой для небольшого взаимного фонда практикой было привлечение капиталов в портфель с последующим реинвестированием резервов при улучшении конъюнктуры.

юнктуры. В конце 1930-х резервы денежной наличности составляли всего 3 % от общего объема ресурсов, а через год они выросли до 28 %. Аналогичное изменение произошло в 1935-м, когда резервы, составлявшие в середине года 2 %, увеличились до 22 % к концу года. Незадолго до начала Второй мировой войны резервы в совокупности достигли 15 %. Но затем последовало падение рынка и к моменту его окончания данный показатель сократился до 6 %.

Некоторые из этих изменений в пропорциях активов оказывались весьма своевременными и успешными, некоторые – нет. Однако те задачи, которые Wellington легко мог решать до 1949 года, когда сумма его активов составляла менее 100 млн долларов¹⁰⁵ (или 1 млрд долларов в пересчете на сегодняшний день), стали трудными для реализации по мере роста и укрепления фонда. В 1959 году стоимость его активов впервые перешла отметку в 1 млрд долларов (что эквивалентно 8 млрд долларов в наши дни). Возможно, в этот момент управляющие осознали свою уязвимость, а потому не проводили резкого пересмотра структуры активов фонда в течение последующих 10 лет.

В первые полвека существования Wellington основой его успеха среди пайщиков и брокеров, занятых продажей паев, была дивидендная политика. К сожалению, она же, на мой взгляд, привела и к крупнейшему в истории фонда провалу в 1960-х – начале 1970-х. Это было постепенное, но очевидное снижение его эффективности по сравнению с показателями сбалансированных фондов. Подробнее остановимся на этом вопросе в блоке 7.2 «Решение о шести процентах».

Блок 7.2

Решение о шести процентах

Первое формальное упоминание о целевой доходности Wellington Fund в 6 % приводится в его проспекте (prospectus, или установочный документ организации), выпущенном в 1933 году. Дивидендная политика фонда была ясно описана в его рекламной брошюре 1945 года «За заголовками» (Beyond the Headlines): «Политика фонда состоит в том, чтобы прилагать все усилия к выплате дивидендов по такой минимальной годовой ставке, которая представляет собой разумную доходность активов, в том числе с учетом стандартного процентного дохода и дивидендов, специальных дивидендов от продажи ценных бумаг... и прироста курсовой стоимости (при необходимости), если это потребуется для обеспечения разумной доходности пайщиков»¹⁰⁶. Прилагавшаяся к документу таблица показывала данные об общем объеме выплат фонда за 15 лет, которые в среднем составляли 0,90 доллара в расчете на пай (без поправки на дробление паев фонда в пропорции 2/1 в 1956 году) и варьировались от 0,0 до 1,30

¹⁰⁵ Когда я пришел в небольшую компанию Wellington в 1951 году, общая стоимость активов фонда составляла 140 млн долларов.

¹⁰⁶ Дивидендный доход представляет собой выплату процентов и дивидендов, полученных за счет капиталовложений фонда, за вычетом операционных затрат фонда. «Дивиденды» от продажи ценных бумаг представляют собой доход, реализуемый при продаже ценных бумаг фонда за вычетом убытков. «Специальные дивиденды» от превышения курсовой стоимости над номиналом ценных бумаг выплачиваются по усмотрению руководства на основе стандартов бухгалтерского учета, в соответствии с которыми превышение чистой стоимости активов фонда над их номинальной стоимостью в 1 доллар на один пай может быть распределено в форме выплат пайщикам. Фактически такие выплаты возвращают пайщикам их собственные деньги, хотя и без обложения налогом.

доллара. Источники выплат не указывались. Если соотнести эти выплаты с изменениями стоимости активов, то год за годом в течение 1930-х и 1940-х доход составлял от 5,5 до 6,2 %.

Несмотря на принятый в Пенсильвании закон о доверительной собственности, который закреплял распределение реализованного прироста капитала в пользу основных получателей дохода («пожизненных владельцев»), отдавая им предпочтение перед получателями остаточного дохода («прочими владельцами»), такая политика регулярных выплат из источников, помимо инвестиционного дохода, которые мы называли «дивидендами», приводила в ярость наших конкурентов. Многие считали, что такая выплата доходов от прироста капитала (и, конечно, от эмиссионного дохода) является не «дивидендным доходом», а всего лишь доходом инвесторов с их собственного капитала. Как бы то ни было на самом деле, в 1950 году Национальная ассоциация фондовых дилеров (NASD) запретила практику комбинирования дивидендного дохода с доходами из любых иных источников. Соответственно, выплаты Wellington были пересмотрены. Более поздние отчеты говорят о том, что первоначальная средняя выплата в размере 0,90 доллара на пай включала 0,60 доллара инвестиционного дохода, 0,20 доллара дохода от прироста капитала и 0,03 доллара эмиссионного дохода.

В то время как правила представления отчетности изменились, политика фонда осталась неизменной. Пайщики, а также брокеры и дилеры, занимавшиеся продажей паев фонда, ориентировались на высокие выплаты, и, казалось, ничто не сможет их переубедить. По мере роста дивидендов росли и выплаты дохода от прироста капитала. В 1940-х дивиденды в среднем составляли 0,30 доллара на пай, а выплаты доходов от прироста капитала – 0,22 доллара на пай. В 1950-х эти величины составляли соответственно 0,4 и 0,43 доллара на пай. Очевидно, что каждая выплата дохода от прироста капитала снижала расчетную стоимость пая, что усложняло сохранение заявленного уровня дивидендного дохода на каждый пай.

1950–1960-е были эпохой динамичного роста дивидендов (среднегодовой рост составлял 5,2 %). Повышение стоимости акций, отчасти обусловленное увеличением дивидендных выплат, означало, что доход с капитала было легко получить, просто продавая активы, имеющие наибольшую стоимость. Но к 1970 году, задолго до падения рынка 1973–1974 годов, эта тенденция себя исчерпала. К тому времени я стал новым президентом фонда и нес ответственность за представление совету директоров рекомендаций в отношении дивидендной политики. Я достаточно давно работал в отрасли, чтобы понимать, что если мы откажемся от высоких выплат, то инвесторы воспримут такой шаг крайне негативно. Это, в свою очередь, приведет к существенному оттоку капитала, что может серьезно навредить доходности Wellington Fund в целом. И когда в 1970 году нереализованного дохода от прироста капитала не осталось, я рекомендовал – а совет директоров нехотя согласился – выплачивать 0,25 доллара на пай за счет эмиссионного дохода. Я не испытывал энтузиазма по поводу этой идеи, но она казалась подходящей. По крайней мере, такие выплаты нашим пайщикам были освобождены от налогов.

Однако в 1971 году технические особенности налогового статуса фонда привели к тому, что даже эмиссионный доход для наших пайщиков стал облагаться налогом. Я более не мог рекомендовать такие выплаты. Когда в 1971-м мы не произвели дополнительных выплат, наши худшие ожидания оправдались. Уровень погашения паев возрос вдвое и в 1972 году достиг 22 % (отток капитала в 276 млн долларов). Эта тенденция сохранялась и в 1973-м (15 %), и в 1974–1975 годах (12 %), и в 1976-м. За эти три года отток капитала составил еще 420 млн долларов.

К началу 1976 года размер активов фонда упал до 939 млн долларов и составил менее половины от самого высокого показателя в 2,1 млрд долларов, зарегистрированного в 1965 году. Несмотря на то что мы смогли возобновить не облагаемые налогом выплаты за счет получения эмиссионного дохода в 1972–1978 годах, ущерб уже был нанесен. Чистый показатель оттока активов в 1977–1981 годах составлял 5 % в год, что означало потерю еще 475 млрд долларов. Активы Wellington продолжали падать в цене и к третьему кварталу 1981 года достигли минимума в 475 млн долларов, что на 75 % ниже пикового уровня.

В 1979 году мы отказались от предыдущей политики выплат раз и навсегда. Впрочем, к 1983 году фонд снова начал фиксировать доход от прироста капитала, но не для того, чтобы искусственно достичь заявленной общей суммы выплат, а в ходе обычной инвестиционной деятельности наших управляющих портфелями. С учетом политики ориентирования на доход (принятой нами еще в 1978 году) наши выплаты дивидендных доходов резко возросли. Когда выплаты дохода от прироста капитала упали с 0,60 доллара в 1989 году до нуля в 1990-м, об этом никто не говорил, как и об их падении с 1,48 доллара на пай в 2000-м до 1,13 доллара в 2001 году и до нуля в 2002-м. Мы успешно отошли от политики, которая невинно начиналась в 1930-х и переродилась в настоящего «монстра» в 1960-х – середине 1970-х. Теперь она была забыта.

Пусть история, рассказанная здесь, послужит предупреждением для будущих поколений директоров Wellington Fund, да и для всех директоров фондов. Необходимо, чтобы управляющие фондами неизменно ориентировались на получение прибыли и фиксировали доход от прироста капитала только в инвестиционных целях. Нашим решением было отказаться от таких выплат. Данное решение наряду с новой, ориентированной на доход стратегией, которая будет описана далее в этой главе, послужило стимулом к возрождению Wellington Fund.

На начало 1963 года каждый доллар, вложенный на раннем этапе существования фонда, превратился в 10,44 доллара, что было на 10 % выше стоимости аналогичного вложения в фондах-конкурентах на уровне 9,59 доллара (см. [приложение VI](#)). На протяжении многих лет после Второй мировой войны изменения в соотношении между резервами и акциями стали более умеренными. За небольшим исключением в последующие 20 лет (до второй половины 1960-х) доля акций в составе портфеля фонда колебалась в узком диапазоне от 62 до 67 %. К тому времени возможность увеличения рыночной стоимости ценных бумаг с фиксированным доходом, осуществимая в 1930–1940-е годы, исчезла. Позиция по акциям в составе портфеля фонда практически полностью была представлена обыкновенными акциями.

Как и в фондах-конкурентах, управление Wellington в этот период осуществлялось инвестиционным комитетом. Когда отрасль сделала ставку на индивидуальных управляю-

щих, Wellington последовал этой тенденции. Но вскоре превосходство фонда исчезло. К концу 1966 года накопленная стоимость вложенного в 1929 году 1 доллара в Wellington увеличилась до 11,40 доллара, в то время как накопленная стоимость аналогичного вложения в конкурирующие фонды возросла до 11,92 доллара. Фондовый рынок стал уделять более пристальное внимание относительной доходности, чем ранее. Анализировался все больший объем сведений в отношении эффективности, и отставание Wellington стало очевидным.

С 1929 по 1964 год инвестиционный комитет Wellington Management Company, который определял стратегию фонда и выбор акций, возглавляли Уолтер Морган, а также директор по инвестициям А. Мойер Калп. Прежде активное участие Брэндона Бэррингера сходило на нет. В 1950-х – начале 1960-х третий и основной голос в комитете принадлежал Роусону Ллойдю. Поскольку индустрия фондов постепенно отказывалась от коллективного принятия решений инвестиционным комитетом в пользу отдельных управляющих, в 1960 году свои принципы работы изменила и Wellington Management Company. Сначала должность управляющего занял Роберт Каммин, затем – Роберт Стейнберг, а после него – экономист компании Дэниел Эхерн. Их достижения, увы, говорят сами за себя.

Отставание фонда все увеличивалось. Нам казалось, что чем больше мы стараемся, тем хуже выглядим на фоне конкурентов. В беспокойную эпоху высокой биржевой активности традиционные правила разумного долгосрочного инвестирования были забыты. Характерным для индустрии стало развитие спекулятивных фондов акций, а также растущее пренебрежение к рискам. Под моим руководством консервативная Wellington Management Company осуществила слияние с агрессивной консалтинговой компанией Doran, Paine & Lewis из Бостона. В конечном итоге это слияние оказалось совершенно бессмысленным.

Слияние было задумано для достижения трех целей: 1) привлечь управляющих, делая ставку на агрессивных управляющих денежным капиталом, детей «новой эры» финансовых рынков¹⁰⁷, которые смогли бы, наконец, вновь обеспечить преимущество Wellington Fund; 2) сформировать новый фонд спекулятивного роста (Ivest Fund) под знаменами Wellington и укрепить нашу маркетинговую деятельность; 3) благодаря TDP&L получить доступ на быстрорастущий рынок инвестиционного консалтинга – в сферу, где консалтинговые компании быстро развивались за счет крупнейших трастов, которые являлись практически монополистами на рынке пенсионного обеспечения. Казалось, все было слишком хорошо, чтобы быть правдой.

Упадок Wellington Fund (1967–1978 годы)

Это и *было* слишком хорошо, чтобы быть правдой. По крайней мере, для Wellington Fund. Наши играющие на повышение прогрессивные новые управляющие намеревались «модернизировать» Wellington Fund. Сегодня это видится как ошибка, но Wellington присоединился к «параду спекулянтов». В 1967 году Уолтер Кэбот становится директором по инвестициям фонда. (Он ушел из компании в 1974-м и стал президентом Harvard Management Company, управлявшей крупным эндаумент-фондом. Этот пост он занимал до 1990 года.)

Кэбот ушел из группы фондов Putnam, чтобы войти в состав партнеров Wellington Fund в 1967 году. Он действовал очень быстро и увеличил долю акций в составе портфеля фонда с 62 % в 1966 году до 72 % в 1967 году, а затем и до рекордного за всю историю фонда уровня

¹⁰⁷ Управляющие TDP&L были описаны в книге «Новая порода людей с Уолл-стрит» (The New Breed on Wall Street), написанной в 1969 году Мартином Майером. Подзаголовок книги звучал пророчески: «Сегодняшний фондовый рынок как он есть – через слова и личности людей, заставляющих деньги ДВИГАТЬСЯ» (Today's stock market the way it is – in the words and through the personalities of the men who make the money GO). (В английском языке слово «go» означает и «двигаться», и «уходить». Прим. пер.)

81 % в 1972-м. Вот как Уолтер Кэбот описывал перемены в философии фонда в годовом отчете за 1967 год:

Изменение является стартовой чертой для прогресса. 1967-й стал для Wellington Fund годом перемен. Очевидно, что времена меняются. Мы приняли решение измениться, чтобы привести портфель в соответствие с современными принципами и возможностями. В качестве нашей философии мы избрали «динамичный консерватизм» с ориентацией на компании, демонстрирующие способность меняться и получать выгоду от изменений. Мы повысили долю обыкновенных акций в составе портфеля с 64 до 72 %, одновременно увеличив объем акций роста и снизив объем акций компаний традиционных базовых отраслей.

Консервативный инвестиционный фонд – это фонд, активно добывающийся получения прибыли. Соответственно, он имеет достаточно возможностей для обеспечения прироста капитала, потенциального получения прибыли и увеличения дивидендов. Это фонд, требующий изобретательности, творческого подхода и гибкости. Мы будем инвестировать во многие компании роста нашей страны. Ведь лучший способ защиты – это нападение.

Кэбот при поддержке новых партнеров (управляющих) занял беспрецедентную для истории фонда агрессивную позицию. Традиционный для Wellington коэффициент бета в 0,65 вырос до 0,70, а затем и до 0,80. За один-единственный год (который, к несчастью, пришелся на подъем рынка в 1972 году) коэффициент бета фонда возрос до рекордного уровня в 1,04. Когда-то бывший консервативным сбалансированным фондом, Wellington начал принимать на себя риски, превышающие риск фондового рынка в целом! Повышению рисков способствовало и увеличение доли акций в портфеле с консервативных 62 % до рекордных 81 % на конец 1972 года. За столь резким ростом риска последовало существенное падение фондового рынка. Индекс S&P 500 упал на 48 %, а стоимость активов фонда – на 40 %. Падение активов составило приблизительно 80 % от падения индекса – шокирующий результат в долгой истории Wellington. Эти убытки были возмещены только в 1983 году, то есть спустя 11 долгих лет. «Нападение», как оказалось, не дало вообще никакой «защиты».

Резкое изменение характера фонда не только не улучшило его доходности, но и уничтожило ее. Даже в годы роста рынка в 1967–1972 годах наш накопленный доход отставал от дохода конкурирующих сбалансированных фондов на 30 процентных пунктов (накопленный доход в 38 % против 68 % у наших конкурентов). В 1973–1978 годах наши дела не улучшились. Существенное падение рынка и последующий небольшой его подъем вновь обусловили наше отставание от конкурентов на 12 процентных пунктов (13 % против 25 % у конкурентов). Мы пригласили новых управляющих в качестве партнеров, чтобы уменьшить отставание Wellington, которое мы демонстрировали в начале 1960-х. Но мы только сделали хуже. Из этого, безусловно, можно извлечь соответствующие уроки!

Если быть краткими, то консервативный Wellington Fund, инвестировавший в «голубые фишки», изменил свою политику. Он нарастил как долю акций в составе портфеля, так и риски, подняв их гораздо выше традиционных для него уровней. Он увеличил количество акций, качество которых было ниже инвестиционного, а также акций, продававшихся по самым высоким в истории ценам, и акций компаний, недавно торгующихся на фондовом рынке. При этом он усилил направленность на краткосрочную перспективу, и оборачиваемость портфеля выросла вдвое – с 20 до 40 % (что считалось очень хорошим показателем в те годы). Увы, инвестирование проиграло спекуляции. Такое изменение в характере фонда

встревожило меня, и я написал резкое обращение к руководителям, предупреждая их о чрезмерных рисках и слишком вероятных губительных последствиях (подробнее см. блок 7.3).

Блок 7.3

Предупреждение о спекуляции (1972 год)

Меморандум

Кому: руководству Wellington Management Company

От: Джона Богла

Дата: 10 марта 1972 года

Касательно: некоторых мыслей о будущем Wellington Fund¹⁰⁸

Что ждет Wellington Fund в будущем? Простого ответа на этот вопрос не существует. Эта тема связана с массой сложных противоречий и размышлений, в том числе о том, каким образом улучшить доходность, дивидендную политику, стратегию маркетинга, лучше отвечать по обязательствам перед пайщиками, усовершенствовать структуру сборов и отношения с другими фондами в составе группы Wellington.

Прежде чем перейти к этим вопросам, надо сказать несколько слов (подумать только!) о коэффициенте бета. В представленном вам меморандуме я использую данный коэффициент как простой показатель волатильности, вероятно, наиболее подходящий для анализа характера Wellington Fund.

I. Wellington Fund стал совсем «другим», не таким, как раньше. Коэффициент бета (или уровень рисков фонда по сравнению с риском рынка в целом) в настоящее время находится на самой высокой отметке за 42-летнюю историю фонда. Этот показатель в 1930-х был равен 0,62, в 1960-х – 0,65, но за последние два трехлетних периода он вырос до 0,81 и 0,82 соответственно. Проще говоря, в данной ситуации, если индекс S&P 500 снизится на 20 %, то активы Wellington Fund упадут в цене на 16 %. При этом, если бы коэффициент бета сохранялся на среднем уровне в 0,65 %, активы Wellington потеряли бы в цене лишь 13 %.

Одной из характеристик, которую Wellington Fund всегда предлагал своим пайщикам, была относительно надежная «защита от падения». Достигалось это благодаря сбалансированному соотношению между акциями и облигациями в составе портфеля. Я могу сделать вывод о том, что наша неспособность показать относительную стабильность во время следующего рыночного спада (а он будет) станет последней каплей.

II. Wellington Fund на сегодня вряд ли может считаться «сбалансированным фондом». Проспект Wellington Fund (соответствующий требованиям SEC в отношении «сбалансированных фондов») предусматривает: «...намерение руководства состоит в том, чтобы не более 75 % активов фонда состояли бы из обыкновенных акций». Тем не

¹⁰⁸ Выдержки. Полностью с текстом меморандума можно ознакомиться на сайте http://johnnbogle.com/wordpress/wp-content/uploads/2012/09/1972_WF_Memo.pdf

менее на сегодня доля акций в составе портфеля фонда достигла 81 %. Я очень сомневаюсь в том, что мы следуем инвестиционной политике инвестирования, изложенной в проспекте фонда. Очевидно, что фонд отступил от своего традиционного сбалансированного уровня: 55–70 % обыкновенных акций в составе портфеля.

III. Дивидендная доходность Wellington Fund – отчасти в результате увеличения доли обыкновенных акций – находится в серьезной опасности. Если низкая доходность Wellington Fund в период падения рынка станет «последней каплей» для фонда, то «самой последней» для него окажется снижение квартальных дивидендов на 0,11 доллара. Ввиду прошлых проблем с доходностью и уменьшения выплат при распределении доходов от прироста капитала снижение дивидендов будет катастрофой. Сегодня Wellington Fund приносит дивиденды в 0,42 доллара в год. Возникают большие сомнения в том, что даже если бы мы не меняли политику, то имели бы достаточно возможностей сделать необходимые «корректировки» показателей, чтобы выплата была такой же, как и в прошлом году: 0,44 доллара.

IV. На мой взгляд, для реструктурирования Wellington Fund необходимо «хирургическое вмешательство». В частности, я прошу каждого из вас задуматься над мудрым решением о возврате фонда к его традиционной консервативной политике. Если мы восстановим соотношение «60 % в акциях и 40 % в облигациях», то добьемся: 1) возврата к прежней инвестиционной политике, которая в большей степени защитит наших инвесторов от падения рынка; 2) сохранения характеристик Wellington Fund как сбалансированного фонда. Несмотря на то что эту концепцию будет тяжело продвигать на рынке сегодня, по крайней мере, она соответствует тому, что 250 000 пайщиков приобретали в самом начале.

Я признаю, что такая перемена влечет за собой множество рисков, худшим из которых будет галопирующий рост рынка. Но я считаю, что еще больший риск – ничего не делать, игнорируя значительные изменения, произошедшие в инвестиционных характеристиках фонда, и не обращая внимания на серьезные проблемы с доходностью. По моему мнению, решившись на реформу Wellington Fund, мы закладываем основу его нового светлого будущего, и не беда, что оно предстанет перед нами в своем прошлом и хорошо знакомом «обличье».

