



ИГОРЬ КЛЮШНЕВ, ТАМАРА ТЕПЛОВА,
ДМИТРИЙ ПАНЧЕНКО

ФОНДОВЫЙ РЫНОК США

ДЛЯ НАЧИНАЮЩИХ
ИНВЕСТОРОВ



FREEDOM
finance

Игорь Ключнев, Тамара Теплова и Дмитрий Панченко

Фондовый рынок США для начинающих инвесторов

Москва
«[Манн, Иванов и Фербер](#)»
2016

Информация от издательства

Клюшнев, Игорь

Фондовый рынок США для начинающих инвесторов / Игорь Клюшнев, Тамара Теплова, Дмитрий Панченко. — М. : Манн, Иванов и Фербер, 2016.

ISBN 978-5-00100-328-1

В книге освещены все аспекты, необходимые для начала инвестирования в ценные бумаги на биржах США, в том числе основные термины, правила ведения торгов и инвестиционные стратегии, принципы формирования портфеля, способы ограничения рисков.

Теория работы на американских биржах в этой книге переплетена с практическими примерами из жизни трейдеров. Теоретическая позиция представлена редакцией профессора Высшей школы экономики Тамары Тепловой, практическая часть подготовлена коллективом профессиональных инвесторов из инвестиционной компании «Фридом Финанс».

Книга адресована начинающим инвесторам, она поможет сделать первые шаги в формировании портфеля ценных бумаг.

Все права защищены.

Никакая часть данной книги не может быть воспроизведена в какой бы то ни было форме без письменного разрешения владельцев авторских прав.

© Клюшнев И., Теплова Т., Панченко Д., 2016

© ООО «Манн, Иванов и Фербер», 2016

Оглавление

Приветствие

Предисловие. Место и роль фондового рынка в экономике

ТЕОРИЯ

Глава 1. История фондового рынка

- 1.1.-Как и почему появились биржи и трейдеры. Создание американских бирж
- 1.2.-Становление американского фондового рынка. Аграрный, железнодорожный и банковский кризисы
- 1.3.-Финансовый рынок США и финансовые воротилы конца XIX — начала XX века в художественной литературе
- 1.4.-Новая эпоха и Великая депрессия
- 1.5.-Возрождение биржевой торговли
- 1.6.-Первые электронные системы торгов. Внебиржевой рынок и создание NASDAQ
- 1.7.-ECN против традиционных бирж. Интернет-трейдинг переворачивает биржевую торговлю
- 1.8.-Кризис 2008 года и спасение рынка
- 1.9.-Новейшая история фондового рынка и его перспективы
- 1.10.-Самые знаменитые и эксцентричные инвесторы США, создатели бизнеса и CEO

Глава 2. Как устроен финансовый рынок

- 2.1.-Главные участники финансового рынка и их цели
- 2.2.-Для чего нужны брокеры
- 2.3.-Депозитарий и клиринговая организация: что это и как это работает
- 2.4.-Чем занимаются инвестиционные банки
- 2.5.-Федеральная резервная система: роль и основные функции

Глава 3. Боевой арсенал инвестора: основные финансовые инструменты

- 3.1.-Акции: доля в большом бизнесе
- 3.2.-Облигации: долги на продажу
- 3.3.-ETF: следуй за рынком

[3.4.-Фьючерсы и опционы: следующий уровень](#)

[3.5.-Доходности, которые можно заработать на разных финансовых инструментах](#)

[Глава 4. Как и зачем акции попадают на биржу](#)

[4.1.-Зачем компании выходят на IPO](#)

[4.2.-Процедура размещения акций: основные этапы](#)

[4.3.-Жизнь после IPO: задачи руководителя компании в современном мире](#)

[4.4.-Дивиденды: почему одни компании платят, а другие нет](#)

[4.5.-Как ведет себя цена акций компаний после IPO на долгосрочной перспективе](#)

[Глава 5. Регулирование финансового рынка: кто защищает инвестора](#)

[5.1.-Финансовое законодательство: основные принципы и важные моменты](#)

[5.2.-SEC: основные функции и полномочия](#)

[5.3.-Саморегулируемые организации и их роль](#)

[5.4.-Система страхования инвесторов](#)

ПРАКТИКА

[Глава 6. Как стать инвестором](#)

[6.1.-С чего начать? Постановка целей и личный финансовый план](#)

[6.2.-Пути инвестирования: индивидуальное и коллективное инвестирование](#)

[6.3.-Работа на бирже через брокера: что нужно знать](#)

[6.4.-Как читать отчетность брокера](#)

[6.5.-Как покупать и продавать акции: изучаем торговую платформу](#)

[6.6.-Приказы на покупку и на продажу: основные виды](#)

[Глава 7. Долгосрочное инвестирование на практике](#)

[7.1.-Пассивное инвестирование: разумный старт и фундаментальный анализ](#)

[7.2.-Фундаментальный анализ: новости и события](#)

[7.3.-Учимся читать отчетность компаний](#)

[7.4.-Методы оценки компаний: выбираем лучших](#)

[Глава 8. Активный трейдинг на практике](#)

[8.1.-Активный инвестор: что важно знать](#)

[8.2.-Формируем инвестиционный портфель: диверсификация и отбор инструментов](#)

[8.3.-Среднесрочный трейдинг: готовимся к торговле](#)

[8.4.-Среднесрочная торговля: реализуем инвест-идеи](#)

[8.5.-Интрадей-трейдинг: как торговать внутри дня](#)

Глава 9. Истории успеха: как они смогли заработать

[9.1.-Джесси Ливермор: как угадать тренд и заставить всех тебя ненавидеть](#)

[9.2.-Уоррен Баффетт: с любимыми акциями — вместе и навсегда](#)

[9.3.-Джордж Сорос: отрефлексируй это12](#)

Словарь инвестора — основные термины

Приветствие

Книга «Фондовый рынок США для начинающих инвесторов» подготовлена коллективом инвестиционной компании «Фридом Финанс» при значительном участии Высшей школы экономики. Мы рассказываем о рынке ценных бумаг США — месте больших возможностей, деле всей нашей жизни, ставшем не только работой, но и любимым хобби.

Американский рынок — самый большой в мире. С лучшей инфраструктурой, с проникновением биржевой тематики в повседневную жизнь. Это место притяжения инвесторов и капитала всего мира. Ценные бумаги в США — вещь обыденная: здесь есть акции, торгующиеся на бирже уже больше ста лет, здесь есть инвесторы, которые десятки лет подряд получают дивиденды от любимой компании, и есть несколько поколений граждан, которые приняли акции по наследству и планируют передать их в дальнейшем своим детям.

В этой книге мы знакомим читателей с интереснейшей американской инвестиционной культурой, рассказываем о принципах рационального поведения инвестора, делимся своим мнением — как правильно сделать первые шаги в этот мир новых возможностей.

Как и в любом деле, успех в инвестициях на фондовых биржах США приходит к тем, кто вооружен необходимыми знаниями и много практиковался. Вам предстоит сложный путь, где лучшие получают щедрое вознаграждение.

Однако не стоит думать, что инвестирование — инструмент только для избранных. Десятки миллионов человек по всему миру инвестируют в акции на биржах США. Мы предлагаем вам вместе с нами сделать первый шаг и надеемся, что книга станет полезным проводником на пути к этой цели.

У вас все получится!

Тимур Турлов, генеральный директор ИК «Фридом Финанс»

Предисловие

Место и роль фондового рынка в экономике

Инвестор, оперирующий пакетами акций, — устоявшийся в массовом сознании образ в США. Это неудивительно, ведь фондовый рынок, вошедший в повседневную жизнь, не только обогатил экономику Штатов и их граждан, но и дал безграничные возможности инвесторам со всего мира.

Сложно даже представить, как много всего опирается на успешно функционирующий фондовый рынок: работа банков, страховых компаний, пенсионных и инвестиционных фондов всего мира, мощь гигантских корпораций и ежедневная борьба за их активы, надежды на благосостояние среднего класса и выходцев из низов; наконец, комфортная старость пенсионеров и медицинское обслуживание. И это не говоря о людях, сделавших колебания котировок своей ежедневной работой и самой жизнью, — трейдерах, которые умеют извлекать прибыль из операций на фондовом рынке. Динамика цен активов, их волатильности (изменчивости) и процентных ставок дает инвесторам четкие сигналы о будущем экономики, то есть выступает как опережающий индикатор макростабильности (см. [раздел 3.2](#)).

В художественной литературе ([раздел 1.3](#)) и фильмах Уолл-стрит обычно ассоциируется с алчностью и жадной наживы. На самом деле история Уолл-стрит — это история становления и развития американской экономики и благосостояния американских граждан. Были взлеты, связанные с надеждами и эйфорией, были масштабные падения, связанные с неоправдавшимися надеждами. Жизнь Уолл-стрит настолько прочно вписана в историю США, что без фондового рынка невозможно представить буквально ни одной ее вехи, будь то роль Рокфеллера в становлении капитализма или развитии железных дорог и нефтяной промышленности, Новый курс Рузвельта или война в Ираке. Экономика США во многом такая,

какая есть, именно из-за существования в стране развитого фондового рынка.

Что представляют собой США: экономика и люди

Экономика размером более 17 трлн долл. (ВВП за год). ВВП на душу населения – 55,8 тыс. долл. (19-е место в мире).

Экспорт США составляет 1,45 трлн долл. (2-е место после КНР), а импорт – 2,19 трлн долл. (1-е место в мире).

Доля США в мировом ВВП в 1800 году составляла всего 2%, но уже в 1900-м достигла 10%, а с 1960-х годов не опускается ниже 25% (то есть стабильно составляет четверть мирового ВВП).