Фактически, даже не осознавая того, мы почти превратили Wellington Fund в фонд акций. Возможно, нам следовало бы превратить (или вернуть) его в «фонд роста доходности», то есть в фонд с реалистичной текущей доходностью и растущими дивидендами. Повторяю, что такое изменение несет в себе определенные риски. Но при этом оно будет менее рискованным, когда индекс Доу-Джонса равен 940, а доходность облигаций составляет 7,25 % (безусловно, это ретроспективная оценка), чем при Доу-Джонсе на уровне 400 и доходности облигаций в 4,5 %. Иными словами, я считаю, что такая перемена будет отличной стратегией на долгосрочную перспективу и может стать прекрасной тактикой в краткосрочном периоде.

История Wellington Fund насчитывает более 43 лет – это фундамент, на котором построена наша компания. Если смотреть шире, в Wellington Fund заложены те ценности и та деловая репутация, с которыми ассоциируется

наше доброе имя и которые присущи всему, что делает Wellington Management Company.

* * *

Когда я писал этот меморандум, термин «коэффициент бета» был туманным научным понятием, разработанным для измерения рисков. Будучи неизменным сторонником статистики, я представил это понятие скептически настроенной аудитории на общем собрании участников Investment Company Institute в мае 1971 года. Все прошло не слишком хорошо. Одному из журналистов, присутствовавших на собрании, было особенно скучно. Он написал: «Джон Богл произнес академическую речь об эффективности взаимных фондов. Она могла быть интересна лишь тем, кто имеет математический склад ума, а также тем, кто ждет следующего появления кометы Галлея». Но я по-прежнему усердно работал над изучением коэффициента бета. Один из наших управляющих портфелем, который знал о том, что фамилия Богл происходит от шотландского слова, означающего «дьявол», назвал меня «Бета-Богл, дьявол данных». (Я счел это комплиментом.)

Кэбот отреагировал быстро. Он не был согласен со мной и не принял мои выводы. Я посчитал его ответ абсолютно неудовлетворительным и едва ли отвечающим проблемам, поднятым в моем 8-страничном меморандуме. Далее я привожу выдержки из его ответа:

По моему мнению, эта проблема находится в сфере маркетинга и имеет мало общего с инвестиционными целями или стратегией Wellington Fund. Полагаю, что фонд в настоящее время обеспечивает хорошую защиту от снижения рынка, и я бы не возвращался к традиционному соотношению между активами в составе портфеля... Концепция сбалансированности не отвечает требованиям современности... Я не думаю, что существует необходимость бесконечно повышать дивиденды... Считаю, что с течением времени направленность фонда должна постепенно меняться с акций, обеспечивающих более высокую доходность, на акции компаний растущих сегментов рынка. Единственное, что, к сожалению, фонду не удалось обеспечить – это долгосрочное владение качественными акциями ориентированных на рост компаний. Мне кажется, что пайщики нашего фонда обслуживаются удовлетворительно, получают умеренно растущие дивиденды, хорошую защиту от падения рынка, а также возможность прироста капитала.

Но ситуация с Wellington Fund была далеко не единственной проблемой, которая возникла в связи с объединением с новой компанией. В условиях понижения рынка Ivest Fund провалился вместе с тремя другими спекулятивными фондами, созданными нами для того, чтобы воспользоваться многообещающими перспективами «новой эры», которые так и не были реализованы. (Ни один из этих четырех фондов не выжил.) Активы нашего фонда и консалтинговой компании стали падать в стоимости, а когда-то счастливые партнеры, осуществившие слияние, поссорились. Несмотря на то что именно они несли основную ответственность за инвестиционную деятельность фонда, эти партнеры уволили меня в январе 1974 года. Это был неприятный момент в моей карьере.

В это время отставание фонда от конкурентов еще больше увеличилось. Накопленная стоимость первоначального вложения в 1 доллар в Wellington на конец 1966 года составляла

11,40 доллара, на пике 1972 года она поднялась до 15,76 доллара, чтобы затем упасть до 11,43 доллара в конце 1974-го. Это был тяжелый удар, ставший следствием падения рынка и новой рискованной стратегии, которая была принята семью годами ранее. В последующие годы, несмотря на улучшение ситуации на рынке, отставание росло. Wellington работал хуже своих конкурентов в течение пяти лет из шести. Когда 1978 год наконец закончился, отставание достигло пугающих размеров: накопленная стоимость 1 доллара, первоначально вложенного в Wellington в 1929 году, составила 17,78 доллара, тогда как в среднестатистическом сбалансированном фонде этот показатель был равен 25,20 доллара. Какое-то время я всерьез рассматривал возможность осуществить слияние Wellington Fund, некогда считавшегося символом нашего высокого положения в отрасли, с другим нашим фондом, и продолжить работу. Но я не мог этого сделать. Я скорее готов был приложить все необходимые усилия, чтобы восстановить былое величие Wellington.

Возрождение (1978–2012 годы)

После неблагоприятного стечения обстоятельств на рынке, сильного понижения стоимости активов, краха наших фондов агрессивного роста и ухудшения доходности Wellington Fund казалось, что выхода нет. Однако впереди нас ждал (хотя и тщательно замаскированный) шанс всей нашей жизни. Несмотря на то что в начале 1974 года меня сняли с должности CEO Wellington Management, я оставался председателем совета директоров и президентом Wellington Fund и его родственных фондов. Это была чрезвычайно сильная позиция. (Полное описание данного изменения представлено в блоке 4.3 «Как создавалась компания Vanguard» в главе 4.)

В сентябре 1974 года после 8 месяцев тщательного анализа и обмена мнениями я смог убедить директоров фонда сохранить за мной мои посты и сформировать небольшую группу административных работников, чтобы вести бухгалтерский учет, реестр пайщиков и юридические дела Wellington и семь других фондов, которые затем стали называться Wellington Group. Мы сформировали новую компанию, чтобы выполнять эти задачи. Владельцами компании стали сами фонды, а работала она по себестоимости. Это была истинно взаимная структура фонда, ранее невиданная в индустрии взаимных фондов. Я выбрал для новой компании, как уже известно читателям, имя Vanguard Group. Днем рождения Vanguard стало 24 сентября 1974 года.

Благодаря новой структуре фонды также могли контролировать и оценивать доходность и маркетинговые показатели Wellington Management, которая оставалась в роли консультанта и дистрибьютора фондов Vanguard. Я был решительно настроен вернуть Wellington Fund к его корням, поскольку, пусть и непреднамеренно, я не оправдал доверия ко мне со стороны г-на Моргана. Он нанял меня благодаря здравости моих суждений, а затем снова и снова продвигал меня по служебной лестнице, пока, наконец, я не был назначен главой компании в 1965 году. Я всем был обязан моему прекрасному учителю. И я не мог его подвести.

Реструктуризация Wellington Fund была непростой задачей. Но благодаря помощи профессора Принстонского университета Бертона Малкиела, который вошел в совет директоров фонда в 1977 году, мы смогли это сделать и рекомендовать новый план директорам Wellington Fund. Совет директоров утвердил наш план, и мы направили в Wellington Management Company соответствующие инструкции. В блоке 7.4 представлены выдержки из 26-страничного меморандума, который я написал для директоров фонда, рекомендуя реформу.

Блоке 7.4.

Настоятельный призыв вернуться к традиционному инвестированию (1978 год)

Меморандум

Кому: директорам Wellington Fund

От: Джона Богла

Дата: 9 октября 1978 года

Касательно: будущей инвестиционной политики Wellington Fund¹⁰⁹

Wellington Fund скоро отметит 50-летнюю годовщину основания компании Уолтером Морганом 27 декабря 1928 года. В течение первых 30 лет своего существования до момента создания Windsor Fund в октябре 1958-го он был единственным фондом группы инвестиционных компаний Vanguard, которая сегодня управляет 13 различными фондами. И хотя он остается крупнейшим фондом Vanguard, тенденции движения капитала в последние годы позволяют с уверенностью предположить, что его место флагмана скоро будет занято фондом Windsor.

Снижение размера активов Wellington Fund было резким и неуклонным. С 2 048 000 000 долларов на конец 1965 года активы уменьшились до 704 000 000 долларов на сегодняшний день. Основной причиной падения является отток капитала из фонда с момента установления следующих тенденций:

1. Постоянное снижение количества паев Wellington, покупаемых инвесторами: со 159 000 000 долларов в 1965 году до прогнозного уровня в 1 300 000 долларов в 1978 году.
2. Продолжающееся погашение паев; при этом темпы погашения превышают темпы продажи и в среднем за последние 10 лет составляют 100 000 000 долларов в год.
3. Чистый отток капитала с 1966 года, в совокупности составивший 1 070 000 000 долларов.

Проблемы доходности, с которыми сталкивался Wellington Fund с 1965 года, представляли собой дополнительный, но не основной фактор оттока капитала из фонда. Все сбалансированные фонды имеют дело с постоянной значительной разницей между объемом продаж и погашением паев. В 1960-х – начале 1970-х годов сбалансированные фонды уступили часть своей доли на рынке более агрессивным фондам акций и фондам роста. После того как многие из них не смогли выполнить свои обещания в отношении доходности, «маркетинговый маятник» вновь качнулся в сторону гораздо более консервативных фондов корпоративных и государственных

¹⁰⁹ Выдержки. Полностью с текстом меморандума можно ознакомиться на сайте http://johncbogle.com/wordpress/wp-content/uploads/2012/09/1972_WF_Memo.pdf.

облигаций, проскочив по пути сбалансированные фонды. Таблица ниже иллюстрирует эту точку зрения.

Доля рынка фондов по продаже паев

Период	Сбалансированные фонды, %	Фонды акций, %	Фонды облигаций, %
1955	40	55	5
1960	20	72	8
1965	17	73	10
1970	5	85	10
1975	3	71	26
1977	1	32	67

Не имеется доказательств тому – или даже надежды на то, – что эти тенденции (вскоре) изменятся таким образом, чтобы восстановить долю традиционных сбалансированных фондов на рынке до уровня 15–20-летней давности. Таким образом, если перед Wellington стоит задача сохранить свое положение на рынке, удержать нынешних пайщиков и привлечь новых, необходима реформа его инвестиционной политики. Следует подчеркнуть, что такое изменение не должно толковаться как изменение в фундаментальных целях инвестирования фонда: 1) сохранение капитала; 2) разумная текущая доходность; 3) получение прибыли без лишнего риска. Вопрос, скорее, состоит в том, окажется ли благоприятным для пайщиков фонда изменение относительной приоритетности этих трех целей? И если да, то каким должен быть характер преобразований?

Цели пайщиков

Чтобы ответить на эти два вопроса, мы с достаточной долей уверенности можем полагаться на результаты последних опросов, которые помогли описать в равной степени цели, требования и демографию 100 000 пайщиков фонда.

- 73 % из них характеризуют свою философию инвестирования как «консервативную», 26 % говорят о ней как об «умеренной» и только 1 % считает ее «агрессивной».

- 56 % отмечает, что термин «текущая доходность» наилучшим образом отражает их цели инвестирования, 33 % при этом указали на «рост и доходность» и только 11 % – на «долгосрочный рост».

- 70 % пайщиков фонда – пенсионеры, 60 % имеют годовой доход ниже 20 000 долларов (27 % – ниже 10 000 долларов).

Опрос подтверждает то, что мне было известно из переписки с некоторыми пайщиками фонда. Большая ориентированность на текущую доходность (а на сегодняшний день это идет рука об руку с задачами по сохранению капитала) будет соответствовать потребностям наших пайщиков. А если повышения доходности можно будет добиться без существенного ущерба для показателя общей доходности (доход плюс

прирост капитала) и при неизменном росте дивидендного дохода, то число пайщиков фонда непременно возрастет.

Подход к увеличению доходности с точки зрения портфеля

Если очевидно, что получение более высокого дохода является ключевой целью, которую должен преследовать фонд Wellington, то возникает несколько принципиальных вопросов. Насколько более высокой должна быть его доходность? И как это отразится на наших целях по сохранению капитала и получению прибыли? Мы провели долгосрочный анализ продуктивности акций дохода по сравнению с акциями роста, чтобы определить, существует ли какая-либо устойчивая историческая разница между этими двумя типами акций. В результате мы хотели ответить на вопрос: есть ли какие-либо исторические доказательства того, что одна стратегия будет для Wellington предпочтительнее другой с точки зрения совокупной доходности?

С этой целью был проведен сравнительный анализ портфелей взаимных фондов акций роста и портфелей фондов акций дохода. Мы рассчитали среднюю доходность фондов в каждой группе за почти за 40 лет – с 1940 по 1978 год включительно. За этот период совокупная годовая доходность (доход плюс прирост капитала) составила 10,5 % для фондов акций роста и 11,3 % для фондов акций дохода. Таким образом, как мы видим, доходность фондов акций дохода была на 0,8 % выше.

Естественно, были периоды (и довольно длительные), когда фонды акций роста демонстрировали более высокую доходность, и наоборот. Анализируя десятилетие за десятилетием, можно сказать, что акции роста были наиболее выгодным вложением в 1950-е (годовая доходность 19,7 % против 16,5 %). При этом оба этих вида портфелей показывали приблизительно одинаковую доходность в 1940-е (акции роста: 9 %; акции дохода: чуть выше 9 %) и в 1960-е (акции дохода: 10,5 %; акции роста: 10,1 %). На сегодняшний день, в 1970-х, акции дохода демонстрируют более высокую эффективность (7,7 % против 2,4 %). Важно отметить, что в долгосрочной перспективе невозможно отдать предпочтение тому или иному виду портфеля.

Постоянное внесение изменений на основе «тайминга» различных циклов рынка¹¹⁰, пусть они и кажутся отвечающими одномоментным интересам инвесторов Wellington Fund, – опасный подход, и его следует избегать. Если мы хотим реализовать долгосрочную инвестиционную стратегию, направленную на повышение дохода Wellington Fund и его пайщиков, следует начать корректировать наш портфель с учетом данной стратегии прямо сейчас.

Значение стратегии увеличения доходности

Какие ощутимые результаты может принести стратегия увеличения доходности Wellington Fund? Прежде всего, мы можем проанализировать изменения дивидендной доходности. Допустим, мы полностью согласны с тем, что акции дохода Wellington Fund обеспечивают текущий доход около

¹¹⁰ Имеется в виду умение определять зарождение новых циклов на рынке. *Прим. науч. ред.*

6,6 %¹¹¹, а плановый рост дивидендов в последующие 4 года составляет 52 % (на основе прогнозной кривой стоимости акций) без существенного негативного влияния на совокупную годовую доходность (доход плюс прирост капитала).

Какую текущую и будущую доходность мы сможем показать? Далее представлен прогноз для портфеля, состоящего на 65 % из акций и на 35 % из облигаций. Анализ показывает, что такое изменение состава портфеля может позволить получить гораздо более высокие дивиденды в расчете на пай в течение последующих пяти лет.

Годовой дивидендный доход Wellington Fund

	1978	1979	1980	1981	1982	1983
Прогноз, долл.	0,54	0,67	0,73	0,78	0,84	0,91

Что интересно (как вновь показывает прогнозная кривая стоимости акций), прогнозный показатель совокупной годовой доходности нового портфеля¹¹² (16,1 %) превысит доход текущего портфеля (16,0 %). Несмотря на то что новый портфель будет иметь более низкий темп роста доходов (9,5 % против 11,0 %), это будет компенсировано более высокой текущей доходностью (6,6 % против 5,1 %). Кроме того, новый портфель будет иметь более низкий коэффициент Р/Е (7,1 против 8,8), чем текущий, а также более высокий «стоимостной» компонент (разделим коэффициент Р/Е на совокупную доходность).

В итоге получается, что совокупная доходность фонда будет определяться не капитальным компонентом, а доходным компонентом. Это не нанесет никакого очевидного ущерба совокупной доходности и будет означать снижение рисков. В целом изменение приоритета увеличивает *более предсказуемый компонент* доходности (доход по ценным бумагам) фонда и уменьшает *менее предсказуемый* (прирост капитала). С учетом характеристик и целей пайщиков Wellington Fund, определенных в начале данного документа, подобные изменения не содержат в себе никакого негативного эффекта.

Иногда мы делаем самые большие шаги вперед, двигаясь назад. Именно это мы и сделали, когда приняли решение вернуть Wellington Fund к его корням. Несколько месяцев спустя совет директоров согласился принять мои рекомендации в отношении политики фонда: 1) неизменно сохранять долю акций в составе его портфеля на уровне 60–70 %; 2) в основном ориентироваться на высококачественные и приносящие дивиденды «голубые фишки», давно обращающиеся на рынке; 3) значительно поднять величину дивидендов. Поскольку новая стратегия устанавливала лимит по обязательной для фонда доле первоклассных облигаций на уровне 30–40 %, необходимо было продать большое количество низкодоходных акций, входивших в портфель. Вот как я объявил об этих изменениях в ежегодном отчете Wellington Fund за 1978 год:

¹¹¹ Для сравнения: текущая [на 1978 год] доходность акций в составе портфеля Wellesley Income Fund составляет 6,9 %.

¹¹² Когда я писал этот меморандум в 1978 году, я больше не работал биржевым аналитиком (в первые годы в Wellington я много обучался работе в этой сфере). И все же я имел смелость представить пример портфеля из 50 различных акций с указанием их дивидендного дохода, коэффициента Р/Е, темпов роста прибыли и прогнозной доходности. Когда я проанализировал фактический портфель фонда в конце 1980 года после того, как большинство реформ уже было проведено, 25 из этих 50 акций входили в состав портфеля Wellington.

Мы считаем, что большая направленность на текущую доходность поможет Wellington Fund удовлетворить потребности его пайщиков. Ваш совет директоров утвердил изменения в инвестиционном подходе, которые позволят увеличить сумму дивидендов, получаемых фондом от капиталовложений в обыкновенные акции. Такие изменения позволяют увеличить вероятность роста дивидендов и могут быть реализованы без значительного ущерба для потенциальной «суммарной доходности» (доход плюс увеличение стоимости капитала).

Эта стратегия не предусматривает каких-либо значительных изменений в соотношении между акциями и облигациями в составе портфеля фонда (на сегодняшний день на акции приходится 68 %). Доля акций в портфеле по-прежнему будет равна 60–70 % от чистой суммы активов. Дополнительный инвестиционный доход планируется получать в основном за счет направления части наших капиталовложений из обыкновенных акций в бумаги с более высокой доходностью и потенциалом роста дивидендов... Мы начали реализацию программы увеличения текущей доходности в конце 1978 года. В 1979 году мы планируем и далее укреплять нашу нацеленность на доход.

«Назад к истокам»

В этом документе по внедрению новой стратегии мы настаивали на увеличении дивидендного дохода фонда на 70 % в течение следующих пяти лет (фактически его рост составил даже немногим больше). В особенности учитывая это требование, управляющий портфелем фонда от Wellington Management Винсент Баджакян, получивший мое распоряжение, был весьма недоволен. Он считал акции роста оптимальным выбором и полагал, что ориентация на более высокодоходные акции могла навредить доходности фонда. К счастью для пайщиков, он утвердил новую стратегию и превосходно ее реализовал. Портфель был переориентирован с роста на стоимость, а доходность фонда начала стабильно расти.

Фактически в 1978–1983 годах фонд выплачивал ежегодные дивиденды на пай в размере: 0,54; 0,66; 0,75; 0,84; 0,87 и 0,92 доллара. Это было удивительно близко к представленному в моем меморандуме прогнозу – практически до цента. По сравнению с расчетной стоимостью пая Wellington в 12,39 доллара на 1983 год, выплата в размере 0,92 доллара означала, что дивидендная доходность фонда составила 7,4 %. (То были давно ушедшие времена, когда и акции, и облигации приносили высокие доходы. Сегодня доходность фонда составляет 2,5 %.)

Новая стратегия сделала очевидной необходимость возврата к прежнему (но дискредитированному на практике) «решению о шести процентах».

Управляющие Wellington делают свою работу

Управляющий портфелем Вин Баджакян заслуживает большого уважения за реализацию новой стратегии и за продуманный выбор акций, который позволил сделать эту стратегию эффективной для пайщиков фонда. Его трагическая гибель на собственном самолете в 1995 году могла бы отбросить фонд назад. Но Wellington Management назначила его преемником партнера Винсента, ветерана инвестиционной отрасли Эрнста фон Мецша. Он оказался очень успешным и до момента своего ухода на пенсию в 2000 году обеспечивал в рамках новой стратегии доходность, в большинстве случаев превышавшую доходность конкурирующих сбалансированных фондов. С того времени под управлением преемника Эрн-

ста, Эдварда Бузы, Wellington Management продолжала работать над эффективной реализацией стратегии, нацеленной на акции дохода и принятой фондом в 1978 году.

Управляющие акциями в составе портфелей фонда прекрасно справились со своей работой. Им оказывали поддержку управляющие облигациями Wellington, которые неизменно ориентировались на инвестиционное качество активов. В 1972–1995 годах эти профессионалы работали под руководством Пола Салливана. В дальнейшем его на этом посту сменил Пол Каплан, а затем – Джон Кеог. Безусловно, управляющие облигациями также сыграли важную роль в возрождении фонда.

Стоит отметить, что управляющие портфелем Wellington по-прежнему подтверждают достоинства стратегии, утвержденной советом директоров фонда в 1978 году. Вот что они написали в годовом отчете за 2000 год, обращаясь к пайщикам:

Разумного уровня текущего дохода и долгосрочного прироста капитала можно достигнуть без лишнего риска, если 60–70 % активов держать в акциях, а остальное – в бумагах с фиксированной доходностью. При этом в сегменте акций в составе портфеля доминируют дивидендные акции.

В годовом отчете за 2010 год управляющий Эдвард Буза писал:

«Мы продолжаем добросовестный поиск компаний с привлекательной стоимостью и устойчивыми показателями деятельности. Нас особенно интересуют акции компаний, фундаментальные показатели которых могут улучшиться. Как всегда, в процессе выбора нами акций основным фактором являются дивиденды выше среднего уровня».

Очевидно, что Wellington Management крайне серьезно относится к воплощению стратегии на практике. Более того, за последние 35 лет как сама стратегия, так и ее реализация прошли проверку временем.