На конец 2015 года государственный долг составлял 105,8% ВВП (у Японии – 248%, у Греции, Италии, Португалии – более 125% от ВВП, у России – 17,7%). Кредитный рейтинг от S&P на 2016 год – AA+. Дефицит бюджета около 2,5% от ВВП (в России – 3% от ВВП).

Темпы годового роста ВВП около 2%, норма сбережений невелика (ниже 4%), велико потребление. Для сравнения: в 1980 году национальный долг США составлял менее 1 трлн долл., в 2016 – около 18 трлн.

Население: 325 млн человек (в 2015 году страна занимала 3-е место в мире после Китая и Индии).

Население стареет: в 2013 году насчитывалось 89 тыс. американцев в возрасте 100 лет и более.

Минимальная зарплата в США составляет 5,15 долл. в час. Средняя – 3520 долл. в месяц (в 2016 году средняя зарплата за неделю превышает 880 долл.).

По данным Бюро переписи населения, новый дом американца в 1975 году имел в среднем площадь 1535 кв. ф. (142 кв. м), а в 2010 году – 2169 кв. ф. (200 кв. м).

В 2014 году 7037 коммерческих банков входили в Федеральную систему страхования вкладов (FDIC). Число банков и инвестиционных компаний сокращается, так как идет процесс консолидации (в середине 1980-х годов в США насчитывалось свыше 18 тыс. банков).

На 30 сентября 2013 года объем вкладов (без учета иностранных депозитов американских банков) составлял 9,6 трлн долл. против чуть более 4 трлн долл. в 2000 году.

По данным Forbes, 400 богатейших американцев богаче, чем 150 млн беднейших американцев вместе взятых.

Под управлением инвестиционных компаний в США в 1963 году находилось до 1 млрд долл., в 1980 году – 60 млрд, в 1994 году – более 2 трлн, в 2002 году – более 7 трлн, а на начало 2015 года – более 30 трлн долл. (все финансовые активы мира составляют примерно 200 трлн долл.).

Безработица держится на уровне 5,5% (на июнь 2016-го – 4,9%). Уровень безработицы среди лиц, имеющих степень бакалавра, составляет всего 3,7% – это менее половины от общего числа безработных в США.

Согласно центру исследований Гэллага, 51,3% американцев считают себя «процветающими», 45,1% говорят, что «испытывают затруднения», и 3,6% утверждают, что «страдают».

Нью-Йоркская фондовая биржа (NYSE) существует уже более 220 лет. На ней торгуются бумаги свыше 2400 компаний, суммарная капитализация которых превышает 25 трлн долл. (данные из

годового отчета NYSE за 2015 год). Для сравнения: стоимость всех публичных компаний на российском рынке в 55 раз меньше — около 450 млрд долл. (по данным Национальной ассоциации участников фондового рынка на 1-е полугодие 2015 года). У 90 компаний, входящих в S&P 500 и отличающихся высокой надежностью, дивидендная доходность превышает 3% годовых — весьма неплохая цифра для экономики, где ставка по банковскому депозиту редко достигает 1%.

Американский фондовый рынок поражает своим разнообразием: неважно, чем занимается компания, главное, чтобы бизнес генерировал выручку и прибыль. И особо искушенный, и даже экстравагантный инвестор найдет в США акции по вкусу. На рынке обращаются бумаги известной оружейной компании Smith & Wesson и похоронного бизнеса — например, Service Corp. Торгуются на бирже стриптиз-клубы, сети казино и даже частные тюрьмы — например, Geo Group (79 тыс. мест, цена акции 32 долл. на июнь 2016 года) или Corrections Corporation of America, созданная в 1998 году как траст управления недвижимостью (real estate investment trust (REIT)), который владеет помещениями и обеспечивает операционное управление тюрьмами и иными корректирующими учреждениями (цена акции на уровне 33 долл.).

Становление фондового рынка и в США, и в Европе, и в России сопровождалось кризисами, иногда даже потерями вложенных денег — но вместе с тем и историями баснословного обогащения и упорного труда ради получения отдачи. Фондовый рынок позволил людям, не имеющим серьезных первоначальных капиталов, получать долю в бизнесе и часть генерируемой прибыли или же доход от движения котировок — то есть в конечном счете именно фондовый рынок способствовал более справедливому и равномерному распределению богатства в обществе. Только инвестиции позволили людям уберечь свои сбережения от инфляции, потому что, в отличие от облигаций и депозитов, на длительном промежутке времени вложения в акции обгоняют инфляцию — так устроена финансовая система. Фондовый рынок позволил перейти от распределительной пенсионной системы к накопительной, сняв тяжесть содержания пенсионеров с работающих людей и высвобождая рабочие места для более креативных и технологически подготовленных. Фондовый рынок позволяет привлекать деньги в неочевидные ситуации, на которые банки не всегда смогут решиться из-за жесткого регулирования. Наконец, инвестиции в фондовый рынок способствуют более

полному и глубокому пониманию сути процессов, происходящих в экономике. Цены акций выступают лакмусовой бумажкой, отделяя качественные решения топ-менеджмента компаний от ошибочных.