Дивиденды фонда в 1966 году составили 0,94 доллара на пай. Данный показатель был рассчитан с учетом новых паев, полученных пайщиками в результате реинвестирования доходов от прироста капитала и выплачиваемых Wellington с момента своего основания. (Более подробно см. в [приложении IV](#); правая колонка таблицы.) К 1977 году дивиденды выросли всего до 0,99 доллара на пай, несмотря на 63 %-ный рост дивидендного дохода по S&P 500. Когда в 1978 году была введена в действие новая политика ориентирования на доходность, дивиденды фонда начали расти: в 1979-м до 1,30 доллара, в 1982-м – до 1,72, в 1985-м – до 1,88 и в 1990-м – до 2,19 доллара.

Всего за 12 лет, при сохранении доли облигаций в составе портфеля на уровне около 35 %, пайщики Wellington получили 110 %-ное увеличение дивидендной доходности. Несмотря на падение процентных ставок после пика 1981 года, дивиденды Wellington оставались стабильными до 1995 года, чтобы в 1999 году подняться еще выше – до 2,74 доллара. После значительного снижения, которое наблюдалось до конца 2003-го, вновь начался рост дивидендов, которые достигли уровня в 2,80 доллара на пай в 2008 году. С учетом более низких процентных ставок и последующего уменьшения дивидендов в 2008-м, выплату дивидендов в размере 2,55 доллара на пай в 2011 году можно назвать серьезным достижением. Благодаря тому, что новая стратегия фонда обеспечивала более высокие дивиденды, улучшение доходности и тщательный контроль рисков, поток новых инвесторов хлынул в фонд, и он с триумфом вернулся на рынок.

Рост активов восстанавливается

Если просто сказать, что наша стратегия сработала, вряд ли это в полной мере отразит масштабы восстановления активов Wellington. Они резко пошли вверх и в 1990 году достигли рекордной отметки в 2,4 млрд долларов. Год за годом рост активов фонда продол-

жался, и вот уже на начало 2012-го мы видим максимальный показатель за всю его историю – 55 млрд долларов. Так что слово «возрождение» (фонда), пожалуй, является недостаточно сильным для того, чтобы описать столь разительные перемены. В [приложении IV](#) представлена таблица, содержащая данные о стоимости чистых активов фонда, стоимости активов, дивидендной доходности и распределении дохода от прироста капитала с 1928 года (то есть с момента основания фонда).

В начале последней четверти XX века основной движущей силой в мире инвестиций стал «великий бычий рынок». Несмотря на консерватизм Wellington Fund, он показывал хорошие результаты по сравнению с конкурентами в течение всего длительного периода роста, который продолжался до начала 2000-го. А с учетом его консервативной политики, он смог продемонстрировать еще более высокие результаты во время последовавших за этим падений рынка в 2000–2003 годах и в 2007–2009 годах. Умея восстанавливать свои позиции и имея надежную защиту от обвала (что мы считаем своей отличительной чертой), Wellington показал накопленную совокупную доходность за эти нелегкие 25 лет в 886 %, тогда как конкуренты добились более скромных 418 %. С момента первого пика на бычьем рынке в 2000 году Wellington Fund продемонстрировал положительную накопленную совокупную доходность в 90 %. Этот показатель подтверждает преимущества сбалансированного фонда, особенно в условиях практически полной стагнации рынка.

Рекордные достижения в инвестировании Wellington Fund показал благодаря трем факторам: 1) своей инвестиционной политике и стратегии, которые были определены руководством *фонда*; 2) достижениям управляющих портфелями, которые были выбраны *советником по инвестициям* фонда и утверждены директорами фонда; 3) существенному преимуществу, полученному фондом вследствие того, что его затраты были намного ниже, чем у конкурентов. Договор с консалтинговой компанией Wellington Management Company контролируется Vanguard.

Эта компания с одобрения Vanguard назначает управляющих портфелями. Обе компании проводят переговоры, с тем чтобы определить размер комиссионных сборов. Признаюсь, ваш покорный слуга был основным участником переговоров, целью которых было получить наилучшие ценовые условия для пайщиков. В блоке 7.5 рассказывается история о формировании структуры затрат фонда.

Блок 7.5

Стремление к установлению справедливых тарифов на консалтинговые услуги

Когда я пришел в Wellington Management Company в 1951 году, уровень операционных затрат фонда, составлявший 0,55 %, уже был ниже, чем в среднем у конкурирующих сбалансированных фондов (0,74 %). Таким образом, наше преимущество составляло 19 базисных пунктов в год. Двадцать пять лет спустя, в 1976 году, этот разрыв был еще больше: Wellington – 0,56 %, конкурирующая группа – 0,84 % (то есть разница в 28 базисных пунктов). Затем преимущество фонда в затратах только укрепилось благодаря ряду факторов. Он начал получать услуги по себестоимости, работая с использованием истинно взаимной структуры Vanguard, а также (что более важно) получил независимость в ведении

переговоров о размере сборов за консалтинговые услуги (которые он должен был оплачивать Wellington Management Company).

Помню те первые переговоры, словно это было вчера. Говоря обобщенно, до того момента, как Vanguard стала оказывать доминирующее влияние, сборы на консалтинговые услуги были снижены с 0,50 до 0,25 % от величины активов свыше 120 млн долларов. Эффективная базовая ставка, таким образом, составляла 0,35 % от уменьшившейся на 1974 год величины активов в 700 млн долларов. Когда Vanguard встала у руля, тарифы были снижены в 1975-м, 1976-м и 1978-м, и к 1980 году ставка тарифа на консалтинговые услуги составляла всего 0,16 %. Активы фонда, стоимость которых увеличилась до 2 млрд долларов в 1965 году, продолжали падать, поскольку нам не удалось снизить отток капитала. В 1978–1984 годах размер активов составлял всего около 500–600 млн долларов. К 1987-му, менее чем 10 лет спустя, когда стоимость активов достигла 1,3 млрд долларов, эффективная базовая ставка была понижена до 0,12 %.

Затем фонд стал расти, причем достаточно быстро и устойчиво. Стоимость активов в 1993 году перешла рубеж в 8 млрд долларов. При этом без каких-либо дальнейших изменений в тарифной сетке. Эффективная ставка упала до 0,06 %. К 2005 году, когда стоимость активов преодолела отметку в 35 млрд долларов, ставки упали еще на 50 %, то есть до 0,03 %. Конечно, три базисных пункта могут показаться «незначительным изменением», но именно они позволили существенно увеличить выручку Wellington Management Company: с 900 000 долларов в 1984 году до 12,6 млн долларов в 2005 году. (Я не учитывал в итоговой сумме за 2005 год бонус в размере 2 млн долларов, выплаченный консультанту; выплата бонуса осуществляется только в том случае, если доходность фонда превышает определенный уровень.) Да, если активы фонда растут, как это произошло с Wellington Fund, даже когда ставки гонорара за консультационные услуги падают, сумма гонорара в долларовом выражении может расти. И сумма эта действительно выросла.

Мы договорились и о последующих небольших уменьшениях тарифов в 1983-м и 1986-м, а последний раз они были существенно снижены в 1995 году. Это было моей «лебединой песней» на посту руководителя Vanguard. Несмотря на то что эффективная базовая ставка упала с 13 до 4 %, сумма гонорара, выплаченного Wellington Management Company, увеличилась с 2,1 млн долларов в 1986 году до 5,6 млн долларов в 1995 году, поскольку активы фонда выросли в цене с 1,1 млрд долларов до 12,6 млрд долларов и продолжали расти. Таблица далее иллюстрирует ход переговоров по тарифным ставкам, которые, я уверен, не имеют прецедентов в индустрии взаимных фондов. Здесь показано отношение между активами фонда, сеткой тарифов за консалтинговые услуги и конечный уровень тарифов и гонораров.

Wellington Fund

Год	Сетка тарифов за консалтинговые услуги	Млн долл.
1975	Активы фонда:	771
	0,445% первые	250
	0,375% следующие	200
	0,225% следующие	150
	0,150% следующие	100
	0,100% свыше	700
	Ставка комиссии советника по инвестициям	0,311%
	Сумма гонорара	2,36
1976	Активы фонда	811
	0,320% первые	250
	0,250% следующие	200
	0,150% следующие	150
	0,100% свыше	600
	Ставка комиссии советника по инвестициям	0,293%
1978	Сумма гонорара	2,39
	Активы фонда	642
	0,200% первые	100
	0,175% следующие	100
	0,150% следующие	500
	0,100% свыше	700
1983	Ставка комиссии советника по инвестициям	0,192%
	Сумма гонорара	1,31
	Активы фонда	617
	0,175% первые	100
	0,150% выше	100
	Ставка комиссии советника по инвестициям	0,160%
	Сумма гонорара	0,98

Год	Сетка тарифов за консалтинговые услуги	Млн долл.
1986	Активы фонда	1 102
	0,150% первые	500
	0,125% следующие	500
	0,075% следующие	1 000
	0,005% свыше	2 000
	Ставка комиссии советника по инвестициям	0,151%
	Сумма гонорара	1,49
1995	Активы фонда	12 333
	0,100% первые	1 000
	0,050% следующие	2 000
	0,040% следующие	7 000
	0,030% свыше	10 000
	Ставка комиссии советника по инвестициям	0,051%
	Сумма гонорара	5,26

В 2005 году, когда размер активов фонда составил более 38 млрд долларов, совет директоров одобрил повышение основной тарифной ставки, подняв эффективную базовую ставку фонда с 0,033 до 0,043 % (то есть на 33 %). У меня нет идей относительно того, как и почему произошло это повышение, поскольку на тот момент я уже не состоял в совете директоров Wellington Fund. К 2011 году ставка выросла вдвое – до 0,068 %. Эти три дополнительных базисных пункта за 7 лет могут показаться чем-то несущественным. Но эти несколько базисных пунктов более чем в три раза увеличили гонорар, выплачиваемый Wellington Management Company: с 12,6 млн долларов в 2005-м до 38 млн долларов в 2011-м. Если учесть бонус в 1,3 млн долларов, то общий размер гонорара за год составил почти 40 млн долларов. Если бы в силе оставалась тарифная сетка 2005 года, то размер гонорара, выплаченного Wellington Management, в сумме составил бы всего 18 млн долларов, то есть менее половины от фактического. Поскольку активы Wellington Fund выросли на 67 % (с 39 млрд долларов до 55 млрд долларов), сумма гонорара увеличилась на 200 % по сравнению с показателем шестилетней давности.

В отличие от наших предыдущих переговоров с Wellington Management Company, совет директоров Wellington «не учитывал прибыли советников, получаемой при оказании услуг фонду», как сказано в годовом отчете за 2005 год. Столь существенное повышение ставок не было вынесено на утверждение пайщиками фонда. В соответствии с исключением из положений закона об инвестиционных компаниях,

специально предоставленным Vanguard в 1993 году, такое представление на утверждение не было обязательным, но и не запрещалось. (Признаю свою ответственность за то, что внес предложение о таком исключении.) И все же не знаю, какие соображения стояли за этими решениями совета директоров.

В целом, поскольку размер активов фонда на сегодняшний день составляет 55 млрд долларов, ставка тарифа за консультационные услуги вернулась на уровень 1991 года, когда активы фонда составляли менее 4 млрд долларов. Но сумма гонорара в абсолютном выражении выросла в 15 раз: с 2,6 млн долларов до 38 млн долларов. Я всегда старался бороться за тарифы, которые были бы справедливыми и для пайщиков фондов Vanguard, и для наших внешних советников. В связи с этим меня не может не удивлять, почему любое повышение ставок должно оплачиваться за счет пайщиков Wellington Fund, несмотря на то что размер гонорара за консалтинговые услуги в денежном выражении и так растет (поскольку растет стоимость активов фонда).

Я не был участником последних переговоров, и у меня нет желания критиковать решения директоров фонда о повышении тарифов, даже с учетом того, что рост активов продолжается и приносит советникам все более высокие гонорары в денежном выражении. (Естественно, совет директоров располагает данными, к которым у меня нет доступа.) Тем не менее очевидное изменение в подходе к переговорам по ставкам гонораров являет собой отказ от результатов почти 40-летней борьбы за их снижение. В таблице далее приведены некоторые исторические данные; показатели за период с 1975 по 2011 год представлены в [приложении VI](#).

Годовые затраты Wellington Fund и гонорары советников за некоторые годы¹¹³

	Итого чистые активы, тыс. долл.	Уровень операционных затрат, %	Тариф за кон- сультационные услуги, %	Итого затраты, тыс. долл.	Базовая ставка гонорара совет- ников по инве- стициям, долл.	Гонорар за ин- вестиционный консалтинг*, тыс. долл.
1966	1 849 140	0,38	0,252	7287	4838	4838
1970	1 322 562	0,47	0,251	6127	3277	3277
1977	704 128	0,48	0,276	3682	2115	2115
1979	608 787	0,54	0,149	3482	959	1008
1984	604 359	0,59	0,153	3529	917	1029
1990	2 317 074	0,43	0,102	9343	2224	1961
1996	16 505 373	0,31	0,043	43 298	6042	6121
2005	38 576 351	0,24	0,033	92 211	12 623	14 567
2011	54 790 055	0,23	0,068	126 950	38 030	39 413

Источник: годовая отчетность Wellington Fund

¹¹³ * С учетом бонусов.

Непросто заставить эгоистичную индустрию взаимных фондов больше внимания уделять ставкам вознаграждения в процентах, а не их денежному выражению. Такая направленность уходит своими корнями в 1920-е, когда ставки были обоснованны, а суммы скромны. Мысль о том, что доверительный управляющий может предложить свои инвестиционные услуги частному инвестору за 1 % от стоимости активов в доверительном управлении в 1 млн или 10 млн долларов, неплоха. Но она абсолютно не подойдет, если в качестве клиента выступает взаимный фонд, стоимость активов которого составляет 1 млрд, 10 млрд или даже 100 млрд долларов. (Именно такой была сумма активов Magellan Fund, когда Fidelity Management взимала 0,75 %.) Как я уже говорил ранее, мне даже не удалось убедить судей Верховного суда США в том, что различие между *фактически уплаченной суммой* гонорара и *тарифной ставкой* чрезвычайно важно для оценки контракта на консультационные услуги. Надеюсь, директора взаимных фондов будут делать различие между *ставками* и их *абсолютным выражением*, поскольку именно пайщики в итоге оплачивают все счета.

Часть IV

Стратегия + Реализация – Затраты = Превосходная доходность

Сочетание стратегии фонда, тактики руководства и минимальных затрат в совокупности привело к тому, что каждая 1000 долларов, вложенная в Wellington в начале его существования в середине 1929 года, превратилась за следующие 83 года (до начала 2012 года) в 650 000 долларов. В среднестатистическом сбалансированном фонде эта величина составила 440 000 долларов (магия сложных процентов в долгосрочной перспективе очевидна). В связи с этим давайте еще раз вспомним мою любимую метафору: «Никогда не забывайте ни о *магии* доходов, ни о *тирании* затрат в долгосрочной перспективе (рассчитанных по сложному проценту)». *Затраты действительно имеют значение!* Wellington Fund – единственный из конкурентов, кто сумел минимизировать тиранию затрат, а его пайщики смогли получить выгоду от вечной магии сложного процента.

Без сомнения, превосходство Wellington Fund над конкурентами с точки зрения затрат стало основой его сравнительного преимущества (то есть отличного результата его работы). Минимальные затраты, которые в Wellington были заметно ниже, чем в других сбалансированных фондах, позволили добиться столь высокой совокупной доходности за прошедшие 83 года. Как показано в табл. 7.2, перевес Wellington по сравнению с конкурентами в 50 базисных пунктов в основном является результатом его преимущества в затратах в 40 базисных пунктов. Еще 10 базисных пунктов (с учетом хороших и сложных времен) добавляется за счет стратегии фонда и удачного выбора активов.

Табл. 7.2

Долгосрочная доходность Wellington выше, чем у конкурентов: годовая доходность (1929–2012 годы)

	Валовая доходность до вычета затрат, %	Уровень операционных затрат, %	Чистая доходность после вычета затрат, %
Wellington Fund	8,78	0,56	8,22
Среднестатистический сбалансированный фонд	8,68	0,96	7,72
Преимущество Wellington	+0,10	–0,40	+0,50

Должен отметить, что если бы не снижение показателей Wellington в связи с его попыткой заняться спекуляцией в 1967–1978 годах, то среднегодовая доходность фонда за то время, когда он был ориентирован на инвестирование, составила бы 9,01 % по сравнению с 7,96 % в конкурирующих фондах. Значит, преимущество было бы 1,05 процентного пункта в год, что в два раза больше преимущества в 0,50 процентного пункта, представленного в табл. 7.2.

Несмотря на повышение гонораров советников по инвестициям, о чем говорилось выше, совокупный уровень операционных затрат Wellington Fund снизился с 34 базисных пунктов в 2003 году до лишь 0,23 % в 2011 году. Это объясняется тем, что благодаря эффекту масштаба Vanguard операционные затраты фонда снизились с 29 базисных пунктов в 2003 году до 16 базисных пунктов в 2011 году. При этом уровень операционных затрат в средне-

статистическом сбалансированном фонде в указанный период рос почти с той же скоростью, с которой данный показатель падал в Wellington (в прошлом году он вырос до внушительных 1,34 %).

Делаем вывод: Wellington Fund сегодня имеет значительное *годовое* превосходство – более чем в 100 базисных пунктов – *только благодаря своим низким затратам*. Это дает процентный пункт дополнительного дохода в год. Благодаря тому, что средний уровень операционных затрат Wellington в течение всей его долгой истории составлял всего 0,50 процентного пункта по сравнению с 0,96 процентного пункта в конкурирующих фондах, сегодня фонд имеет дополнительное преимущество в размере двукратного исторического спреда. Это обеспечит Wellington инвестиционное превосходство на долгие годы вперед. *Да, затраты имеют значение!*

Уверен, Уолтер Морган был бы очень рад возрождению своего любимого Wellington Fund. Его мечта осуществилась. Такой результат 40 лет назад, когда установленные им традиции игнорировались, казался маловероятным. Но возврат к устойчивому равновесию при распределении активов, а также к ориентации на первоначальные цели фонда, заявленные в 1930-х (сохранение капитала, разумная текущая доходность и получение прибыли без лишнего риска), определили его сегодняшний статус. Давайте все мы – и инвесторы, и институциональные управляющие денежными средствами – будем помнить эту историю, учиться на ее примере, радоваться ей и, самое главное, чтить ее.

Немного времени остается до столетия Wellington Fund, которое мы будем праздновать в 2028 году. Отличный повод отметить этот рубеж стратегией, отвечающей традиционным консервативным принципам Wellington и его инвестиционным ценностям. На нашем пути могут (и будут) встречаться трудности, и даже очень серьезные, такие как те, с которыми нам пришлось столкнуться в последние десятилетия. Но я не сомневаюсь в том, что Wellington Fund перейдет столетний рубеж, которого нечасто достигают корпорации и финансовые институты в США. И когда мы доживем до этого долгожданного юбилея, Wellington будет являть собой и подтверждение прозорливости Уолтера Моргана, и победу мудрости долгосрочного инвестирования над безумием краткосрочной спекуляции.

Глава 8

Десять простых правил для инвесторов и предупреждение для спекулянтов

*Восстанут многие из павших, и многие, что ныне на коне, падут.
Гораций¹¹⁴*

Подведение итогов

В этой книге я рассказал вам об опасностях, возникающих в нашей финансовой системе, если краткосрочная спекуляция берет верх над долгосрочным инвестированием. И когда разрушающая ценности культура торгашества пытается победить созидательную культуру разумного управления, безусловно, они сталкиваются между собой. Описав влияние спекуляции на сегодняшнюю финансовую сферу и на общество в целом, я проиллюстрировал те проблемы, которые она влечет за собой. Возникновению этих проблем способствует и так называемое общество двойных агентов, где сложились устойчивые взаимовыгодные отношения между исполнительным руководством корпораций и институциональными управляющими капиталом. Настало время борьбы с этим «счастливым тайным сговором», целью которого становится краткосрочная доходность акций, а не долгосрочная их внутренняя ценность.

Решение этих насущных проблем должно начаться с разработки и законодательного оформления федерального стандарта фидуциарной ответственности (о чем рассказано в главе 3). Мне бы не хотелось выступать в поддержку подробных и детальных нормативных актов. Однако вынужден признать, на данный момент применение стандарта фидуциарной ответственности, о котором говорят уже не одно десятилетие, на практике оказывается весьма слабым. Настало время сделать этот стандарт четким и понятным: *агент обязан ставить интересы принципала выше собственных интересов*. (Закон об инвестиционных компаниях и закон о советниках по инвестициям, принятые в 1940 году, предусматривают этот благородный принцип, но проведение его в жизнь еще не было обеспечено.)

До тех пор пока правительство не предпримет определенных действий (а это непростая задача с учетом того, что в Конгрессе заседают неуступчивые, нередко зашедшие в тупик, невообразимо эгоистичные и думающие исключительно о деньгах избранники), инвесторам придется заботиться о своих интересах самостоятельно. Ранее я уже говорил о том, что пайщики взаимных фондов могут делать это более эффективно, выбирая фонды, которые уже работают в соответствии с основными принципами фидуциарности. В главе 5 приведена таблица, позволяющая рассчитать «показатель разумного управления». Она может быть использована инвесторами для определения основных критериев отбора компаний, управляющих группами фондов, а также конкретных взаимных фондов в составе таких групп.

¹¹⁴ Бенджамин Грэхем использовал эту же цитату из Ars Poetica Горация в первом издании книги «Разумный инвестор» (The Intelligent Investor) в 1949 году.

Инвестируйте в индексные фонды широкого рынка

Еще одним важным и верным шагом будет акцент на индексные фонды при формировании основной части вашего портфеля. Инвестирование в индексный фонд – всего лишь решение владеть диверсифицированным портфелем акций американских и, возможно, иностранных компаний, представляющих весь фондовый рынок. Индексный фонд воплощает принципы долгосрочного инвестирования и является противоположностью краткосрочной спекуляции. Такова была моя концепция, когда я создал первый взаимный индексный фонд в 1975 году. Рост числа индексных фондов за последние 37 лет подтверждает их надежность!

Но эффективность привязки к индексам широкого рынка, присущая традиционным индексным фондам (TIF), их успешное служение интересам пайщиков, а также лидирующее положение на рынке открыли дорогу новому виду индексных фондов – биржевым фондам (ETF). Эти фонды отличает высокая оборачиваемость акций в составе портфеля и нацеленность на краткосрочного инвестора (по иронии использующего портфель долгосрочного инвестирования). Я описываю их работу как спекуляцию. Подавляющее большинство ETF характеризуются высоким ежедневным объемом торгов. Существует масса ETF, инвестирующих в узкие сегменты: ETF, использующие новые неподтвержденные стратегии «опережения индекса»; активно управляемые ETF; валютные и товарные ETF; ETF с высоким кредитным плечом. (Обычно они обещают доходность в три раза выше доходности самого рынка, вне зависимости от рыночного тренда. Выбирайте сами!) Как мы уже неоднократно говорили на этих страницах, спекуляция бросает серьезный вызов первоначальной инвестиционной концепции индексного фонда, ведь он задумывался как фонд общего рынка, паи которого должны были приобретаться и оставаться во владении участников практически бессрочно.

Wellington Fund и индексный фонд

В предыдущей главе, посвященной Wellington Fund, я доказал, что столкновение культур существует не просто в теории. Реальная история этого фонда показывает, какое влияние на пайщиков оказала смена стратегии Wellington: переход от одной культуры к другой, а затем возвращение к истокам. Wellington Fund успешно развивался в период с 1928 по 1966 год, поскольку был нацелен на долгосрочное инвестирование. Но в 1966 году он переориентировался на спекуляцию и серьезно пострадал от кризиса 1973–1974 годов. В результате доходность фонда резко снизилась. Его возрождение началось только в 1978 году, когда он вернулся к своим корням – к инвестированию и установил четкие требования к пропорциям между дивидендными акциями и облигациями инвестиционного качества в портфеле. Это изменение прекрасно сработало. На сегодняшний день Wellington Fund вернул себе статус крупнейшего в мире сбалансированного фонда.

Как и прежде, я убежден, что привязка к индексам широкого рынка при выборе ценных бумаг является единственным способом получить справедливую долю доходности рынка акций и/или рынка облигаций. Возрождение активно управляемого Wellington Fund преподало нам несколько важных уроков:

- Нужна долгосрочная инвестиционная политика, ориентированная на создание широко диверсифицированного портфеля высококачественных акций и облигаций с низкой оборачиваемостью портфеля.
- Директора фонда (действующие от имени участников) должны придерживаться четко определенной инвестиционной стратегии и дивидендной политики; консультант по инвестициям должен в точности понимать их, а исполнительное руководство фонда – контролировать их реализацию.
- Взаимопонимание между директорами фонда и руководством консалтинговой компании абсолютно необходимо для того, чтобы удерживать гонорары советников и прочие затраты фонда на минимальном необходимом уровне.

Если вы проанализируете эти стандарты работы успешного активно управляемого фонда, вы, вероятно, увидите, насколько они близки к стандартам пассивно управляемых индексных фондов: нацеленность на долгосрочную перспективу, ясность стратегии, широкая диверсификация, строгие правила отбора активов в составе портфеля и, естественно, минимальные затраты¹¹⁵.

Легендарная фигура в мире инвестирования Джереми Грэнтхем, основатель и владелец компании GMO, управляющей капиталом, вторит моим выводам об индексации и активном управлении. Ниже приведены выдержки из его письма пайщикам за четвертый квартал 2011 года.

Чтобы вы лично добились эффективности в инвестировании, вам следует знать свои ограничения, а также свои слабые и сильные стороны. Если вы будете терпеливы и не последуете за основной массой инвесторов, вероятно, вы сможете выиграть. Но если вы *вообразите*, что способны добиться успеха, и будете использовать ошибочный подход, поддаваясь разного рода соблазнам или глядя на пример толпы (слишком поздно

¹¹⁵ Wellington Fund имеет практически такие же характеристики эффективности, что и сбалансированный индексный фонд. Его портфель включает 65 % акций, входящих в индекс акций общего рынка, и 35 % облигаций, входящих в индекс облигаций общего рынка. Корреляция между доходностью Wellington и доходностью сбалансированного индекса за последние 10 лет достигает 98 % (при абсолютной корреляции в 100 %).

«подключаться» к тренду или слишком рано прекращать ему следовать), это будет катастрофой. Вы должны тщательно проанализировать свой «болевой порог» и границы своего терпения. Не пытайтесь прыгнуть выше головы.

Если вы не можете противостоять соблазну, вам абсолютно противопоказано управлять своими деньгами. К тому же не существует клуба «анонимных инвесторов», чьи собрания вы могли бы посещать, чтобы получить поддержку. Однако есть две отличные альтернативы: 1) нанять управляющего, который обладает нужными навыками (помня о том, что для профессионала еще сложнее удержаться от следования за толпой); 2) инвестировать в разумно сформированный, широко диверсифицированный индекс акций и облигаций, после чего даже не заглядывать в свой портфель до момента выхода на пенсию. Ну а если и заглядывать, то только для того, чтобы узнать, сколько денег вы уже можете снять.

Неизбежность возврата к среднему

Как много раз я пытался донести до инвесторов несколько простых идей: о необходимости выбирать разумных руководителей для управления их фондами, а также формировать основную часть (если не 100 %) портфелей за счет низкозатратных индексных фондов. И все же многие считают, что легко найти фонды, которые будут более эффективными. Такие инвесторы нередко говорят, что «знают, как этого добиться», или утверждают, что «рынок легко превзойти и нет смысла придерживаться скучной посредственности». Они даже не понимают, насколько лучше шли бы их дела, если бы они все же выбрали ту самую «скучную посредственность» в лице индексных фондов. К сожалению, когда инвесторы пытаются превзойти рынок, они делают ставку на фонды, которые показывали хорошую доходность в прошлом, рассчитывая или, по крайней мере, надеясь на то, что прошлая доходность повторится в будущем.

Однако в мире инвестирования прошлое слишком редко (да почти никогда) не повторяется. На всем протяжении современной истории взаимных фондов инвесторы всегда были готовы «ставить не на ту лошадь». Это поведение, увы, было сформировано и поддерживалось многими организаторами фондов, которые тем самым старались продать «новую модную идею». Данная тенденция зародилась во времена фондов, появившихся в так называемую динамичную эпоху рынка в середине 1960-х. Продолжилась она в эпоху бума информационных технологий в конце 1990-х, когда создавалось огромное количество фондов акций высокотехнологичных и интернет-компаний.

Мы пока не знаем, приведет ли ажиотаж вокруг фондов, инвестирующих в золото и развивающиеся рынки, или энтузиазм в отношении фондов, позволяющих совершать операции «весь день в реальном времени» (что нашло отражение в ETF), к тем же негативным последствиям для пайщиков. Но история свидетельствует о том, что именно так происходило в прошлом. Опыт показывает, что в поиске максимальной доходности спекулянты теряли десятки миллиардов долларов из-за своего нерационального поведения. Логика и здравый смысл говорят нам, что такое их поведение может повториться и в будущем.

Давайте рассмотрим этот вопрос подробнее. На следующих страницах я представляю восемь примеров того, как некоторые фонды, в прошлом имевшие доходность выше рынка (зачастую в течение долгого времени), в конечном итоге потерпели крах. В этом совершенно четко проявляется эффект возврата к среднему. Перефразируя экономиста Герберта Стайна: «Если что-то не может продолжаться вечно, оно когда-нибудь прекратится».

Ничто не продолжается вечно: восемь отрезвляющих примеров возврата к среднему

«Сигнальные графики»¹¹⁶, приведенные далее, отражают прошлые показатели инвестиционной эффективности некоторых наиболее успешных фондов в современной истории отрасли. Информация была выведена простым делением накопленной доходности каждого фонда на доходность широкого рынка акций (в данном случае индекса S&P 500). Линия начинается с 1,00. Если она идет выше, то фонд имел доходность выше рынка. Если ниже, то доходность фонда не достигала рыночной. Фонды, представленные в ходе анализа, являются самыми яркими примерами неизменного присутствия феномена возврата к среднему.

CGM Focus Fund – классический пример возврата к среднему в краткосрочной перспективе. Единоличный управляющий портфелем – Кен Хибнер. Активы фонда увеличи-

¹¹⁶ От английского *telltale charts*. Прим. пер.

лись со 100 млн долларов при создании фонда до 6 млрд долларов в 2007 году, а затем, к 2012 году, упали до 1,7 млрд долларов. Доходность фонда в 1998–2007 годах составила +917 %; доходность S&P 500 была +78 %. Великолепно! Затем наступает пауза. Доходность фонда в 2007–2011 годах оказалась на уровне –51 %; доходность S&P 500 равна –6 %. Годовая доходность фонда за весь период 12,2 %. Имея доходность свыше 18 % в год, он был лучшим по доходности фондом акций в США за последние 10 лет. Однако «убыток среднестатистического пайщика составил 11 % в год» (The Wall Street Journal, 31 декабря 2009 года).

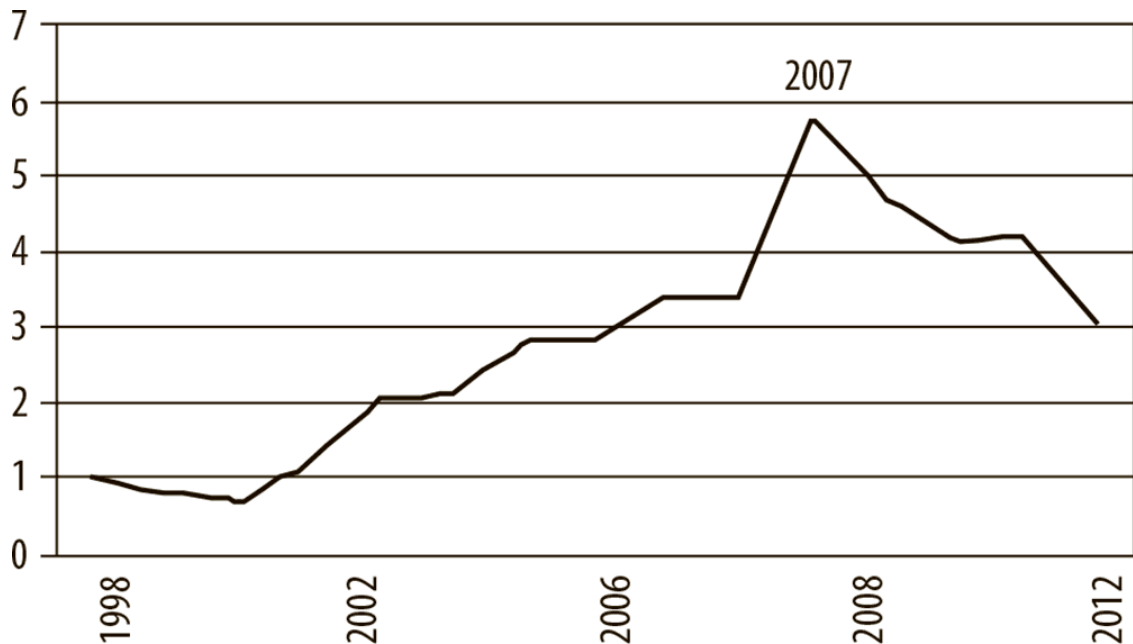


Рис. 8.1. Накопленная доходность фонда CGM Focus Fund (1998–2012 годы) по сравнению с S&P 500

Fidelity Magellan Fund – классический пример возврата к среднему в долгосрочной перспективе. Средняя годовая доходность фонда, который являлся «домашним фондом» Fidelity, с 1964 года составила 22 %. В 1980 году было проведено публичное размещение паев. До 1990 года фонд находился под управлением легендарного Питера Линча, профессионала по подбору активов. Доходность фонда составила 588 % против доходности S&P 500 в 268 %. В 1990 году размер активов вырос до 12 млрд долларов, а в 1999 году – до 106 млрд долларов. Доходность за 1990–2011 годы составила 368 %; доходность S&P 500 – 487 %. На 2012 год стоимость активов 15 млрд долларов, что на 85 % ниже, чем в период пика (когда она составляла 105 млрд долларов). С 1983 года, то есть уже 19 лет, доходность фонда отстает от S&P 500: фонд – 9,7 %, S&P 500 – 10,2 % (см. рис. 5.3).

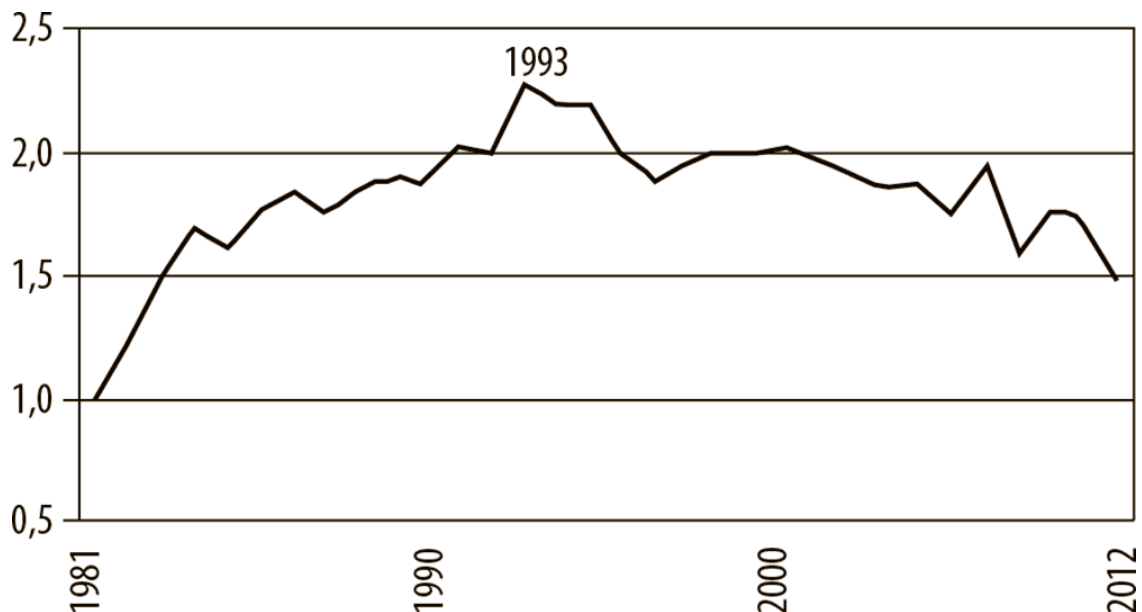


Рис. 8.2. Накопленная доходность фонда Fidelity Magellan Fund (1981–2012 годы) по сравнению с S&P 500

Janus Fund был одним из самых «модных» фондов времен интернет-пузыря в конце 1990-х. Годовая доходность в 1971–1999 годах составляла 18,5 %. Активы выросли с 400 млн долларов в 1998 году до 43 млрд долларов в начале 2000-го. Инвесторы спешили инвестировать в фонд, ведь он становится крупнейшим покупателем акций высокотехнологичных компаний высокой капитализации. В последующий период накопленная доходность составила –28 %, в то время как доходность S&P 500 достигла +7 %. Инвесторы начали массово покидать фонд. На 2012 год стоимость активов составляет 7,5 млрд долларов, то есть на 82 % меньше, чем в период пика. С 1983-го годовая доходность фонда была равна 9,6 %, а индекса S&P 500 – 10,6 %.

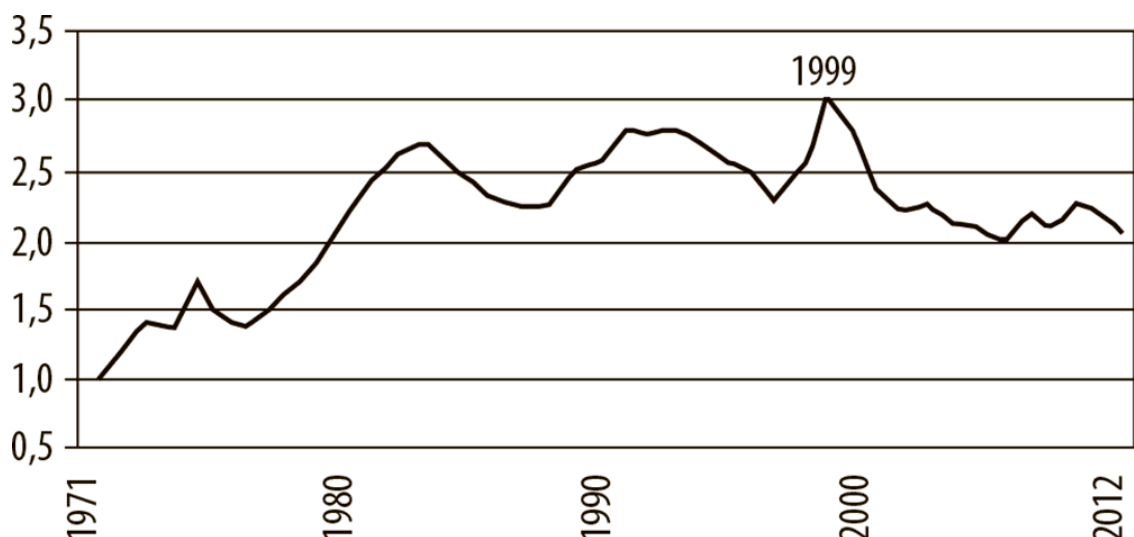


Рис. 8.3. Накопленная доходность фонда Janus Fund (1971–2012 годы) по сравнению с S&P 500

С момента основания и до начала 2012 года фонд Legg Mason Value Trust Fund находился под управлением профессионала инвестиционной отрасли Билла Миллера. Он был

единственным управляющим портфелями, которому удалось превосходить индекс S&P 500 в течение 15 лет подряд (с 1991 по 2005 год включительно). Активы фонда увеличились с 600 млн долларов до 20 млрд долларов. В 2006–2008 годах накопленная доходность фонда составила –56 % по сравнению с доходностью S&P 500 в –22 %. Стоимость активов фонда упала до 2,5 млрд долларов. Если проанализировать эффективность фонда за всю его историю, то его доходность практически соответствует рынку: 10,3 % против 10,6 % у индекса S&P 500.

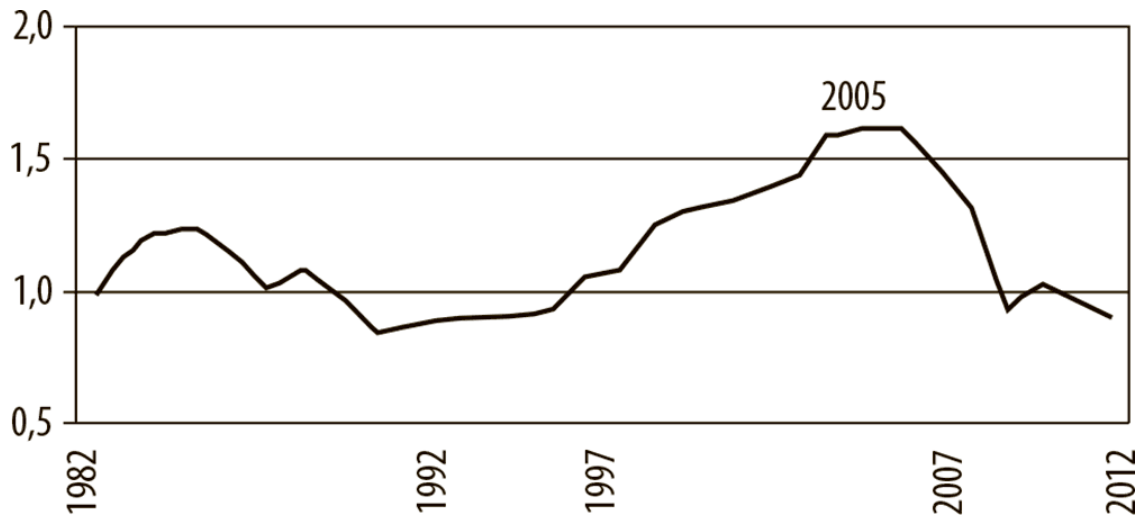


Рис. 8.4. Накопленная доходность фонда Legg Mason Value Trust Fund (1982–2012 годы) по сравнению с S&P 500

С момента основания в 1986 году PBHG Growth Fund находился под управлением Гарри Пилгрима из Pilgrim Baxter. В 1993 году сумма активов фонда не превышала 180 млн долларов, а оборачиваемость портфеля составляла 200 %, что затрудняет определение достоверной доходности. В 1988–1996 годах, когда накопленная доходность фонда составила 671 % и превысила доходность индекса S&P 500 в 300 %, стоимость активов первого взлета до 6 млрд долларов. Возврат к среднему произошел в 1996–1998 годах, когда накопленная доходность фонда составила 6 % против 64 % для S&P 500. Даже колоссальная (объявленная) доходность в 92 % в 1999 году не смогла преломить эту тенденцию. В 2000–2003 годах доходность фонда составила –56 %, тогда как доходность S&P 500 была –20 %. В 2003 году Пилгрим и его партнер Гарольд Брэдли были обвинены SEC в мошенничестве и нарушении фидуциарных обязательств. Когда в 2004 году стоимость активов фонда упала до 800 млн долларов, фонд прекратил свое существование.