Таким образом, инвестор не просто встроен в экономику — он двигает ее вперед, заставляя свои и чужие деньги работать и работать. Говоря проще, экономика не может жить без фондового рынка.

В России сегодня число инвесторов составляет не больше 1% всего населения, а число активных (то есть совершающих операции хотя бы раз в месяц) инвесторов на Московской бирже не превышает 70 тыс. человек. Совсем иная картина в США: там акциями владеет более 90 млн (!) человек, это почти 30% населения. Сюда, конечно же, относятся и те граждане, которые не имеют брокерского счета, но зато имеют пенсионный или вложили свои деньги во взаимные фонды (mutual fund), аналоги российских паевых инвестиционных фондов (ПИФов), часть средств которых инвестирована в акции, — и тем не менее контраст разительный. Даже если мы прибавим к нашим российским инвесторам те 30 млн человек, которые обладают правом на накопительную часть пенсии и выбрали для ее инвестирования негосударственные пенсионные фонды (НПФ), мы и близко не получим такого результата, как в США, — ведь доля акций в портфелях наших пенсионных фондов не превышает 5% при допустимых 40%, а в американских доходит до 30–45%.

С появлением интернета и онлайн-брокериджа инвестиции в акции вышли на новый уровень. Фондовый рынок окончательно перестал быть тайной, он превратился в понятный источник генерирования дохода. Современному инвестору доступны любые площадки мира, торговля в любое время суток, огромное количество новостей, аналитики, отчетности компаний и другой информации, имеющей отношение к биржевым торгам. Из профессии, окутанной ореолом недоступности, занятие трейдера превратилось в увлекательный способ приумножения богатства и понимания психологии людей, и фондовый рынок теперь — не обязательно работа. Для кого-то это может быть приятным хобби, а для кого-то — образом жизни, занятием, без которого себя уже не представляешь.

Но чем бы ни стал для человека фондовый рынок, необходимо понимать: инвестиции на нем требуют серьезного отношения и знаний. В этой книге собрана исчерпывающая информация для того, чтобы начать путешествие в мир биржевых инвестиций: сведения о биржах, о том, как они устроены, как совершать операции на рынке и чем при этом руководствоваться, об общих принципах фундаментального анализа, о том, где брать сведения для принятия инвестиционных решений.

В зависимости от целей и образа жизни конкретного человека ему могут подойти разные типы инвестирования. Одним людям лучше пассивно инвестировать в выбранные акции (подход «купил и держи», от англ. buy and hold): в таком случае они формируют портфель ценных бумаг, который держат несколько лет (или даже десятилетий). Еще более пассивный вариант инвестирования — передача в управление и фактически покупка пая или индекса (на многих биржах котируются фондовые индексы в виде ETF).

Другим больше подходит активный трейдинг: им интереснее совершать частые сделки, отслеживая новости и предсказывая поведение других участников рынка, тем самым зарабатывая на его краткосрочных движениях. Активное и пассивное инвестирование в равной степени имеют право на жизнь, но необходимо решить, какой тип инвестиционного поведения подойдет именно вам в конкретный период жизни.

Мы не можем обещать, что все ваши сделки будут удачными, но покажем всю сложность и привлекательность мира инвестиций, познакомим с его основами, чтобы потом вы могли постепенно выстроить собственную инвестиционную стратегию и торговую систему.

Рекомендуем перечитать эту книгу несколько раз — в том числе и после того, как вы начнете приобретать собственный опыт биржевой торговли. Это не учебник в строгом смысле слова, но здесь есть все ответы на часто возникающие вопросы начинающих трейдеров.

Наиболее частый совет в книгах по трейдингу — жестко пресекать убытки, но давать своей прибыли вырасти. Мы готовы расширить эту позицию: если вы занялись биржевой торговлей, чтобы развиваться в качестве трейдера, ставьте себе цели по

доходности инвестиций и обновляйте их, понемногу поднимая планку собственных ожиданий. Такой подход стимулирует постоянное совершенствование инвестиционных решений в отличие от абстрактного желания «просто что-нибудь заработать».

Второй совет: не ленитесь вести учет операций, отмечая не только размер инвестированных средств, срок, в течение которого удерживалась позиция, и величину полученной прибыли (убытка), но и то, как и почему было принято решение войти в эту сделку и выйти из нее. Регулярный анализ собственных сделок позволит работать с биржевыми инвестициями гораздо эффективнее, потому что вы будете сразу замечать свои ошибки и недоработки.

Фондовый рынок постоянно меняется, торговые стратегии, успешные еще вчера, сегодня могут перестать работать, и тогда вам придется искать новые возможности обратить себе на пользу движение цен на активы. Однако основные принципы работы на фондовом рынке остаются неизменными. Им и посвящена эта книга.

ТЕОРИЯ

Глава 1

История фондового рынка

1.1. Как и почему появились биржи и трейдеры. Создание американских бирж

Биржи как площадки, где обращаются самые разные товары, появились в Европе (Голландии, Франции, Англии) в XVI веке, с расцветом торговли. Одновременно с торговлей развивался и кредит: появлялись банковские и торговые дома, для освоения колоний создавались акционерные общества (самые известные — Ост-Индская компания и Компания южных морей, которая нанесла большой финансовый урон Исааку Ньютону). Правительства все активнее занимали деньги на военные операции, появилось большое число долговых бумаг, которые надо было покупать и продавать. Смысл бирж как организованных торговых площадок прост: выбирать товар и совершать сделки удобнее было по общим правилам и в одном определенном месте, куда сходились и покупатели, и продавцы. Биржа выступала гарантом исполнения сделок. На ней все участники могли договориться о правилах торговли и торгуемых единицах (лотах), условиях поставки товаров и расчетов за них и так далее. Кроме того, для всех членов биржи удобно было, чтобы сделки регистрировались, а расчеты по ним проводились в течение торгового дня. При этом все операции каждого участника сальдировались. Роль расчетно-клиринговой палаты также брали на себя биржи.

Первые биржи были абсолютно универсальными: на них продавалось все, начиная от сукна, луковиц тюльпанов и специй и заканчивая векселями, акциями и облигациями. Современные биржи обычно имеют специализацию: они могут быть товарными (как знаменитая Чикагская), фондовыми (как Нью-Йоркская, NYSE), срочными, но могут также специализироваться сразу на двух-трех типах активов.

Торговцы, зарабатывающие на разнице цен между покупкой и продажей, знающие, где и за сколько можно купить товар и кому

его продать, а также совершающие сделки в интересах клиентов за комиссионные, и стали первыми трейдерами и брокерами.



АМСТЕРДАМСКАЯ ФОНДОВАЯ БИРЖА

Со временем биржи стали предъявлять требования и к компаниям, бумаги которых обращались на биржах. Постепенно выяснилось, что соблюдение правил эмитентами повышает доверие и к их бумагам, и к биржевой торговле в целом, — так появилась процедура листинга.

Еще одна важная функция, которую берут на себя современные биржи, — это обеспечение своевременных и полных расчетов по сделкам. Часто биржа выступает гарантом исполнения сделок, имея в своем распоряжении значительный запас средств (так называемая технология центрального контрагента). Если кто-то из участников не сможет расплатиться по совершенной сделке или поставить требуемые бумаги, биржа сделает это за него. Разумеется, при этом биржи контролируют и платежеспособность участников рынка: брокеры, а также дилеры и управляющие допускаются к биржевым торгам только после внесения крупного обеспечения (денежных средств или ценных бумаг).

На большинстве бирж мира оплата покупки требуется не одновременно с заключаемой сделкой (например, по покупке акции), а с отсрочкой. Появляется понятие «режим торгов T+». Это означает, что при T+2 и покупке сегодня оплата требуется на второй день, то есть у покупателя есть два дня на то, чтобы найти недостающие деньги для оплаты желаемой покупки. С 2013 года Московская биржа перешла на режим торгов T+2. На биржах США действует режим торгов T+3.

Листинг – процедура отбора и допуска ценных бумаг к организованным торгам. Биржи предъявляют требования к величине эмитента, его рентабельности, финансовым показателям, наличию аудита, истории существования и так далее. Эмитент обязан соблюдать эти требования, а также регулярно предоставлять отчетность. На многих биржах также введен кодекс корпоративного поведения для компаний. Листинг обычно представляет собой несколько уровней: чем выше уровень, тем более крупные и надежные компании в нем представлены.

Характерной чертой первых бирж был торговый зал, или «яма», где участники торгов громко объявляли цены и совершали сделки.

Старейшей считается Амстердамская биржа, здание которой было построено в 1611 году, а старейшая фондовая биржа — Лондонская — заработала в 1773 году. В России первая биржа появилась по приказу Петра I в начале XVIII века. Во всех странах биржевая торговля по мере развития средств связи проходила один и тот же путь — от большого количества мелких разрозненных бирж к малому числу крупных биржевых площадок.

В этой книге мы расскажем об американском фондовом рынке, крупнейшем в мире по объему торговли акциями и другими финансовыми инструментами. В начале 2016 года суммарная рыночная капитализация компаний, обращающихся на самых больших американских площадках, NYSE и NASDAQ, приближалась к 35 трлн долл. (по данным самих площадок — 25 трлн у NYSE и 9,6 трлн у NASDAQ). Таким образом, эти две биржи больше, чем все остальные восемнадцать крупнейших мировых бирж. Спектр инструментов, представленных на американском рынке, поистине поражает. На американских торговых площадках (NYSE, NASDAQ, AMEX) торгуются акции почти 10 тыс. компаний. Если учесть и внебиржевой рынок, то число эмитентов увеличится до 15 тыс.