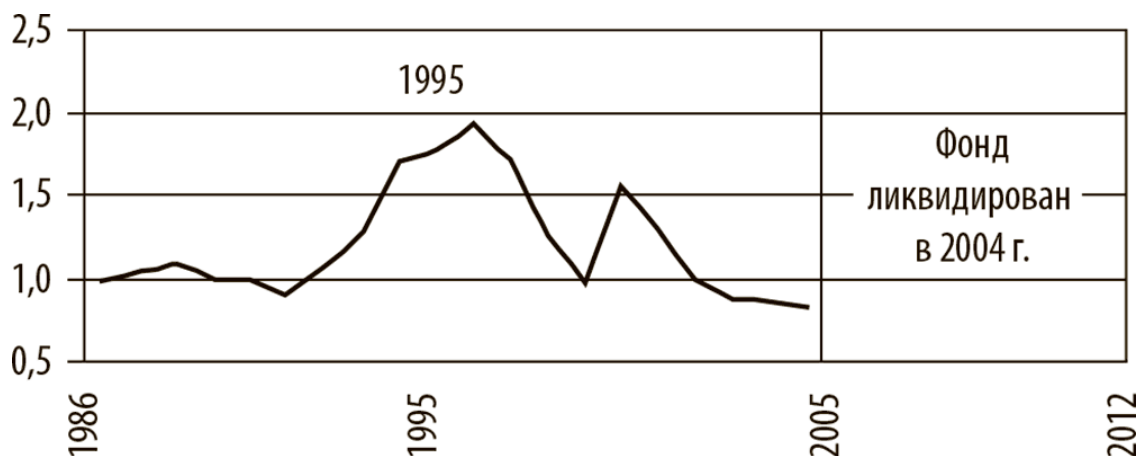


Рис. 8.5. Накопленная доходность фонда PBHG Growth Fund (1986–2004 годы) по сравнению с S&P 500¹¹⁷

T. Rowe Price Growth Fund является классическим фондом роста под управлением уважаемой компании. Но и он не смог избежать воздействия правила возврата к среднему. Фонд был основан в 1950 году еще одной легендарной личностью в мире инвестиций Томасом Роу Прайсом. К 1971 году накопленная доходность фонда составила +1648 %, что было более чем на 600 процентных пунктов выше доходности S&P 500 в +1021 %. Активы выросли до 1,2 млрд долларов. Это был первый в мире фонд без комиссии по продаже паев, который перешел рубеж в 1 млрд долларов. Затем произошел возврат к среднему. Фонд пережил резкое падение доходности в 1971–1988 годах: он показал +172 %, тогда как S&P 500 зафиксировал +470 %. С того момента фонд вернулся практически к средним по рынку уровням. За все время существования доходность фонда составила +9,5 %, доходность S&P 500 за этот же период была равна +9,2 %. Долгосрочная доходность фонда оказалась как нельзя более близкой к средней по рынку!

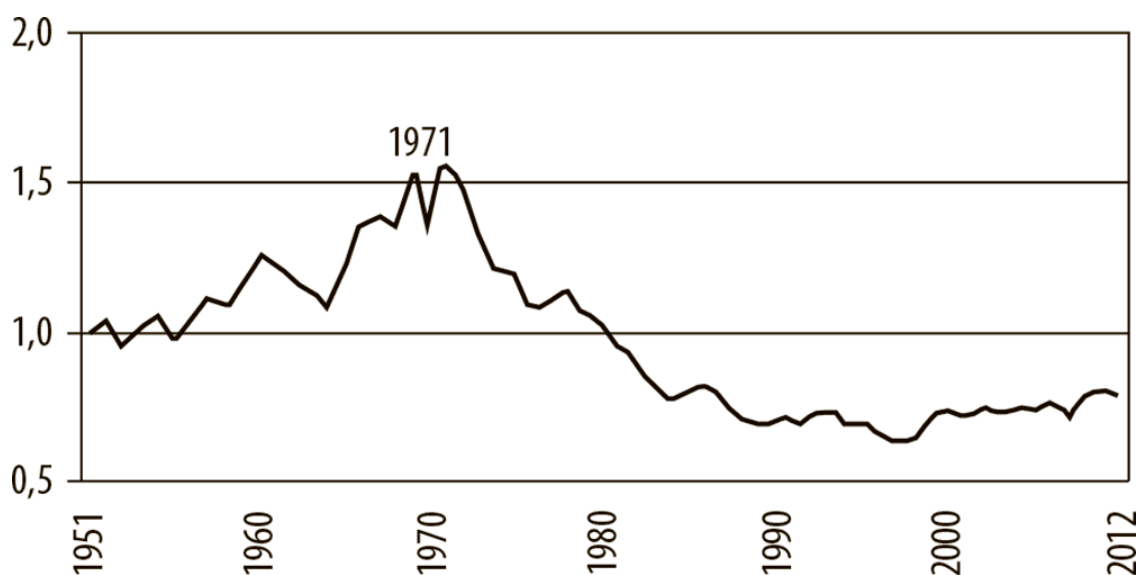


Рис. 8.6. Накопленная доходность фонда T. Rowe Price Growth Stock (1951–2012 годы) по сравнению с S&P 500

¹¹⁷ Фонд ликвидирован в 2004 году. Прим. науч. ред.

Vanguard Windsor Fund стал первым фондом акций под управлением Wellington Management. Его формирование началось в 1958 году. Это один из немногих взаимных фондов, который более полувека практически не изменял своим целям. В 1958–1963-м годовая доходность составляла 7 %, что было ниже 10 %-ной доходности S&P 500 за тот же период. Затем управляющим фондом был назначен еще один легендарный инвестор Джон Нефф. До 1988 года доходность росла, а когда сумма активов фонда в 1985 году составила 4 млрд долларов, он стал крупнейшим фондом акций в отрасли. Затем фонд был закрыт для новых инвесторов, чтобы избежать недостатков, которые сопряжены с чрезмерным размером активов. В 1995 году Нефф уходит на пенсию, обеспечив фонду за 31 год своей работы годовую доходность в размере 14 % по сравнению с доходностью S&P 500 на уровне 11 %. Сумма активов фонда в 1997 году возросла до 21 млрд долларов. Доходность существенно падает в 1997–1999 годах, а затем несколько увеличивается в 1999–2000 годах. К 2012-му сумма активов сокращается до 12 млрд долларов. В результате годовая доходность после ухода Неффа: фонд – 6,5 %; S&P 500 – 6,5 %. Доходность то понижается, то повышается, то замирает где-то посередине (так что мы вновь видим: правило возврата к среднему работает).

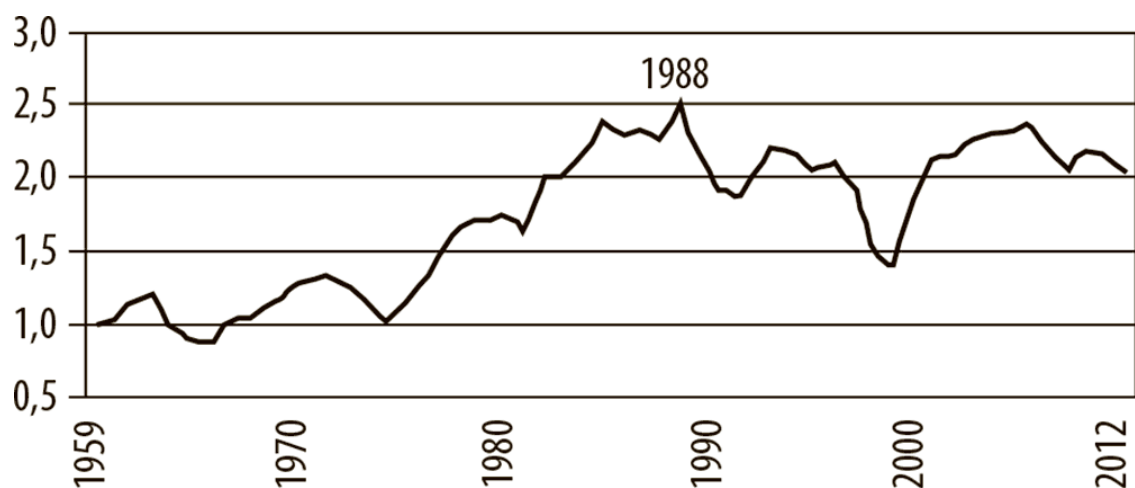


Рис. 8.7. Накопленная доходность фонда Vanguard Windsor Fund (1959–2012 годы) по сравнению с S&P 500

Vanguard U.S. Growth Fund был создан в 1958 году и именовался Ivest Fund. Wellington Management приобретает компанию, управлявшую фондом, в 1966 году. Накопленная доходность за 1961–1967 годы является самой высокой в отрасли взаимных фондов: 327 % против 108 % у индекса S&P 500. В период обвала рынка в 1973–1974 годах доходность фонда составляет –55 % по сравнению с доходностью S&P 500 в –35 %. Затем началось медленное восстановление. Накопленная доходность за 1960–1976 годы: фонд – 238 %, S&P 500–218 % (снова и снова мы наблюдаем возврат к среднему). Наименование фонда было изменено на Vanguard Growth Fund в 1980 году, а затем фонд стал представлять собой отдельный портфель акций роста компаний США. В 1987 году приходит новый управляющий. И доходность фонда, и доходность S&P 500 в 1987–1999 годах растут на 18 % в год. Затем, в 1999–2012 годах, фонд вновь дает сбой. Его доходность составляет –45 % по сравнению с доходностью S&P 500 на уровне +7 %. Будучи первым в 1967 году, фонд стал худшим в отрасли в 2003-м.

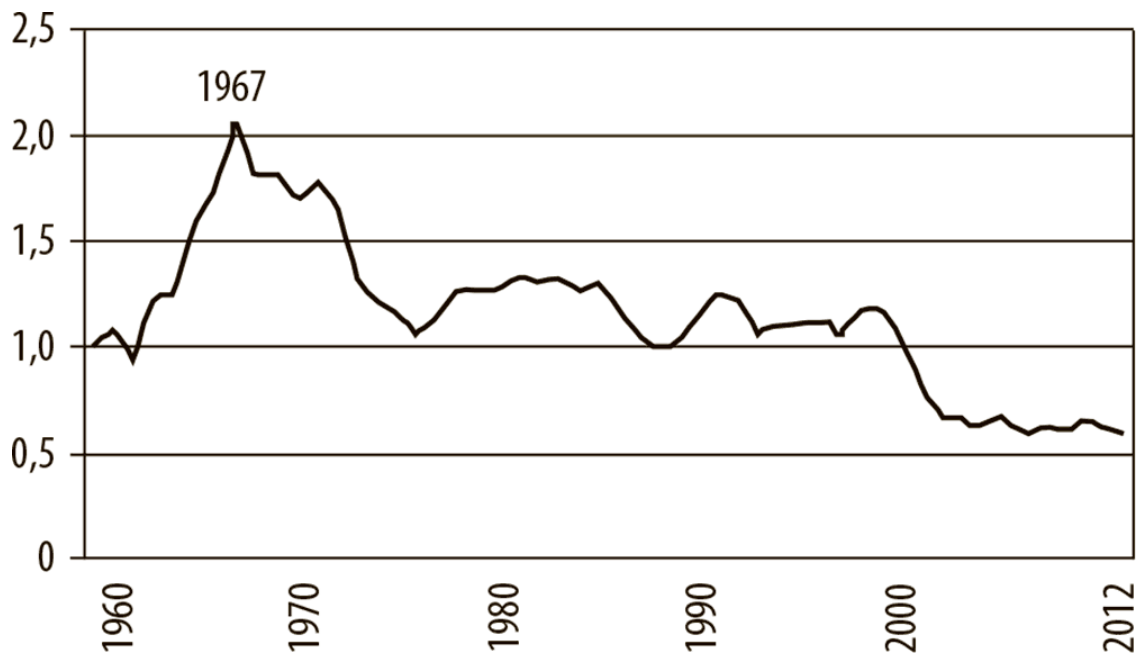


Рис. 8.8. Накопленная доходность фонда Vanguard U.S. Growth Fund (1960–2012 годы) по сравнению с S&P 500

Блок 8.1

Как выбрать активно управляемые фонды, или «четыре P¹¹⁸» для оценки управляющего

P + P + P + P (+ P)

Если вы выбираете фонды-лидеры по прошлой доходности, в особенности фонды с чрезвычайно высокой краткосрочной доходностью, вы обязательно проиграете. На что же полагаться инвестору, предпочитающему активно управляемые фонды пассивно управляемым индексным фондам? Как может инвестор повысить свои шансы на выбор компетентного управляющего?

Еще в 1984 году, когда Vanguard искала активного управляющего для нового фонда роста, я столкнулся с той же проблемой. По результатам оценки мы привлекли молодую PRIMECAP Management Company под руководством бывших советников группы American Funds. Мы также согласились использовать ее название для нового фонда. В годовом отчете Vanguard PRIMECAP Fund за 1985 год я разъяснял наше решение пайщикам, оценивая управляющую компанию с точки зрения стандарта, названного мной *четыре P*. Ниже приведены четыре заданных мной вопроса и выдержки из моих ответов на них.

1. People (люди). Кто является управляющим фонда? «Персонал в PRIMECAP – выдающиеся профессионалы в области инвестирования с

¹¹⁸ «Пи», от названия буквы английского алфавита. *Прим. науч. ред.*

безупречной репутацией, которые в совокупности обладают 85-летним опытом работы».

2. Philosophy (философия). Чего они хотят добиться? «Реализации инвестиционной философии, ориентированной на рост». (Мне также нравится низкая оборачиваемость портфеля под управлением этих людей, что означает их ориентированность на долгосрочную перспективу.)

3. Portfolio (портфель). Как им удастся воплотить свою философию в жизнь? «Пенсионные портфели под управлением PRIMECAP включают в себя ряд “голубых фишек”. Некоторые из них ориентированы на прирост стоимости, некоторые дают высокие дивиденды. При этом выбраны компании, которые могут быть объектом поглощения, а их акции могут быть чувствительны к изменениям процентной ставки».

4. Performance (эффективность/доходность). Каких результатов они уже добивались? Я неоднократно отмечал, что «прошлая эффективность была не первым критерием выбора, а последним. Он безусловно важен, но только в контексте других факторов».

И как же это сработало? В конце первого полного года деятельности фонда, как я рассказал пайщикам, PRIMECAP опередил 151 из 171 фонда роста в отрасли. Это был действительно хороший старт. Если же мы взглянем на это 26 лет спустя, то он стал одним из самых успешных и устойчивых фондов в истории Vanguard. Фонд превзошел 89 из 94 фондов акций роста, которым удалось выжить в течение этой четверти века. Столь впечатляющий результат был достигнут благодаря Говарду Шоу, одному из основателей компании (он скончался в начале 2012 года в возрасте 85 лет). Этот человек заслуживает глубокой благодарности от всех пайщиков за столь длительное партнерство, которое всем нам пошло на пользу¹¹⁹.

Рейтинги Morningstar

В 2011 году мои *четыре Р* были практически полностью повторены Morningstar – уважаемой компанией, осуществляющей анализ фондов. Она использовала подобный подход в разработке методологии составления своих рейтингов: «Наши (новые) рейтинги (“золотой”, “серебряный”, “бронзовый”, “нейтральный” и “негативный”) являют собой синтез фундаментальных показателей каждого фонда. Эти показатели сгруппированы по пяти категориям: “люди”, “процесс”, “материнская компания”, “эффективность” и “цена». Первые четыре из перечисленных категорий Morningstar оказались практически аналогичны моей системе баллов, которую я использовал четверть века назад. (В силу того что Vanguard к тому моменту завершила трудные переговоры с консалтинговой компанией о предоставлении привлекательной с точки зрения цен тарифной сетки, я не упомянул в годовом отчете для пайщиков PRIMECAP пятое «Р» (Price, или «цена»). Так что в действительности мы имеем *пять* «Р»). Вот несколько выдержек из стандарта Morningstar:

¹¹⁹ Это не всегда был приятный опыт. С 1987 по 1990 год доходность фонда в 32 % отставала от доходности индекса S&P 500 в 57 %. Отставание также отмечалось в 1996–1997 годах и 2010–2011 годах. В целом годовая доходность была превосходной: 12,9 % против 10,4 % у индекса S&P 500. И этот факт не нуждается в комментариях.

1. People (люди). Мы анализируем, какие преимущества имеют профессионалы одного фонда перед специалистами его конкурентов с точки зрения их знаний, опыта и подтвержденных навыков. Мы оцениваем ряд аспектов: какой капитал управляющий инвестировал в фонд, каков уровень его профессиональных знаний в контексте компании, каким опытом работы он обладает, а также какова его результативность.

2. Process (процесс). Занимается ли управляющий чем-то рядовым или его деятельность уникальна, а его подходы трудно повторить? Подтверждена ли его стратегия опытом или представляет собой нечто новое, некую непроверенную формулу? Важно также, насколько используемые процессы соответствуют профессиональным навыкам управляющего и специфике самой компании.

3. Parent (материнская компания). При инвестировании на длительный срок особенно важным становится то, какая материнская структура стоит над вашим фондом. Мы оцениваем текучесть руководящего состава в компании, ее инвестиционную культуру, качество аналитических материалов, этику, директоров, наличие санкций со стороны SEC и многое другое. Все это крайне важно, поскольку все мы хотим иметь дело с партнером, которому можно будет доверять еще долгие годы.

4. Performance (эффективность). Мы анализируем эффективность при действующем управляющем. Чем дольше он работает в компании, тем с большей точностью можно предсказать относительные результаты его работы в будущем. Мы смотрим на стратегию и активы фонда, а также на то, как фонд работал в разных рыночных условиях, на его профиль рисков и устойчивость доходности с течением времени.

5. Price (цена). Затраты являются надежным показателем будущей эффективности. Они, конечно, не определяют всё, но являются важной деталью общей картины. Мы смотрим на уровень операционных затрат фонда по сравнению с конкурентами, на размер активов, а иногда – и на размер его торговых комиссий.

Резонанс, вызванный появлением разработанных мною *четырёх Р* (которых на самом деле пять) и предложенных Morningstar *пяти Р*, чувствуется до сих пор. Эти ключевые факторы в оценке той или иной структуры будут весьма полезны и при выборе управляющего активно управляемого фонда. Если инвесторы будут следовать данным критериям, то вполне смогут рассчитывать на оптимальную доходность от активно управляемых фондов (в составе своих портфелей). Впрочем, шансы на то, что полученная ими доходность с учетом затрат и налогов превысит доходность индексного фонда общего рынка, *невелики*. Давайте, наконец, перейдем к сути дела и рассмотрим 10 правил долгосрочного инвестирования во взаимные фонды акций. Изучив эти принципы, вы научитесь не обращать внимания на шум, создаваемый краткосрочной спекуляцией.

Десять простых правил достижения успеха в инвестировании

Указанные далее 10 простых правил инвестирования должны помочь вам принять решение, гарантирующее успех на годы вперед. Мне бы хотелось убедить вас в том, что описанная далее стратегия является лучшей из тех, которые когда-либо существовали. Увы, я не могу этого обещать. Смею утверждать лишь, что есть бесчисленное множество подходов, которые заметно уступают той стратегии, что я предлагаю вам изучить.

1. Помните о возврате к среднему.
2. Время – ваш друг, импульс – ваш враг.
3. Инвестируйте в правильные активы и не продавайте их.
4. Имейте реалистичные ожидания: «бублик и пончик».
5. Забудьте об иголке в стоге сена, покупайте стог целиком.
6. Сведите к минимуму долю «крупье».
7. Риска избежать невозможно.
8. Не продолжайте «последнюю битву».
9. «Еж берет верх над лисой».
10. Не сходите с курса!

Правило 1. Помните о возврате к среднему

Первым правилом из 10 является следующее: «Помните о возврате к среднему»! Вряд ли это вас удивляет после прочтения всего ранее написанного в этой главе. Основная идея данного принципа в том, что выбор фонда из числа «прошлых победителей» крайне опасен. Не забывайте: прошлое – это вовсе не двери в будущее. Понятие возврата к среднему применимо не только к компаниям, управляющим фондами, но и к целям инвестирования. Если фонд вчера лидировал среди фондов акций роста, завтра, вероятно, он будет лидировать среди фондов акций стоимости. То же самое верно и для фондов акций компаний высокой и малой капитализации, и для фондов акций компаний США и иностранных эмитентов.

Концепция возврата к среднему справедлива и для фондового рынка в целом. Учитывая наличие дивидендов и прироста стоимости активов, с течением времени фундаментальная стоимость акций вполне может возрасти. Однако если рыночная доходность за какой-то период превышает доходность самого актива (дивиденды плюс прирост стоимости), то в определенный момент рынок, скорее всего, сначала вернется к среднему уровню, а затем опустится еще ниже. Подобно маятнику, цены акций поднимаются выше истинной стоимости актива, потом возвращаются к справедливой цене, после чего падают ниже этого уровня, чтобы в итоге вновь начать обратное движение. Когда доходность фондового рынка намного опережает фундаментальную стоимость активов (или отстает от нее), правило возврата к среднему рано или поздно обязательно срабатывает.

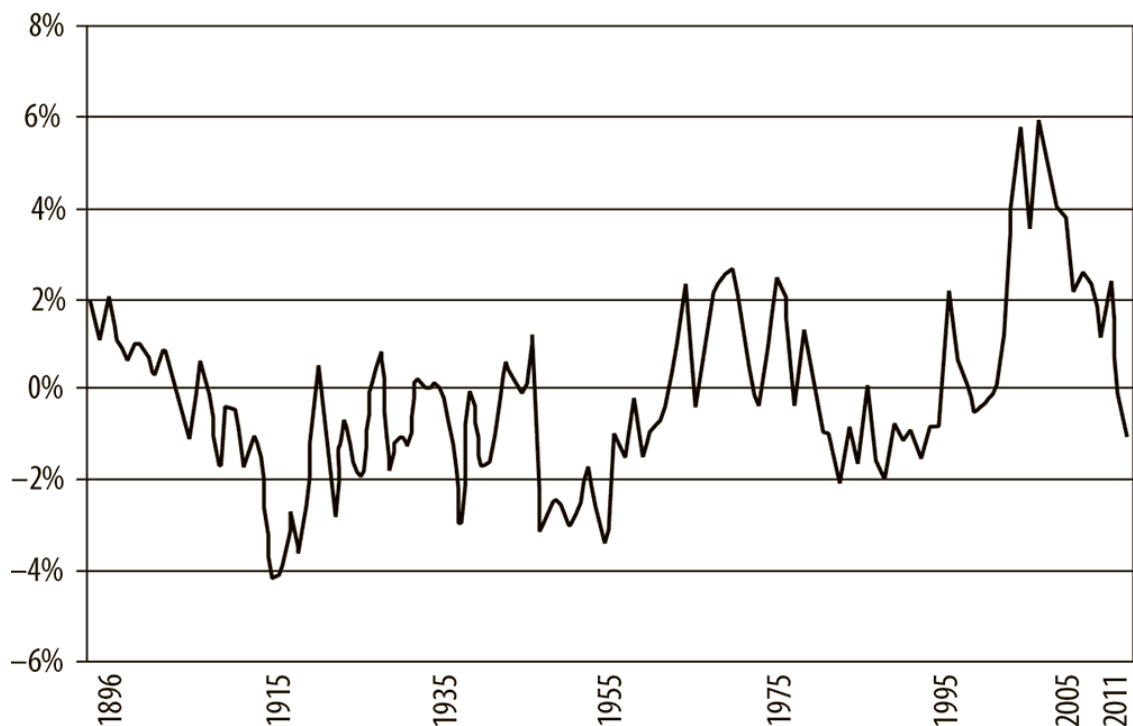


Рис. 8.9. Доходность фондового рынка возвращается к фундаментальной доходности: скользящие 25-летние периоды (1896–2011 годы)

Данный рисунок прекрасно иллюстрирует (хотя и в ретроспективе), насколько привлекательными были цены акций до подъема рынка в 1954–1973 годах и 1977–1999 годах и сколь непривлекательными они стали в конце 1990-х. Только время покажет, станем ли мы свидетелями подобных событий в последующие десятилетия. Но я абсолютно уверен, что тот урок, который история снова и снова повторяла в прошлом, она непременно преподаст нам и в будущем. В конечном счете миром правит долгосрочная стоимость, а не краткосрочная цена. Это еще раз подтверждает верность классического принципа Грэхема «о машине для голосования и весах».