Развитие биржевой торговли также будет рассмотрено на примере американского фондового рынка. Трудно переоценить значение, которое имеет биржевая торговля для экономики и самого существования США. Достаточно сказать, что фондовая биржа Филадельфии, первая в стране, заработала всего лишь через несколько лет после окончания Войны за независимость США. Практически вся история американского капитализма оказалась неразрывно связана с биржевой торговлей: на фондовых биржах отражались кризисы и войны, на них делались состояния в периоды взлетов экономики. Интересно, что американские биржи, возникшие в конце XVIII века, на несколько столетий позже, чем в Европе, прошли тот же путь становления, что и европейские биржи, но «в ускоренном режиме».

Вообще, суть активного развития бирж в США довольно проста: американские предприниматели активно использовали привлеченный на бирже капитал — как заемный, так и акционерный — для финансирования бизнес-проектов, включая такие масштабные инфраструктурные, как строительство железных дорог, создание крупных промышленных предприятий, разработка месторождений нефти, угля и железной руды. В романе американской писательницы Айн Рэнд «Атлант расправил плечи» ярко описаны гиганты («атланты») промышленности США и те консервативные силы в правительстве и представители лженауки, которые могут существенно ограничить предпринимательство и свободный рынок, включая рынок привлечения капитала. Автор показывает неминуемый хаос, наступающий, когда атланты сбрасывают с плеч свою тяжелую ношу и уходят в неизвестность.



АКЦИЯ THE PENNSYLVANIA RAILROAD COMPANY

Биржевое финансирование настолько удобно, что его используют не только частные компании, но и государственные и муниципальные органы. Американские штаты при помощи облигационных займов, размещенных на биржах, строят мосты, школы, больницы и так далее.

Более того, в США возникла новая модель инвестиционного поведения населения. Если европейцы предпочитают размещать свои средства в таких консервативных институтах, как банки и страховые компании (высокая доля капитала, аккумулированного в страховом бизнесе, особенно характерна для Германии), которые в свою очередь инвестировали собранные средства в акции, облигации и банковские депозиты, то США сократили этот путь, став страной, где массовый частный инвестор наряду с финансовыми институтами пришел на фондовый рынок и составил его важнейшую часть. А случилось это так.

В XVIII веке расчеты по сделкам на нью-йоркских торговых площадках производились в испанских долларах, которые разделялись на восемь частей, чтобы получить более мелкий номинал. Есть теория, что именно с этим связан принятый на американских биржах до появления онлайн-торговли шаг цены активов: 1/16, 1/32 или 1/64 доллара США.

Как и в истории европейских стран, в истории США наступил момент, когда объем государственного долга серьезно увеличился. Это случилось сразу после обретения Штатами независимости: война за нее оказалась слишком дорогой, с армией невозможно было расплатиться. Правительство пыталось выдавать сертификаты на землю, которую оно конфисковало у англичан, но долги быстро росли. Чтобы их погасить, нужны были деньги. Правительство США прибегло к единственному выходу — взяло в долг, выпустив облигации федерального займа на 80 миллионов долларов. Появившиеся облигации потребовали вторичного рынка. Он и возник во всех крупных североамериканских торговых и промышленных городах: Филадельфии, Бостоне, но вышло так, что роль центра организованной торговли постепенно взял на себя Нью-Йорк.

История появления Нью-Йоркской фондовой биржи проста. Местные трейдеры, торговавшие акциями новых американских компаний и, разумеется, облигациями правительства США, стали собираться в кофейнях на Нижнем Манхэттене — в районе легендарной Уолл-стрит, известной сегодня во всем мире. Постепенно им, как и европейским трейдерам, пришлось признать, что для удобства торговли необходимы соблюдение единых правил и организация своего круга, внутри которого можно будет доверять контрагентам — хотя бы отчасти. Время для создания биржи пришло. Весной 1792 года 24 трейдера Нью-Йорка заключили Бреттон-Вудское соглашение (или Соглашение под платаном; упомянутый платан рос рядом с домом № 68 по Уолл-стрит). Соглашение было максимально простым: участники только что созданной Нью-Йоркской валютной и фондовой биржи (New York Stock & Exchange Board, позже превратившейся во всемирно известную New York Stock Exchange, NYSE) договорились совершать сделки преимущественно друг с другом (то есть с участниками биржи) и брать не менее 0,25% комиссии. Бумажный документ и ныне хранится в Музее американских финансов. Безусловно, сделки не с членами биржи тоже допускались, но при условии уплаты повышенных комиссионных.

Учредители Нью-Йоркской биржи (их сделки теперь чаще всего совершались в кафе Tontine) торговали в основном долговыми и

долевыми бумагами различных штатов, государственных банков, компаний, занимавшихся строительством каналов, а также страховых компаний.

В самом начале своего существования биржи не регулировались законами. Вот и Нью-Йоркская биржа сама вводила правила, которые повышали ответственность руководства компаний перед рядовыми акционерами. Если компания хотела, чтобы ее акции торговались на бирже, она должна была пройти биржевой листинг. Первым попал в листинг на Нью-Йоркской фондовой бирже Bank of New York. А начиная с 1895 года NYSE стала рекомендовать всем компаниям, чьи акции продаются на бирже, представлять акционерам годовой отчет, баланс и информацию о доходах.

1.2. Становление американского фондового рынка. Аграрный, железнодорожный и банковский кризисы

Становление американского фондового рынка в целом и Нью-Йоркской биржи в частности продолжалось почти полвека. Золотая лихорадка на Аляске и серебряная в Калифорнии, развитие фермерских хозяйств на западе США во второй половине XIX века и экспорт мяса в Европу, что позволяло ковбоям выходить с IPO на рынки Европы, становление металлургии в Питтсбурге и нефтедобычи в Техасе — все это способствовало привлечению капитала. Первый капитал, пришедший на американские биржевые площадки, был из Англии и Шотландии. Именно эти инвесторы поддержали строительство каналов, железных дорог и фермерских хозяйств в США. Еще один важный капитал из Европы — человеческий. В начале XX века США с удовольствием принимали не только деньги, но и мигрантов.

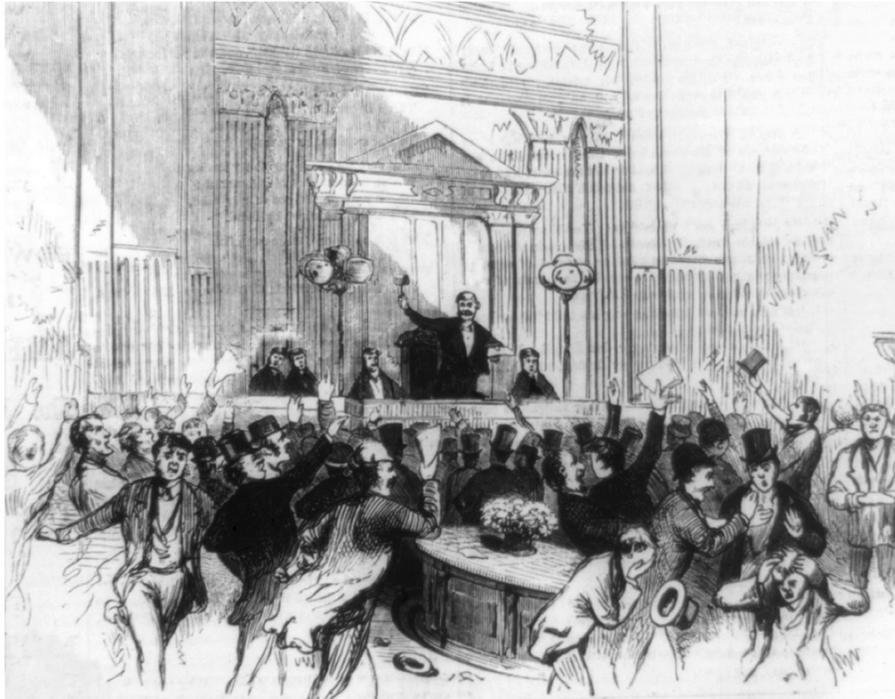
Потом произошел первый в американской биржевой истории рыночный кризис: он пришелся на 1857 год, а причиной стал крах частного банка. Речь шла о крупном региональном банке Ohio Life Insurance and Trust Company, расположенном в Цинциннати. Это даже был не банк, а крупный финансово-торговый холдинг, тесно связанный с властями штата Огайо и занимавшийся широким спектром операций — от инвестиционных вложений до страхования. А инвестировал Ohio Life Insurance and Trust Company в сельское хозяйство: дело в том, что из-за Крымской войны цены на продовольствие в мире серьезно выросли. Однако Крымская война закончилась, европейские солдаты снова превратились в землепашцев, и постепенно цены на продовольствие начали возвращаться к довоенному уровню. Тут для Ohio Life Insurance and Trust Company и настал момент истины: у инвест-подразделения начали накапливаться убытки. Биржевые котировки его акций за один день снизились на 10% — в американской биржевой истории такое случилось впервые. Немаловажно и то, что к тому моменту информация уже передавалась при помощи телеграфа, то есть о

плохих новостях большинство инвесторов узнавали немедленно; так же быстро отдавались и поручения о продаже бумаг.

Европа вскоре после краха Ohio Life Insurance and Trust Company прекратила покупать американское зерно. Вследствие этого значительная часть американских холдингов оказалась в непростой ситуации: многие из них, как и Ohio Life Insurance and Trust Company, инвестировали в сельское хозяйство. В результате краха 1858 года нью-йоркский фондовый рынок потерял почти половину своей капитализации.