Правило 2. Время – ваш друг, импульс – ваш враг

Никогда не забывайте, что время – ваш друг. Используйте его и наслаждайтесь магией сложных процентов. Если в ближайшие 25 лет акции будут приносить доходность в 8 %, а сберегательные счета – 2 % (на середину 2012 года оба этих прогноза видятся достаточно оптимистичными), то 10 000 долларов превратятся в 58 500 долларов, если вложить их в акции, или в 6500 долларов, если поместить их на сберегательный счет. (С учетом 2 % инфляции – 33 000 долларов против нуля в переводе на современные деньги.) Максимально используйте свое время и не забывайте о рисках инфляции.

Импульс – ваш враг. Помните о том, что одной из самых больших ошибок в инвестировании является следование за «сладкоголосым пением рынка», способным заставить вас покупать акции, когда их цена растет, и продавать – когда она падает. Импульсы, подобные этому, могут разрушить даже самый хороший портфель. Почему? Потому что маркет-тайминг невозможен. И пусть окажется, что вы были правы и успели продать акции в самый последний момент перед падением их цены (что случается крайне редко!), как же вы сможете угадать, когда вам надо вернуться? Даже одно правильное решение принять трудно. Два правильных решения подряд – почти невозможно. А десяток правильных решений в течение всего периода инвестирования – это просто немыслимо.

Если вы будете думать о долгосрочной перспективе, вы с меньшей долей вероятности позволите временным колебаниям цены акций повлиять на вашу инвестиционную программу. Много шума создается вокруг мгновенной волатильности рынка, и зачастую все это лишено оснований. Как говорил Шекспир (хотя и в ином контексте): «Это повесть, рассказанная дураком, где много и шума и страстей, но смысла нет»¹²⁰. Если вы позволите импульсивности взять верх над рациональными ожиданиями, безусловно, импульс превратится в вашего врага.

Правило 3. Инвестируйте в правильные активы и не продавайте их

Следующим важным решением для вас будет распределение активов в портфеле. Акции предназначены для того, чтобы обеспечить прирост капитала и рост дохода, а облигации – для сохранения капитала и получения текущего дохода. Как только вы достигнете правильного баланса между этими видами активов, просто не продавайте их (вне зависимости от колебаний рынка). Перераспределяйте активы только по мере изменения вашего инвестиционного профиля. Начните с соотношения между акциями и облигациями 50/50. Увеличьте долю акций, если:

- Вы еще многие годы можете накапливать активы.
- Размер капитала, которым вы рискуете, невелик (например, когда вы делаете первое капиталовложение в накопительную программу или индивидуальный пенсионный счет).
- У вас нет необходимости получать текущий доход.
- Вы достаточно мужественны для того, чтобы пережить рыночный бум или обвал с относительным хладнокровием.

С возрастом *уменьшайте* долю акций. У вас остается все меньше времени, чтобы обеспечить себе жизнь на пенсии. К тому моменту вы уже накопите некоторое состояние. Вам скоро потребуются тратить ваш инвестиционный доход, а не реинвестировать его. И вы уже не будете (если вы похожи на меня) хладнокровно взирать на резкие колебания рынка. При формировании портфеля, помимо всего прочего, не забудьте учесть в составе облигационного компонента ваших активов суммы будущей пенсии и социальных выплат, которые вы ожидаете получить.

Правило 4. Имейте реалистичные ожидания: «бублик и пончик»

Эти два вида мучных изделий – бублик и пончик – символизируют два абсолютно разных элемента доходности фондового рынка. Так, вполне можно считать бублик олицетворением *инвестиционного* дохода – дивидендного дохода и дохода от прироста капитала. Инвестиционный доход, который приносят акции, отражает все характеристики, присущие бублику (он питательный, с корочкой и твердый).

Аналогичным образом пышный пончик олицетворяет собой *спекулятивный* доход. Он образуется за счет сильных колебаний цены, которую инвесторы готовы платить за каждый доллар прибыли компании в расчете на акцию. Когда общественное мнение о стоимости акций меняется со сладко-оптимистичного на горько-пессимистичное или наоборот, это говорит о том, что рынок «увлекся пончиками». Если реальное инвестирование, подобно бублику, всегда продуктивно, то пышные, напоминающие пончик эмоции инвесторов крайне

¹²⁰ Уильям Шекспир. Макбет. Пер. М. Лозинского. *Прим. ред.*

непрочны. Действительно, как гласит второе наше правило, эти эмоции всегда непродуктивны.

В долгосрочной перспективе именно инвестиционная доходность правит миром. За прошедшие 40 лет годовая инвестиционная доходность составляла 9 % (то есть практически была равна совокупной доходности всего фондового рынка в 9,3 %). Спекулятивная доходность акций составила всего 0,3 %. В первое и последнее десятилетия этого периода, как я отмечал в главе 2, инвесторы были недовольны перспективами экономики, а снижение P/E обусловило отрицательную годовую спекулятивную доходность (в среднем в –5,3 %). Это уменьшило уровень годовой инвестиционной доходности в 7,7 % до уровня рынка (всего в 2,4 %). В 1980–1990-х годах, с другой стороны, взгляд на экономику несколько улучшился. Рост P/E обусловил увеличение спекулятивной составляющей дохода: 7,4 % в дополнение к инвестиционному доходу в 10,1 %. Результатом этого стала беспрецедентная совокупная доходность акций, которая в течение двух последующих десятилетий в среднем составляла 17,5 % годовых.

Если мы рассмотрим все четыре десятилетия в целом, то доходность фондового рынка была равна в среднем 9,3 % в год. Из них 9 % было получено за счет инвестиционного дохода (этот показатель чрезвычайно близок к среднему за 100 лет уровню: 9,0 %), из которых 9 % было получено за счет инвестиционного дохода. (Вот она, мощь возврата к среднему!) Из этой истории можно вынести важный для себя урок: лучше наслаждаться полезным для здоровья бубликом, чем надеяться на то, что пончик даст вам больше или окажется вкуснее.

Что нам готовит будущее? Безусловно, мы этого не знаем. Но вполне обоснованно можно ожидать, что годовая доходность акций в течение десятилетия (с 1 января 2012 года) составит около 7,5 %, а доходность облигаций – около 3,5 %. В блоке 8.2 я поясню, откуда взялись эти величины.

Блок 8.2

Обоснованные инвестиционные ожидания на ближайшие 10 лет

Уверенность в *источниках* рыночной доходности принято считать надежным основанием при определении будущей доходности акций. Исходная дивидендная доходность на начало десятилетия – фактор уже известный. Прибыли корпораций, скорее всего, будут расти темпами, соотносимыми с темпами роста ВВП.

Несмотря на то что мы вряд ли сможем точно спрогнозировать P/E на десятилетний период, мы все же знаем больше, чем нам кажется. И здесь в игру вновь вступает фактор возврата к среднему. Если P/E в начале прошлых 10 лет был равен 12, то с высокой долей вероятности (90 %) он должен был возрасти к концу периода. Если коэффициент P/E был выше 18, то у него есть все шансы (80 %) упасть к концу этого десятилетия.

Давайте проанализируем, чего мы можем ожидать в течение следующих 10 лет, начавшихся в 2012 году. Дивидендная доходность акций в составе индекса S&P 500 равна 2,1 %. Темпы роста годовой доходности будут находиться на уровне 5–6 % (возможно, чуть меньше). В результате возможный *инвестиционный доход* составит в среднем 7–8 % в год.

С учетом высокой доходности в 2011 году, на сегодняшний день P/E приблизительно равен 16, что близко к долгосрочному историческому уровню. Маловероятно, что P/E сильно изменится к началу 2022 года. В итоге *спекулятивная доходность* будет равна нулю (или около того). Суммируя оба источника, мы можем предположить, что в ближайшие 10 лет *совокупная доходность фондового рынка* будет находиться в диапазоне 6–9 %.

Несколько слов о доходности облигаций. Уровень процентных ставок на начало этого десятилетнего периода позволяет делать вполне точные прогнозы на следующие 10 лет (единственный источник фундаментальной доходности на будущее десятилетие всегда определялся процентной ставкой, действовавшей в его начале). Если портфель облигаций будет состоять на одну треть из казначейских ценных бумаг и бумаг правительственных агентств и на две трети из корпоративных облигаций инвестиционного качества (со средним сроком погашения для обоих видов активов в 10–12 лет), можно ожидать, что *фундаментальная* доходность будет близка к первоначальной номинальной стоимости (в данном случае мы принимаем ее за 100 %). В связи с этим вряд ли возможен существенный *спекулятивный* доход (положительный или отрицательный), который мог бы повлиять на результаты расчетов. В итоге совокупная годовая доходность облигаций составит 2–4 %.

В ближайшее десятилетие будет иметь значение разница в доходности между акциями и облигациями. Если доходность акций будет равна 7 % годовых, то прирост капитала составит 100 %. Если облигации приносят доход в 3,0 %, то прирост капитала будет около 35 %. При допущении, что соотношение акций и облигаций в нашем портфеле – 60/40 соответственно и он приносит 6 % годовых, то прирост капитала окажется на уровне примерно 70 %.

ВАЖНОЕ ЗАМЕЧАНИЕ. Эти величины отражают *номинальный* доход. Если инфляция в среднем составляет 2,5 % в год, то доходность сбалансированного портфеля упадет с 5,4 % приблизительно до 3 % (без учета затрат на инвестирование). Если совокупные затраты составят 2 % (типичный уровень для взаимных фондов), то инвестор получит доходность всего в 1 %. Вот почему индексные фонды (с уровнем операционных затрат в 0,1 %) являются таким разумным вариантом.

Все эти выводы и цифры – всего лишь мои рациональные ожидания. Если и прогнозировать поведение сбалансированного портфеля (в состав которого входят и акции, и облигации) на десятилетний период, то вряд ли можно гарантировать результат. В середине 2012 года экономические и рыночные условия в совокупности представляют собой такую сложную комбинацию, с которой я не сталкивался на протяжении всей своей 61-летней финансовой карьеры (а именно столько, если быть точным, я проработал в отрасли на 7 июля 2012 года).

Экономические условия в США, да и по всему миру, выглядят устрашающе. Развернулась битва между сторонниками кейнсианства (которые требуют, чтобы правительство занимало деньги и тратило их для того, чтобы повысить спрос на товары и услуги) и последователями австрийской экономической школы (которые настаивают на ужесточении бюджетной политики). Пока рано загадывать, к какому компромиссу они

смогут прийти. Политическая воля, необходимая как для спасения евро от развала, так и для спасения доллара от инфляции путем перенаправления огромного долга США, судя по всему, была загнана в тупик вследствие борьбы этих групп. Будущее нашей экономики зависит от разрешения этих трудноразрешимых проблем.

Ситуация на финансовых рынках также невероятно сложна. Если фондовый рынок США и оценен обоснованно, не стоит забывать о том, что в конечном итоге он зависит от курса нашей экономики. Много раз в прошлом в трудные времена облигации представляли собой «убежище от рыночных рисков», а также приносили устойчивый доход, если вы обладали должным терпением. Сегодня доходность облигаций, мягко говоря, непривлекательна. Доходность 10-летних казначейских нот составляет всего 1,6 %. Доходность индекса общего рынка облигаций составляет 2,03 %, что всего лишь немного выше доходности акций в 2,0 %.

Мой неизменный совет состоит в том, чтобы принять доходность такой, какая она есть (неважно, что она настолько низкая). Большинству инвесторов следует избегать высокодоходных облигаций низкого инвестиционного качества и акций, приносящих слишком высокие дивиденды. Поскольку доходность казначейских ценных бумаг столь низкая по сравнению с корпоративными облигациями инвестиционного качества, пайщик индексного фонда общего рынка облигаций (72 % активов в бумагах, обеспеченных правительством) может предпочесть увеличить долю корпоративных облигаций, как было указано ранее. В любом случае вы должны инвестировать, поскольку отказ от инвестирования – это неизбежный финансовый провал.

Говорят ученые. Сколько себя помню, я всегда анализировал источники дохода, чтобы определить разумные ожидания в отношении будущей доходности акций и облигаций. Но результаты своих исследований я опубликовал только в начале 1991 года в статье «Инвестирование в 1990-е» (Investing in the 1990s), которая вышла в весеннем номере «Журнала портфельного менеджмента» (The Journal of Portfolio Management). В следующей статье под заголовком «Еще раз о бритве Оккама» (Occam's Razor Revisited) в осеннем выпуске того же издания я вновь вернулся к этому вопросу. Несмотря на доказанную действенность моей методики, она редко отмечается в академической литературе.

Впрочем, было несколько исключений. В июле 2002 года в журнале «О сути инвестиций» (Investment Insights) доктор Кеннет Кронер и бывший декан факультета управления Калифорнийского университета в Беркли доктор Ричард Гринольд выдвинули приблизительно этот же тезис в отношении акций, выразив его, на мой взгляд, в сложном уравнении:

$$R = D/P - \Delta S + i + g + \Delta PE,$$

где $D/P - \Delta S$ – доходность (с учетом погашения паев);

$i + g$ – рост прибыли (инфляция плюс реальный рост прибыли);

ΔPE – пересмотр цен (например, с учетом изменения коэффициента P/E).

Они также предсказали, что «доходность по 10-летним правительственным облигациям за ближайшие 10 лет будет равна процентному доходу по этим облигациям».

Хотя Гринольд и Кронер не упомянули о моей публикации 1991 года, в которой была предложена практически та же методика, но более десятилетия назад, профессор Хавьер

Эстрада из IESE Business School был чрезвычайно любезен в этом отношении. В своей статье «Инвестирование в XXI веке с помощью бритвы Оккама и соображений Богла» (Investing in the Twenty-First Century: With Occam's Razor and Bogle's Wit) в журнале «Обзор корпоративных финансов» (Corporate Finance Review) он писал: «Сэр Уильям Оккам научил нас всегда концентрировать внимание на основных вещах, а Богл показал нам, как применять этот подход к расчету ожидаемой долгосрочной доходности фондовых рынков¹²¹. Используя наследие этих двух людей, я высоко оцениваю возможности прогнозирования, которые дают нам две простые модели. И они действительно позволяют делать успешные прогнозы».

Моя методика также была признана профессором Принстонского университета Бертоном Малкиелом и профессорами Эрлом Бенсоном и Софи Конг из Западного Вашингтонского университета, а также аналитиком Беном Бортнером. В осеннем выпуске «Журнала портфельного менеджмента» (The Journal of Portfolio Management) за 2011 год Бенсон, Конг и Бортнер аплодировали формуле, выведенной мной в 1991 году, как «элегантному, простому методу оценки ожидаемой [долгосрочной!] доходности обыкновенных акций на основе “Модели Богла”».

Правило 5. Забудьте об иголке в стоге сена, покупайте стог целиком

Сервантес предупреждал: «Не ищите иголку в стоге сена». И хотя это выражение давно вошло в наш лексикон, оно еще не в полной мере воспринимается большинством инвесторов во взаимные фонды. Слишком многие из нас проводят долгие часы, размышляя над результативностью фондов, собирая информацию из газетных статей и телевизионных интервью, получая ее от друзей, из рекламы фондов (всегда преувеличивающей достижения), а также от рейтинговых агентств. Эта статистика описывает прошлую доходность взаимных фондов с точностью до одной десятой процента. Но она не имеет какой-либо прогнозной силы, которая позволила бы определять будущую доходность того или иного фонда. Как оказывается, мы ищем «очень маленькую иголку в очень большом стоге сена».

В этих своих поисках мы в основном сосредоточены на прошлых показателях и игнорируем один очень важный момент: то, что работало вчера, вряд ли сработает завтра. Инвестирование в акции несет четыре вида рисков: акционерный риск, риск стиля управления, риск управляющего и рыночный риск. В этом перечне рисков вы легко можете устранить первые три, просто инвестируя в весь фондовый рынок (то есть владея тем самым «стогом сена») и сохраняя это вложение бессрочно.

Да, рыночный риск при этом сохраняется, и он, надо сказать, достаточно велик. Так зачем же добавлять к нему еще три вида рисков? Если вы не уверены в том, что вы правы (а кто может быть в этом уверен?), диверсифицируйте. Владение всем фондовым рынком – радикальный способ диверсификации при распределении активов в составе портфеля. Так что если вы поняли, сколь трудно отыскать иголку в стоге сена, то просто покупайте стог целиком.

Правило 6. Сведите к минимуму долю «крупье»

Сходство фондового рынка с казино вряд ли можно назвать неправдоподобным. Попытки победить рынок – все равно что игра в казино с нулевым результатом (но лишь до того момента, пока мы не учтем затраты на игру). После вычета высоких затрат на финансовое посредничество (комиссионных, спредов, комиссии за управление, налогов и прочего)

¹²¹ Более подробно принцип «бритвы Оккама» был описан в главе 6.

попытки превзойти рынок становятся для инвесторов (как для группы) игрой, заведомо проигрышной. Столь же проигрышна она для игроков, решивших обыграть казино. (Разве в этом есть что-то новое?) В очередной раз повторяю то, о чем уже неоднократно говорил в этой книге: инвесторы как группа получают и должны получать рыночную доходность, но они всегда будут проигрывать рынку ровно на сумму своих затрат.

Наилучшим шансом на получение дохода, равного рыночному, является владение портфелем акций широкого рынка и снижение доли «крупье» до предельно возможного минимума. Когда вы читаете о доходности фондового рынка, вы должны понимать, что это доходность до вычета комиссионных.

Если до учета затрат доходность фондового рынка составляет 8 %, а затраты на посреднические услуги – примерно 2 %, чистый доход инвесторов будет равен 6 %. При использовании сложного процента за 50 лет 6 % дохода увеличивают капитал с 10 000 долларов до 174 000 долларов. Но, если бы инвесторы получали полные 8 %, то итоговая сумма их капитала составила бы 459 000 долларов (более чем в два с половиной раза выше). И это достигается всего лишь за счет устранения доли «крупье». Да, доходность взаимных фондов колеблется, но затраты при этом не исчезают. В связи с этим еще раз отмечу, что в индустрии взаимных фондов *вы не только не получаете того, за что вы заплатили, вы получаете то, за что вы не платили*. Следовательно, если вы не платите *ничего*, то получаете *все* (то есть валовую доходность фондового рынка).

Правило 7. Риска избежать невозможно

Если вы хотите, чтобы ваши деньги работали и обеспечивали ваше благосостояние в долгосрочной перспективе, вы не принимаете решения о том, рисковать или нет. Риска избежать невозможно. Вы должны лишь определить, какой риск вы сможете принять на себя. Как говорит нам классическое правило «разумного поведения»: «Делайте, что хотите, но ваш капитал в опасности». Вот что писал судья из Массачусетса Сэмюэл Путнэм в 1830 году по этому поводу:

Все, что может требоваться от доверительного управляющего, – это поступать добросовестно и по разумному усмотрению. Он должен действовать так, как действуют при управлении своими собственными делами осторожные и благоразумные люди, не пытающиеся спекулировать, а старающиеся на долгий срок распорядиться своим капиталом. При этом он должен учитывать не только возможный доход, но и безопасность инвестируемого капитала.

Да, если мы поместим свои средства на сберегательный счет, они будут в безопасности и мы ничего не потеряем в абсолютном выражении. Но стоимость нашего капитала почти наверняка снизится за счет действия инфляции. А этот риск практически гарантирует то, что вы не достигнете своих целей по накоплению капитала. Безусловно, инвестирование на фондовом рынке в краткосрочной перспективе – занятие весьма рискованное. Но если ваш портфель достаточно диверсифицирован, он обеспечит в долгосрочной перспективе значительный прирост капитала. Почему? Просто потому, что у наших компаний имеются огромные финансовые ресурсы, которые они могут использовать. Используя эти ресурсы, они получают прибыль, часть которой может быть выплачена в качестве дивидендов, а часть – реинвестирована в бизнес, что будет приносить дополнительную доходность. В связи с этим в долгосрочной перспективе ваш капитал практически гарантированно будет в большей безопасности в реальном денежном выражении, чем при помещении его на «безопасный» сберегательный счет.

Правило 8. Не продолжайте «последнюю битву»

Слишком многие инвесторы – как частные, так и институциональные – постоянно принимают инвестиционные решения на основе недавних (или даже давних) событий. Мы выбираем акции высокотехнологичных компаний уже после того, как они оказались успешными во время подъема рынка в так называемую эру информационных технологий. Мы начинаем беспокоиться об инфляции лишь тогда, когда этот факт все признали и он отходит на второй план. Мы избавляемся от акций, когда фондовый рынок упал, а затем упускаем момент, когда он начинает восстанавливаться.

Вы не должны забывать о прошлом, но никогда не полагайтесь на то, что тот или иной циклический тренд будет продолжаться вечно. Ничто не продолжается вечно. И если некоторые инвесторы настаивают на том, чтобы «продолжать последнюю битву», вам необязательно поступать так же. Это не будет работать долго.

Правило 9. «Еж берет верх над лисой»

Греческий поэт Архилох говорит нам: *«Много знает лиса, еж [же] одно – но важное»*. Лиса – хитроумная, ловкая и коварная – олицетворяет финансовый институт, в котором работают профессионалы в области инвестирования, много знающие (по крайней мере, искренне верящие в то, что им многое известно) о сложных рынках и стратегиях. Еж – чьи острые иглы делают его практически неприступным, когда он сворачивается в клубок – это как финансовый институт, который знает лишь одну, но очень важную вещь: долгосрочный успех в инвестировании основывается на простоте.

Коварная лиса финансового мира оправдывает свое существование, распространяя мнение о том, что инвестор может выжить только благодаря ее хитроумным знаниям и профессиональному опыту. Ее помощь, увы, дорого обходится, а ее затраты съедают всю ту дополнительную доходность, которую может принести даже самая хитрая из них. В результате годовая доходность, которую зарабатывают для инвесторов финансовые посредники (такие как активно управляемые взаимные фонды), в среднем составляет менее 80 % от годовой доходности фондового рынка. Это огромный убыток, если производить расчеты по сложной ставке процента за много лет.

Еж, со своей стороны, точно знает, что действительно великая стратегия инвестирования приносит успех. И не из-за сложности или искусности, а в силу простоты и низких затрат: он широко диверсифицирует свой портфель, накапливает активы и владеет ими в течение долгого времени, а также сохраняет затраты на абсолютном необходимом минимуме. Самым великим из «семейства ежей» является индексный фонд общего рынка. Он работает с минимальными затратами и с минимальной оборачиваемостью портфеля, что гарантирует вам получение практически 100 % от доходности рынка. Индексный фонд побеждает, потому что его концепция бесценна и при этом ничего не стоит. В сфере управления инвестициями лисы приходят и уходят, а ежи остаются навсегда!

Правило 10. Не сходите с курса!

Секрет инвестирования состоит в том, что никакого секрета на самом деле нет. Если вы проанализируете предыдущие девять правил, то поймете, о чем они *не* говорят. Они не говорят о волшебстве или фокусах, о предсказании непредсказуемого, о неравных ставках, а также о том, что можно познать некую «великую тайну» успешного инвестирования. Потому что никакой «великой тайны» не существует – есть лишь величие простоты. Эти правила

говорят об элементарной арифметике, о фундаментальных и неоспоримых принципах. Да, инвестирование – очень простая штука. Но она нелегка, поскольку требует дисциплины, терпения, упорства и такого редкого качества, как здравый смысл.

Если вы владеете акциями всего рынка, инвестировав в паи индексного фонда широкого рынка акций, делая при этом свой портфель сбалансированным и предусматривая в нем долю паев в индексном фонде широкого рынка облигаций, вы имеете *оптимальную* инвестиционную стратегию. Хотя и необязательно, что такая стратегия будет лучшей (как я говорил в начале этой главы), количество стратегий, которые будут хуже вашей, воистину бесконечно. Владение паями в индексном фонде с учетом их низких затрат, налоговой эффективности и того, что они обеспечивают вам получение справедливой доли в общем доходе рынка, – это стратегия победы. Поскольку колебания финансовых рынков происходят в обоих направлениях, старайтесь игнорировать моментальные и хаотичные их движения, а также отделять временное от продолжительного. Этот алгоритм наилучшим образом иллюстрируется самым важным из мудрых правил инвестирования: *«Не сходите с курса!»*

Благодарности

Эта книга – моя попытка рассказать полную забавных случаев историю о некоторых наиболее значимых элементах эпохи. Той эпохи, когда изменился характер нашей финансовой системы, и явно не в лучшую сторону. Мы должны понять, что пошло не так в финансах, чтобы предпринять шаги к построению эффективной системы. Только если мы будем служить «частным и институциональным инвесторам наиболее экономичным, эффективным и честным образом из всех возможных» (фраза из моей диссертации 1951 года в Принстоне), мы снова вернемся к тому стандарту выполнения фидуциарных обязательств, который когда-то был широко распространен среди управляющих чужими денежными средствами¹²².

Читатели моих прошлых книг (всего их написано девять), скорее всего, знакомы со многими аспектами, к которым я обращаюсь и в этой десятой книге. Действительно, я повторил не только несколько тем из своих предыдущих работ, но и некоторые из более ранних тезисов. Тем не менее основная часть книги «Столкновение культур» является совершенно новой, ведь здесь содержится последняя информация о продолжающемся падении стандартов в деятельности финансовой индустрии. Несколько изменился и сам автор – он стал более решительным и уже не так опасается быть откровенным.

Пользуясь возможностью, хочу поблагодарить трех моих сотрудников за их мастерство и поддержку, терпение и хладнокровие. Эмили Снайдер, которая уже 23 года работает со мной, занимаясь делопроизводством, и Сару Хоффман, выполняющую те же обязанности только 7 лет, но прекрасно вписавшуюся в суматошный ритм жизни нашего маленького офиса. Спасибо и Майклу Нолану, ветерану Vanguard с десятилетним стажем, который присоединился к нам лишь год назад. Он провел фантастическую работу по поиску и проверке данных, помогал мне в редактировании рукописи, а также разрабатывал информационные ресурсы. Его знания информационных технологий были жизненно необходимы в течение всего процесса выпуска этой книги.

Хотел бы также выразить благодарность моему издателю Памеле ван Гессен из компании John Wiley & Sons и редактору Ли Спиро. Перед Ли стояла трудная задача, но она блестяще с ней справилась и помогла мне сделать эту книгу лучше. Мои бывшие ассистенты, Кевин Лафлин и Эндрю Кларк, вернувшиеся в фонд Vanguard, также внесли немало ценных предложений – я всегда буду в долгу перед вами, мои давние друзья.

Откровенно говоря, отнюдь не всегда всем может нравиться то, что ты делаешь. В связи с этим я выражаю особую благодарность Джону Верту, директору Vanguard по связям с общественностью и моему коллеге на протяжении 25 лет. Джон дал мне некоторые рекомендации по политике компании, к которым я старался прислушаться. Тем не менее мое мнение отчасти может не совпадать с позицией действующего руководства Vanguard. Иногда разумные люди могут не соглашаться друг с другом!

При этом у меня есть опасение, что некоторые читатели воспримут содержание книги как небеспристрастное по отношению к созданной мной компании и решат, что она является своего рода рекламой Vanguard. На подобные замечания могу ответить лишь следующее – я старался быть настолько объективным, насколько это в человеческих силах. Факты есть факты! Говоря более общими словами, я вряд ли должен извиняться за те инвестиционные стратегии и общечеловеческие ценности, на которых сформирован Vanguard, так как эти стратегии и ценности выдержали проверку временем.

Наслаждайтесь чтением и дайте знать, что вы думаете обо всем этом. Читайте мой блог на www.johncbogle.com.

¹²² От англ. Other People Money (OPM) – управление чужими денежными средствами. *Прим. ред.*

*Джон Богл
Вэлли Фордж, Пенсильвания
Июнь 2012 года*

Книги Джона Богла

1994

«Богл о взаимных фондах: новые перспективы для разумного инвестора» (Bogle on Mutual Funds: New Perspectives for the Intelligent Investor) – *Предисловие Пола Самуэльсона*

1999

«Взаимные фонды с точки зрения здравого смысла: новые императивы для разумного инвестора»¹²³ (Common Sense on Mutual Funds: New Imperatives for the Intelligent Investor) – *Предисловие Питера Бернштейна*

2001

«Джон Богл об инвестировании: первые 50 лет» (John Bogle on Investing: The First 50 Years) – *Предисловие Пола Волкера; введение ректора Уильяма Аллена*

2002

«Характер имеет значение: создание и формирование The Vanguard Group» (Character Counts: The Creation and Building of The Vanguard Group)

2005

«Битва за душу капитализма» (The Battle for the Soul of Capitalism) – *Предисловие Питера Петерсона*

«Руководство разумного инвестора: надежный способ получения прибыли на фондовом рынке»¹²⁴ (The Little Book of Common Sense Investing: The Only Way to Guarantee Your Fair Share of Stock Market Returns)

«Достаточно. Истинная мера денег, бизнеса и жизни» (Enough. True Measures of Money, Business, and Life) – *Предисловие Уильяма Джефферсона Клинтона; пролог Тома Петерса*

2010

«Взаимные фонды с точки зрения здравого смысла: полностью переработанное юбилейное издание» (Common Sense on Mutual Funds: Fully Updated 10th Anniversary Edition) – *Предисловие Давида Свенсена*

«Не рассчитывайте на это! Размышления об инвестиционных иллюзиях, капитализме, взаимных фондах, индексировании, предпринимательстве, идеализме и героях» (Don't Count on It! Reflections on Investment Illusions, Capitalism, "Mutual" Funds, Indexing, Entrepreneurship, Idealism, and Heroes) – *Предисловие Алана Блиндера*

¹²³ Издана на русском языке: М.: Альпина Паблишер, 2002. *Прим. ред.*

¹²⁴ Издана на русском языке: М.: Манн, Иванов и Фербер, 2013. *Прим. ред.*

Приложение I

Рэнкинг доходности крупных компаний, управляющих взаимными фондами, март 2012 года

Наименование управляющей компании	Итого долгосрочные активы (млн долл.)	Количество оцененных портфелей						Процентная доля от оцененных портфелей, %		Чистый рейтинг, %	Уровень операционных затрат, %
		1 звезда	2 звезды	3 звезды	4 звезды	5 звезд	Итого	1 и 2 звезды	4 и 5 звезд	4 и 5 минус 1 и 2	
S 1 T Rowe Price	303 424	2	7	25	43	10	87	10	61	51	0,85
P 2 TIAA-CREF	41 955	0	0	13	10	1	24	0	46	46	0,49
M 3 Vanguard	1 624 417	1	5	46	42	10	104	6	50	44	0,19
C 4 Delaware	34 237	2	6	23	23	10	64	13	52	39	1,43
C 5 USAA	40 483	1	3	15	12	1	32	13	41	28	0,97
S 6 Janus	91 106	2	5	8	13	2	30	23	50	27	1,23
P 7 NeubergerBerman	28 478	2	7	3	15	0	27	33	56	22	1,30
C 8 PIMCO/Allianz Gbl	519 612	2	21	35	24	22	104	22	44	22	1,01
P 9 DFA	153 870	1	8	27	16	5	57	16	37	21	0,39
S 10 Schwab	44 273	0	7	16	11	3	37	19	38	19	0,70
P 11 Grantham Mayo	58 108	1	5	10	10	1	27	22	41	19	0,59
C 12 Principal Funds	68 792	0	6	20	11	2	39	15	33	18	1,21
C 13 Northern Trust	39 822	0	5	29	13	0	47	11	28	17	0,71
C 14 American Century	84 586	0	16	27	23	2	68	24	37	13	1,23
S 15 Franklin Templeton	367 833	6	13	52	28	3	102	19	30	12	1,26
C 16 Morgan Stanley	23 776	3	5	10	7	4	29	28	38	10	1,23
C 17 JPMorgan Funds	151 607	6	12	37	22	3	80	23	31	9	1,20
C 18 BlackRock	667 967	21	63	126	90	19	319	26	34	8	1,03
P 19 American Funds	913 576	0	6	14	8	0	28	21	29	7	1,02
C 20 Russell Invst Grp	35 604	0	3	8	4	0	15	20	27	7	1,24
C 21 RidgeWorth Capital	20 215	0	8	13	9	1	31	26	32	6	1,04
P 22 Fidelity	858 794	12	51	83	66	9	221	29	34	5	1,14

Наименование управляющей компании	Итого долгосрочные активы (млн долл.)	Количество оцененных портфелей						Процентная доля от оцененных портфелей, %		Чистый рейтинг, %	Уровень операционных затрат, %
		1 звезда	2 звезды	3 звезды	4 звезды	5 звезд	Итого	1 и 2 звезды	4 и 5 звезд	4 и 5 минус 1 и 2	
C 23 MFS	95 196	2	11	35	13	2	63	21	24	3	1,37
C 24 Prudential Finl	46 318	1	12	15	12	2	42	31	33	2	1,49
C 25 Transamerica AM	25 795	3	12	30	13	3	61	25	26	2	1,20
C 26 John Hancock	74 456	1	21	45	19	4	90	24	26	1	1,25
C 27 Columbia MgmtInvst	158 966	1	21	52	20	2	96	23	23	0	1,28
S 28 Waddell & Reed	72 048	3	10	18	12	1	44	30	30	0	1,64
C 29 Dreyfus	68 250	5	19	59	22	2	107	22	22	0	1,33
C 30 Legg Mason/Western	108 224	7	23	40	26	3	99	30	29	-1	1,33
S 31 Nuveen	95 103	5	56	88	46	10	205	30	27	-2	1,29
C 32 MainStay Funds	45 033	0	9	15	7	1	32	28	25	-3	1,42
C 33 Wells Fargo	97 602	5	23	37	17	7	89	31	27	-4	1,24
P 34 Van Eck	32 818	6	4	3	7	2	22	45	41	-5	0,84
C 35 State Street Gbl	105 290	11	19	36	21	4	91	33	27	-5	0,46
C 36 NGAM Advisors LP	40 330	0	7	8	4	1	20	35	25	-10	1,51
S 37 Virtus Invst Ptnrs	25 572	4	12	8	9	3	36	44	33	-11	1,59
C 38 AllianceBernstein	65 156	6	14	17	10	4	51	39	27	-12	1,41
S 39 Federated	53 660	2	22	23	12	3	62	39	24	-15	1,31
C 40 DWS Investments	50 539	8	19	23	12	5	67	40	25	-15	1,34
P 41 Lord Abbett	75 526	2	11	11	6	1	31	42	23	-19	1,19
S 42 SEI	25 661	4	7	15	4	1	31	35	16	-19	0,90
C 43 OppenheimerFunds	147 925	8	11	23	6	3	51	37	18	-20ц	1,39
C 44 Invesco/PowerShares	146 154	21	62	57	38	7	185	45	24	-21	1,20
C 45 Pioneer	37 161	2	11	17	4	1	35	37	14	-23	1,47
C 46 Putnam	54 275	10	21	24	6	0	61	51	10	-41	1,44

Наименование управляющей компании	Итого долгосрочные активы (млн долл.)	Количество оцененных портфелей						Процентная доля от оцененных портфелей, %		Чистый рейтинг, %	Уровень операционных затрат, %
		1	2	3	4	5	Итого	1 и 2	4 и 5 звезд	4 и 5 минус 1 и 2	
		звезда	звезды	звезды	звезды	звезд		звезды			
C 47 Goldman Sachs	59 817	3	26	19	6	0	54	54	11	–43	1,34
S 48 Eaton Vance	98 882	8	50	37	7	3	105	55	10	–46	1,37
C 49 The Hartford	49 162	2	14	11	2	0	29	55	7	–48	1,26
P 50 ProFunds	20 621	34	20	8	1	0	63	86	2	–84	1,57
Итого	8 148 075	226	809	1414	862	183	3494	30	30	0	1,16
C Конгломераты (30)	3 162 349	39%									
S Обращается на рынке (10)	1 177 563	14%									
Итого (40)	4 339 912	53%									
P Частные (9)	2 183 746	27%									
M Взаимная структура (1)	1 624 417	20%									

Приложение II

Годовая доходность взаимных фондов обыкновенных акций по сравнению с индексом S&P 500 (1945–1975 годы)¹²⁵

Из Меморандума, представленного директорам Vanguard, сентябрь 1975 года

Год	1945–1975	S&P 500	
	Доходность фондов обыкновенных акций, %	Доходность S&P 500, %	Лучше, % Хуже, %
1945	33,6	36,4	2,8
1946	–4,5	–8,1	–3,6
1947	0,5	5,7	5,2
1948	0,4	5,6	5,2
1949	19,9	18,8	–1,1
1950	22,3	31,7	9,4
1951	17,8	24,0	6,2
1952	12,9	18,3	5,4
1953	–0,4	–1,1	–0,7
1954	45,1	52,1	7,0
1955	20,1	31,4	11,3
1956	8,9	6,6	–2,3
1957	–9,5	10,8	–1,3
1958	40,7	44,6	3,9
1959	9,7	11,9	2,2
1960	1,9	0,5	–1,4
1961	25,8	26,8	1,0
1962	–11,0	–8,7	2,3
1963	18,8	22,7	3,9
1964	15,6	16,3	0,7
1965	16,7	12,4	–4,3
1966	–5,1	10,1	–5,0
1967	23,8	23,9	0,1
1968	13,3	11,0	–2,3
1969	–10,4	–8,4	2,0
1970	0,9	3,9	3,0
1971	14,9	14,3	–0,6
1972	12,7	18,9	6,2
1973	–16,2	–14,8	1,4
1974	–21,5	–26,4	–4,9
1975	31,9	36,9	5,0
(6 мес.)			
30,5 лет*	9,7	11,3	1,6

Джон Богл, 15.03.1976

Подъем индексных фондов – увеличение их количества и суммы активов (1976–2012 годы)

¹²⁵ * Расчет по сложной ставке процентов.

На конец года	Количество Итого активов (млн долл.)					Доля индексируемых активов в общем объеме активов фондов акций
	Традиционные индексные фонды	Биржевые фонды	Традиционные индексные фонды	Биржевые фонды	Итого индексные фонды	
1976	1	—	14	—	14	0
1977	1	—	34	—	34	0
1978	1	—	79	—	79	0
1979	1	—	91	—	91	0
1980	1	—	113	—	113	0
1981	1	—	103	—	103	0
1982	1	—	135	—	135	0
1983	1	—	275	—	275	0
1984	2	—	322	—	322	0
1985	5	—	511	—	511	0
1986	7	—	623	—	623	0
1987	11	—	1208	—	1208	1
1988	12	—	1528	—	1528	1
1989	14	—	3125	—	3125	1
1990	28	—	4857	—	4857	2
1991	38	—	10 735	—	10 735	3
1992	54	—	17 323	—	17 323	3
1993	71	1	26 311	464	26 774	3
1994	85	1	30 943	424	31 367	3
1995	86	2	53 919	1052	54 971	4
1996	101	19	91 194	2411	93 605	5
1997	135	19	155 020	6707	161 727	7
1998	160	29	241 374	15 568	256 942	9
1999	209	30	356 617	33 873	390 491	10

На конец года	Количество		Итого активов (млн долл.)			Доля индексируемых активов в общем объеме активов фондов акций
	Традиционные индексные фонды	Биржевые фонды	Традиционные индексные фонды	Биржевые фонды	Итого индексные фонды	
2000	262	80	352 643	65 702	418 345	11
2001	247	101	340 904	82 930	423 834	13
2002	249	113	299 276	102 022	401 299	14
2003	239	121	413 804	151 656	565 459	15
2004	237	154	504 561	228 221	732 782	16
2005	225	206	567 072	302 194	869 267	16
2006	229	365	695 315	423 372	1 118 687	17
2007	249	656	808 969	613 661	1 422 631	19
2008	248	835	572 458	535 696	1 108 154	24
2009	239	910	758 270	785 984	1 544 254	24
2010	251	1082	937 642	1 005 628	1 943 270	26
2011	256	1372	998 882	1 061 803	2 060 685	28
2012 (31.03)	258	1441	1 129 993	1 210 876	2 340 869	28

Приложение III

Подъем индексных фондов – увеличение их количества и суммы активов (1976–2012 годы)

На конец года	Количество		Итого активов (млн долл.)			Доля индексируемых активов в общем объеме активов фондов акций
	Традиционные индексные фонды	Биржевые фонды	Традиционные индексные фонды	Биржевые фонды	Итого индексные фонды	
1976	1	—	14	—	14	0
1977	1	—	34	—	34	0
1978	1	—	79	—	79	0
1979	1	—	91	—	91	0
1980	1	—	113	—	113	0
1981	1	—	103	—	103	0
1982	1	—	135	—	135	0
1983	1	—	275	—	275	0
1984	2	—	322	—	322	0
1985	5	—	511	—	511	0
1986	7	—	623	—	623	0
1987	11	—	1208	—	1208	1
1988	12	—	1528	—	1528	1
1989	14	—	3125	—	3125	1
1990	28	—	4857	—	4857	2
1991	38	—	10 735	—	10 735	3
1992	54	—	17 323	—	17 323	3
1993	71	1	26 311	464	26 774	3
1994	85	1	30 943	424	31 367	3
1995	86	2	53 919	1052	54 971	4
1996	101	19	91 194	2411	93 605	5
1997	135	19	155 020	6707	161 727	7
1998	160	29	241 374	15 568	256 942	9
1999	209	30	356 617	33 873	390 491	10

На конец года	Количество		Итого активов (млн долл.)			Доля индексируемых активов в общем объеме активов фондов акций
	Традиционные индексные фонды	Биржевые фонды	Традиционные индексные фонды	Биржевые фонды	Итого индексные фонды	
2000	262	80	352 643	65 702	418 345	11
2001	247	101	340 904	82 930	423 834	13
2002	249	113	299 276	102 022	401 299	14
2003	239	121	413 804	151 656	565 459	15
2004	237	154	504 561	228 221	732 782	16
2005	225	206	567 072	302 194	869 267	16
2006	229	365	695 315	423 372	1 118 687	17
2007	249	656	808 969	613 661	1 422 631	19
2008	248	835	572 458	535 696	1 108 154	24
2009	239	910	758 270	785 984	1 544 254	24
2010	251	1082	937 642	1 005 628	1 943 270	26
2011	256	1372	998 882	1 061 803	2 060 685	28
2012 (31.03)	258	1441	1 129 993	1 210 876	2 340 869	28

Источник: Центр исследований финансового рынка Богла, Strategic Insight, Morningstar

Приложение IV

Исторические показатели Wellington Fund (1929–2012 годы)¹²⁶

Год	Совокупные чистые активы (млн долл.)	Данные в пересчете на пай				Данные с учетом реинвестирования дохода от прироста капитала	
		Чистая номинальная стоимость активов, долл	Дивиденды, долл	Доход от прироста капитала, долл.	Доход от инвестирова- ния капитала, долл.	Скорректи- рованная стоимость активов, долл.	Дивиденды получен- ные, долл.*
1929	0,2	12,29	—	—	—	12,29	—
1930	0,3	9,26	0,50	—	—	9,26	0,50
1931	0,3	6,40	0,50	—	—	6,40	0,50
1932	0,4	5,75	0,50	—	—	5,75	0,50
1933	0,5	5,78	0,29	—	0,06	5,78	0,29
1934	0,6	6,59	0,32	0,03	0,01	6,62	0,32
1935	1,1	8,42	0,29	0,09	0,05	8,54	0,29
1936	3,0	10,38	0,30	0,29	0,02	10,81	0,30
1937	3,1	6,20	0,39	0,26	—	6,72	0,41
1938	4,5	6,98	0,28	—	0,07	7,56	0,30
1939	5,2	7,21	0,18	0,27	—	8,08	0,19
1940	5,5	6,80	0,23	0,17	—	7,79	0,26
1941	5,4	6,13	0,34	0,08	—	7,10	0,39
1942	7,3	6,69	0,32	0,10	—	7,85	0,37
1943	10,4	7,85	0,31	0,20	—	9,41	0,36
1944	16,1	8,77	0,30	0,28	—	10,79	0,35
1945	26,9	10,01	0,26	0,49	—	12,81	0,32
1946	36,5	9,13	0,25	0,41	—	12,09	0,31
1947	48,9	8,32	0,29	0,21	—	11,22	0,38
1948	64,1	8,14	0,33	0,18	—	11,16	0,44
1949	105,4	8,95	0,39	0,11	—	12,38	0,53
1950	154,5	9,51	0,40	0,15	—	13,30	0,55
1951	193,9	10,01	0,40	0,25	—	14,25	0,56
1952	246,2	10,44	0,40	0,25	—	15,11	0,57
1953	280,9	9,99	0,40	0,23	—	14,69	0,58
1954	401,7	12,30	0,41	0,32	—	18,40	0,60
1955	496,6	13,31	0,44	0,44	—	20,35	0,65
1956	578,8	12,99	0,55	0,45	—	20,31	0,84

¹²⁶ * Если доход от прироста капитала реинвестируются по чистой номинальной стоимости активов на конец года.

Год	Совокупные чистые активы (млн долл.)	Данные в пересчете на пай				Данные с учетом реинвестирования дохода от прироста капитала	
		Чистая номинальная стоимость активов, долл	Дивиденды, долл	Доход от прироста капитала, долл.	Доход от инвестирова- ния капитала, долл.	Скорректи- рованная стоимость активов, долл.	Дивиденды получен- ные, долл.*
1957	604,6	0,46	0,43	0,46	—	18,51	0,72
1958	858,0	13,88	0,45	0,45	—	22,67	0,72
1959	1017,2	14,15	0,46	0,48	—	23,59	0,75
1960	1087,0	13,89	0,47	0,48	—	23,64	0,78
1961	1419,1	15,53	0,47	0,51	—	26,94	0,80
1962	1413,4	13,81	0,46	0,44	—	24,40	0,80
1963	1642,0	14,48	0,46	0,49	—	26,07	0,80
1964	1883,2	15,04	0,47	0,52	—	27,60	0,85
1965	2047,5	14,84	0,48	0,53	—	27,76	0,88
1966	1867,5	12,95	0,50	0,40	—	24,63	0,94
1967	1856,6	13,07	0,49	0,42	0,01	25,27	0,93
1968	1754,5	13,20	0,45	0,35	0,10	25,88	0,87
1969	1416,3	11,34	0,45	0,15	0,25	22,38	0,88
1970	1376,9	11,30	0,45	—	0,25	22,30	0,88
1971	1356,6	11,84	0,44	—	—	23,37	0,87
1972	1229,5	12,42	0,44	—	0,25	24,51	0,87
1973	938,6	10,26	0,47	—	0,25	20,25	0,93
1974	687,8	7,73	0,50	—	0,25	15,26	0,99
1975	775,9	8,91	0,48	—	0,25	17,58	0,95
1976	846,8	10,19	0,49	—	0,25	20,11	0,97
1977	705,7	8,98	0,50	—	0,25	17,72	0,99
1978	639,8	8,65	0,54	—	0,25	17,07	1,07
1979	607,2	9,13	0,66	—	—	18,02	1,30
1980	612,6	10,38	0,75	—	—	20,49	1,48
1981	521,1	9,80	0,84	—	—	19,34	1,66
1982	567,9	11,21	0,87	—	—	22,12	1,72
1983	613,5	12,46	0,91	0,44	—	25,03	1,80
1984	613,9	12,32	0,92	0,48	—	25,23	1,85
1985	812,6	14,50	0,92	0,30	—	29,99	1,88
1986	1134,8	15,85	0,94	0,34	—	33,13	1,94

Год	Совокупные чистые активы (млн долл.)	Данные в пересчете на пай				Данные с учетом реинвестирования дохода от прироста капитала	
		Чистая номинальная стоимость активов, долл	Дивиденды, долл	Доход от прироста капитала, долл.	Доход от инвестирова- ния капитала, долл.	Скорректи- рованная стоимость активов, долл.	Дивиденды получен- ные, долл.*
1987	1331,4	15,15	0,98	0,14	—	31,80	2,05
1988	1526,9	16,01	0,96	0,58	—	34,19	2,02
1989	2099,2	17,78	1,02	0,60	—	38,57	2,18
1990	2449,2	16,26	1,01	—	—	35,27	2,19
1991	3818,4	18,81	0,96	0,23	—	41,03	2,08
1992	5570,0	19,16	0,94	0,16	—	41,96	2,05
1993	8075,8	20,40	0,92	0,38	—	45,05	2,01
1994	8809,4	19,39	0,88	0,03	—	42,85	1,94
1995	12 656,0	24,43	0,97	0,28	—	54,27	2,14
1996	16 189,8	26,15	1,06	1,11	—	59,20	2,35
1997	21 811,8	29,45	1,12	1,57	—	68,24	2,54
1998	25 760,9	29,35	1,13	2,44	—	70,45	2,62
1999	25 528,5	27,96	1,14	1,50	—	68,61	2,74
2000	22 799,0	28,21	1,07	1,48	—	70,71	2,63
2001	24 293,0	27,26	0,95	1,13	—	69,45	2,38
2002	22 389,0	24,56	0,84	—	—	62,57	2,14
2003	28 513,4	28,81	0,77	—	—	73,40	1,95
2004	33 929,8	30,19	0,88	0,91	—	77,83	2,23
2005	38 949,5	30,35	0,90	0,97	—	79,21	2,32
2006	45 719,0	32,44	0,98	1,40	—	86,07	2,56
2007	50 293,4	32,62	1,08	1,42	—	87,97	2,87
2008	38 363,3	24,43	1,04	—	—	65,88	2,80
2009	47 742,2	28,85	0,90	—	—	77,80	2,42
2010	53 870,8	31,10	0,85	—	—	83,87	2,30
2011	55 644,7	31,34	0,94	—	—	84,52	2,55
2012	61 090,2	33,48	0,23	—	—	90,29	0,61
(31.03)							
Итого			51,22	28,77	2,57		103,19

Приложение V

Доля акций в Wellington Fund и уровень риска (коэффициент бета) (1929–2012 годы)

Год	Доля акций, %	Коэффициент бета за три года, %	Год	Доля акций, %	Коэффициент бета за три года, %
2-й кв. 1929	78	—	1961	61	0,67
3-й кв. 1929	42	—	1962	58	0,65
1929	37	—	1963	63	0,63
1930	60	0,45	1964	65	0,65
1931	47	0,73	1965	64	0,62
1932	65	0,60	1966	62	0,71
1933	69	0,61	1967	74	0,69
1934	62	0,59	1968	67	0,76
1935	60	0,52	1969	69	0,79
1936	62	0,60	1970	73	0,83
1937	70	0,62	1971	77	0,82
1938	55	0,70	1972	81	0,87
1939	67	0,71	1973	62	0,83
1940	68	0,75	1974	62	0,80
1941	72	0,67	1975	64	0,67
1942	72	0,66	1976	70	0,67
1943	63	0,63	1977	70	0,69
1944	64	0,72	1978	68	0,73
1945	60	0,67	1979	69	0,76
1946	56	0,60	1980	70	0,77
1947	53	0,51	1981	68	0,79
1948	59	0,48	1982	62	0,76
1949	62	0,44	1983	69	0,76
1950	62	0,51	1984	67	0,73
1951	64	0,53	1985	62	0,73
1952	64	0,58	1986	63	0,70

Год	Доля акций, %	Коэффициент бета за три года, %	Год	Доля акций, %	Коэффициент бета за три года, %
1953	58	0,55	1987	64	0,66
1954	67	0,54	1988	66	0,74
1955	67	0,48	1989	62	0,73
1956	66	0,52	1990	60	0,78
1957	63	0,54	1991	60	0,72
1958	67	0,59	1992	58	0,72
1959	62	0,61	1993	61	0,63
1960	60	0,63	1994	64	0,68
1996	61	0,83	2005	65	0,67
1997	61	0,76	2006	66	0,63
1998	62	0,61	2007	65	0,61
1999	66	0,58	2008	61	0,64
2000	64	0,50	2009	65	0,64
2001	68	0,47	2010	67	0,65
2002	66	0,46	2011	66	0,64
2003	66	0,57	2012 (31.03)	65	0,65

Примечание: доля акций показывает количество акций в составе портфеля фонда в процентах от общей суммы активов. Коэффициент бета – изменчивость чистой номинальной стоимости активов фонда по сравнению с индексом S&P 500.

Источники: 1929–1951 – расчеты автора на основе годовой отчетности *Wellington Fund*; 1952–1995 – *Wiesenberger*; 1996–2012 – *Vanguard*

Приложение VI

Доходность Wellington Fund по сравнению со среднестатистическим сбалансированным фондом (1929–2012 годы)

Дата	Годовая доходность, %		Накопленная стоимость 1 долл.		Соотношение: Wellington/ среднестатистический сбалансированный фонд
	Wellington Fund	Среднестатистический сбалансированный фонд	Wellington Fund	Среднестатистический сбалансированный фонд	
1929			1,00	1,00	1,00
1930	–21,2	–21,2	0,79	0,79	1,00
1931	–26,4	–26,4	0,58	0,58	1,00
1932	–1,8	–1,8	0,57	0,57	1,00
1933	6,8	6,8	0,61	0,61	1,00
1934	20,4	20,4	0,73	0,73	1,00
1935	35,4	21,5	0,99	0,89	1,11
1936	31,3	21,2	1,30	1,08	1,21
1937	–35,4	–18,2	0,84	0,88	0,95
1938	19,1	12,6	1,00	0,99	1,01
1939	10,3	1,9	1,10	1,01	1,09
1940	0,1	–0,5	1,11	1,01	1,10
1941	–3,9	–2,5	1,06	0,98	1,08
1942	16,6	12,5	1,24	1,10	1,12
1943	24,9	27,9	1,55	1,41	1,10
1944	19,4	21,0	1,85	1,71	1,08
1945	23,1	28,7	2,27	2,20	1,03
1946	–2,4	–3,0	2,22	2,13	1,04
1947	–3,5	–0,5	2,14	2,12	1,01
1948	3,9	1,5	2,23	2,15	1,03
1949	16,5	13,9	2,59	2,45	1,06
1950	12,8	16,9	2,92	2,87	1,02
1951	12,4	11,4	3,29	3,20	1,03
1952	11,0	9,3	3,65	3,49	1,04
1953	1,9	0,8	3,72	3,52	1,06
1954	31,0	31,2	4,87	4,62	1,05
1955	15,5	13,6	5,63	5,25	1,07
1956	4,4	4,0	5,88	5,46	1,08
1957	–4,3	–5,0	5,62	5,19	1,08
1958	28,5	28,2	7,22	6,65	1,09
1959	8,9	6,7	7,87	7,10	1,11
1960	5,2	5,4	8,27	7,48	1,11
1961	19,0	19,3	9,84	8,93	1,10
1962	–5,2	–6,4	9,33	8,35	1,12
1963	11,9	14,8	10,44	9,59	1,09

Дата	Годовая доходность, %		Накопленная стоимость 1 долл.		Соотношение: Wellington/ среднестатистический сбалансированный фонд
	Wellington Fund	Среднестатистический сбалансированный фонд	Wellington Fund	Среднестатистический сбалансированный фонд	
1964	10,8	13,2	11,57	10,86	1,07
1965	5,4	15,6	12,20	12,55	0,97
1966	−6,6	−5,0	11,40	11,92	0,96
1967	8,2	24,4	12,32	14,83	0,83
1968	7,9	16,0	13,30	17,20	0,77
1969	−7,8	−11,5	12,26	15,22	0,81
1970	6,4	4,9	13,04	15,97	0,82
1971	8,9	14,9	14,20	18,36	0,77
1972	11,0	9,3	15,76	20,06	0,79
1973	−11,8	−13,9	13,90	17,27	0,80
1974	−17,7	−16,5	11,43	14,42	0,79
1975	25,2	28,4	14,31	18,52	0,77
1976	23,4	26,6	17,66	23,45	0,75
1977	−4,4	0,9	16,88	23,67	0,71
1978	5,3	5,7	17,78	25,02	0,71
1979	13,5	16,5	20,19	29,15	0,69
1980	22,6	20,6	24,75	35,16	0,70
1981	2,9	4,0	25,47	36,57	0,70
1982	24,5	27,1	31,72	46,49	0,68
1983	23,6	17,6	39,20	54,67	0,72
1984	10,7	6,6	43,39	58,29	0,74
1985	28,5	24,2	55,77	72,42	0,77
1986	18,4	15,3	66,03	83,50	0,79
1987	2,3	1,5	67,54	84,79	0,80
1988	16,1	10,8	78,42	93,96	0,83
1989	21,6	17,9	95,36	110,83	0,86
1990	−2,8	−0,1	92,68	110,68	0,84
1991	23,6	22,6	114,60	135,74	0,84
1992	7,9	7,1	123,68	145,36	0,85
1993	13,5	8,7	140,40	157,94	0,89
1994	−0,5	−2,2	139,71	154,52	0,90
1995	32,9	22,4	185,71	189,20	0,98
1996	16,2	12,3	215,77	212,46	1,02
1997	23,2	17,7	265,91	250,14	1,06
1998	12,1	12,1	297,97	280,39	1,06
1999	4,4	9,2	311,10	306,16	1,02
2000	10,4	1,2	343,46	309,78	1,11
2001	4,2	−4,4	357,84	296,06	1,21

Дата	Годовая доходность, %		Накопленная стоимость 1 долл.		Соотношение: Wellington/ среднестатистический сбалансированный фонд
	Wellington Fund	Среднестатистический сбалансированный фонд	Wellington Fund	Среднестатистический сбалансированный фонд	
2002	–6,9	–11,4	333,16	262,21	1,27
2003	20,7	19,1	402,28	312,26	1,29
2004	11,2	7,9	447,23	337,02	1,33
2005	6,8	4,7	477,75	352,83	1,35
2006	15,0	10,6	549,27	390,30	1,41
2007	8,3	5,9	595,05	413,45	1,44
2008	–22,3	–23,0	462,39	318,48	1,45
2009	22,2	23,2	565,02	392,46	1,44
2010	10,9	11,8	626,81	438,89	1,43
2011	2,8	0,5	644,36	440,97	1,46
2012 (31.03)	7,6	7,9	693,02	475,67	1,46

Приложение VII

Уровень операционных затрат Wellington Fund (1966–2011 годы)¹²⁷

	Итого чистые активы, тыс. долл.	Уровень операционных затрат, %	Комиссия за консультационные услуги, %	Надбавка за эффективное управление*, %	Итого ставка советника по инвестициям, %	Совокупные затраты, тыс. долл.	Базовая комиссия за консультационные услуги, тыс. долл.	Надбавка за эффективность консультационных услуг, тыс. долл.	Совокупная комиссия за консультационные услуги, тыс. долл.
1966	1 849 140	0,38	0,252	—	0,252	7287	4838	—	4838
1967	1 825 725	0,39	0,253	—	0,253	7452	4829	—	4829
1968	1 842 588	0,41	0,253	—	0,253	7299	4502	—	4502
1969	1 451 564	0,44	0,252	—	0,252	6988	4007	—	4007
1970	1 322 562	0,47	0,251	—	0,251	6127	3277	—	3277
1971	1 271 101	0,45	0,256	—	0,256	6229	3546	—	3546
1972	1 243 771	0,42	0,257	—	0,257	5402	3309	—	3309
1973	935 238	0,47	0,283	—	0,283	5105	3069	—	3069
1974	703 143	0,56	0,349	—	0,349	4569	2849	—	2849
1975	770 669	0,56	0,311	—	0,311	4241	2356	—	2356
1976	811 207	0,49	0,293	—	0,293	4008	2395	—	2395
1977	704 128	0,48	0,276	—	0,276	3682	2115	—	2115
1978	642 018	0,56	0,192	—	0,192	3830	1311	—	1311
1979	608 787	0,54	0,149	0,008	0,156	3482	959	49	1008
1980	637 705	0,54	0,156	0,019	0,174	3263	940	113	1053
1981	541 775	0,62	0,163	0,022	0,185	3500	922	124	1046

	Итого чистые активы, тыс. долл.	Уровень операционных затрат, %	Комиссия за консультационные услуги, %	Надбавка за эффективное управление*, %	Итого ставка советника по инвестициям, %	Совокупные затраты, тыс. долл.	Базовая комиссия за консультационные услуги, тыс. долл.	Надбавка за эффективность консультационных услуг, тыс. долл.	Совокупная комиссия за консультационные услуги, тыс. долл.
1982	554 805	0,69	0,165	0,023	0,188	3480	834	115	949
1983	617 036	0,64	0,160	0,014	0,174	3906	979	84	1063
1984	604 359	0,59	0,153	0,019	0,172	3529	917	112	1029
1985	778 486	0,64	0,153	0,005	0,157	4486	1071	32	1103
1986	1 102 272	0,53	0,151	0,000	0,151	5234	1493	0	1493
1987	1 273 706	0,43	0,122	−0,013	0,108	5958	1684	−182	1502
1988	1 527 337	0,47	0,120	−0,004	0,116	6754	1721	−54	1667
1989	2 034 707	0,42	0,112	−0,004	0,107	7461	1982	−77	1905
1990	2 317 074	0,43	0,102	−0,012	0,090	9343	2224	−263	1961
1991	3 473 346	0,35	0,088	−0,014	0,074	10 475	2640	−421	2219
1992	5 359 060	0,33	0,068	−0,013	0,055	14 653	3006	−572	2434
1993	7 916 668	0,34	0,059	−0,003	0,056	22 627	3913	−177	3736
1994	8 638 273	0,35	0,055	0,000	0,055	29 195	4570	0	4570
1995	12 332 614	0,33	0,051	0,000	0,051	34 314	5261	0	5261
1996	16 505 373	0,31	0,043	0,001	0,044	43 298	6042	79	6121
1997	21 340 282	0,29	0,040	−0,001	0,038	54 556	7447	−244	7203
1998	25 829 221	0,31	0,038	−0,009	0,029	74 625	9157	−2102	7055

¹²⁷ * Ставка бонуса/штрафа, введенная в 1978 году, на основе скользящего среднего доходности фонда за три года по сравнению с аналогичным среднестатистическим сбалансированным портфелем индексных фондов акций и облигаций.

	Итого чистые активы, тыс. долл.	Уровень операционных затрат, %	Комиссия за консультационные услуги, %	Надбавка за эффективное управление*, %	Итого ставка советника по инвестициям, %	Совокупные затраты, тыс. долл.	Базовая комиссия за консультационные услуги, тыс. долл.	Надбавка за эффективность консультационных услуг, тыс. долл.	Совокупная комиссия за консультационные услуги, тыс. долл.
1999	25 846 313	0,30	0,036	–0,009	0,027	79 406	9658	–2480	7178
2000	22 524 394	0,31	0,037	–0,012	0,025	72 012	8607	–2700	5907
2001	24 149 929	0,35	0,039	0,008	0,047	84 364	9447	1927	11 374
2002	22 929 125	0,35	0,038	0,011	0,049	82 725	8948	2682	11 630
2003	26 985 256	0,34	0,038	0,011	0,049	81 501	9006	2651	11 657
2004	32 895 324	0,29	0,036	0,009	0,046	85 838	10 894	2802	13 696
2005	38 576 351	0,24	0,033	0,005	0,039	92 211	12 623	1944	14 567
2006	45 169 054	0,25	0,043	0,011	0,054	105 698	17 827	4433	22 260
2007	50 774 449	0,23	0,049	0,009	0,058	109 593	23 637	4163	27 800
2008	37 181 459	0,25	0,059	0,013	0,072	116 996	27 785	6364	34 149
2009	47 324 976	0,30	0,067	0,017	0,084	120 494	27 424	6887	34 311
2010	51 339 515	0,26	0,067	0,013	0,081	131 928	34 158	6766	40 924
2011	54 790 055	0,23	0,068	0,001	0,069	126 950	38 030	1383	39 413

Об авторе

Джон Клифтон Богл (род. в 1929 году) – основатель одного из крупнейших в мире инвестиционных фондов Vanguard Group, пионер в области взаимных инвестиций.

Он окончил Принстонский университет в 1945 году и дипломную работу посвятил разработке идеи индексных взаимных фондов, которая впоследствии оказала огромное влияние на отрасль в целом.

Богл много лет работал в известнейшем Wellington Fund, откуда был вынужден уйти после неудачного решения о слиянии. Называя это решение своей самой большой ошибкой, Богл признает, что многому научился на собственном примере.

В 1974 году Джон Богл основал компанию The Vanguard Group. Она стала одной из крупнейших в мире, а созданный Боглом первый взаимный индексный фонд в течение многих лет значительно опережал конкурентов по показателям доходности. В 1999 году Богл отошел от активного участия в работе Vanguard, но продолжил читать лекции, писать статьи и книги.

В основе взглядов Богла лежит твердое убеждение в первостепенном значении интересов инвестора. За резкую критику современного положения в инвестиционной отрасли Богл получил прозвище Святой Джек.

Журнал Fortune в 1999 году назвал Джона Богла одним из «четырех гигантов инвестиций XX века».

Журнал Time в 2004 году включил его в список 100 самых влиятельных людей.

Богл женат, у него шестеро детей и есть внуки.