Восстановление экономики шло довольно быстро: промышленность активно развивалась, причем в этот период за счет масштабного строительства железных дорог. Прокладывали железнодорожные ветки частные компании и конгломераты, активно финансировавшие свои вложения при помощи биржевого капитала. Немного остановимся на банкротстве крупного холдинга Jay Cooke & Company в 1873 году. Этот инвестиционный дом успешно использовал телеграф для продажи облигаций госзайма во время Гражданской войны в США. Основатель компании Джей Кук и сам скупал облигации, в итоге он стал кредитором правительства США на 3 млрд долл. — беспрецедентный случай. Но война закончилась, золотая эпоха спекуляций на госзаймах тоже, и, пытаясь найти новые источники для заработка, Jay Cooke & Company решила инвестировать в новые технологии — железные дороги. Компания сосредоточилась на строительстве Северо-Тихоокеанской железной дороги (Northern Pacific Railway) и стала эксклюзивным дистрибьютором ее облигаций. Однако наряду с этим Кук вложил в железную дорогу и собственные средства, став обладателем 75% акций, — упускать выгодную возможность не хотелось. Вопреки ожиданиям облигации расходились плохо, а инвесторы, прознав об огромных вложениях компании Кука в Северо-Тихоокеанскую дорогу, стали забирать из Jay Cooke & Company свои вклады. В 1873 году Jay Cooke & Company вынуждена была объявить о банкротстве. На этот раз обвал котировок оказался настолько сильным, что Нью-Йоркская фондовая биржа закрылась на десять дней, чтобы панические распродажи прекратились (те, кто был готов рисковать, в эти дни могли хорошо заработать на спекулятивных операциях на бирже Филадельфии, она продолжала

работать). Восстановление рынка также шло медленнее, чем после «аграрного» краха, так как банкротство Jay Cooke & Company, сопровождаемое обвалами на европейских биржевых площадках, потянуло за собой разорение ряда других крупных финансовых и промышленных компаний, в том числе и железнодорожных. В итоге спад в американской экономике — и, соответственно, на фондовом рынке — затянулся на шесть лет.



ПАНИКА НА НЬЮ-ЙОРКСКОЙ ФОНДОВОЙ БИРЖЕ ВО ВРЕМЯ ЧТЕНИЯ СПИСКА ОБАНКРОТИВШИХСЯ БАНКОВ, В ТОМ ЧИСЛЕ JAY COOKE & COMPANY. 18 СЕНТЯБРЯ 1873 ГОДА

Первый в мире биржевой индекс — Dow Jones Industrial Average (DJIA) — появился в 1896 году и был придуман журналистами Чарльзом Доу, Эдвардом Джонсом и Чарльзом Бергстрессером. Впервые индекс стал публиковаться в газете *The Wall Street Journal*. Он отражает тенденции цен на акции крупнейших промышленных компаний США, а опосредованно — и состояние всей экономики. Заметим, что именно динамика цен акций, а не рыночная капитализация компаний (как в большинстве фондовых индексов мира) влияет на изменение индекса. На момент своего создания индекс представлял собой среднее арифметическое цен акций двенадцати компаний: газовых, угольных, сахарных, табачных и так далее (уже сами их названия говорят за себя — это стремительно развивавшиеся отрасли конца 90-х годов XIX века: American Cotton Oil, American Sugar, American Tobacco, Chicago Gas, Distilling and Cattle Feeding, General Electric, Laclede Gas, National Lead, North American, Tennessee Coal Iron and RR, U. S. Leather и United States Rubber).

С 1928 года и по сей день в составе индекса 30 компаний, и уже далеко не все производят промышленные товары. А из первых двенадцати компаний в нынешней версии

индекса представлена лишь General Electric, при этом дважды компанию исключали из индекса (в XIX веке и в 1901 году), но с 1907-го она уже постоянно включена в него.

Еще один мастодонт индекса – крупнейшая в мире химическая компания DuPont (основанная в 1802 году парижским химиком Элетером Ирене Дюпоном и занимавшаяся в начале своей деятельности поставкой в Америку пороха).

Впервые индекс Dow Jones пересек рубеж в 100 пунктов лишь через десять лет после своего создания, в 1906 году. На 3 марта 2016 года он приблизился к отметке 17 000 пунктов!

Но динамика его не была гладкой. Во время Великой депрессии индекс упал в десять раз. Номинальный уровень 1928 года был превышен только в 1953-м. Заметим, что в реальном выражении этот уровень составлял не более 65% от предыдущего максимума. 60-е и 70-е годы также не создавали особых стимулов для роста на фоне затяжной войны во Вьетнаме, скандального Уотергейта, нефтяного кризиса 1973 года и двузначной инфляции конца 1970-х – начала 1980-х. Парадоксально, но в 1982 году индекс Dow Jones был на том же номинальном уровне, что и в 1966-м. Только технологическая революция 90-х и развитие IT-компаний подхлестнули рост фондового рынка, и индекс резко пошел вверх.

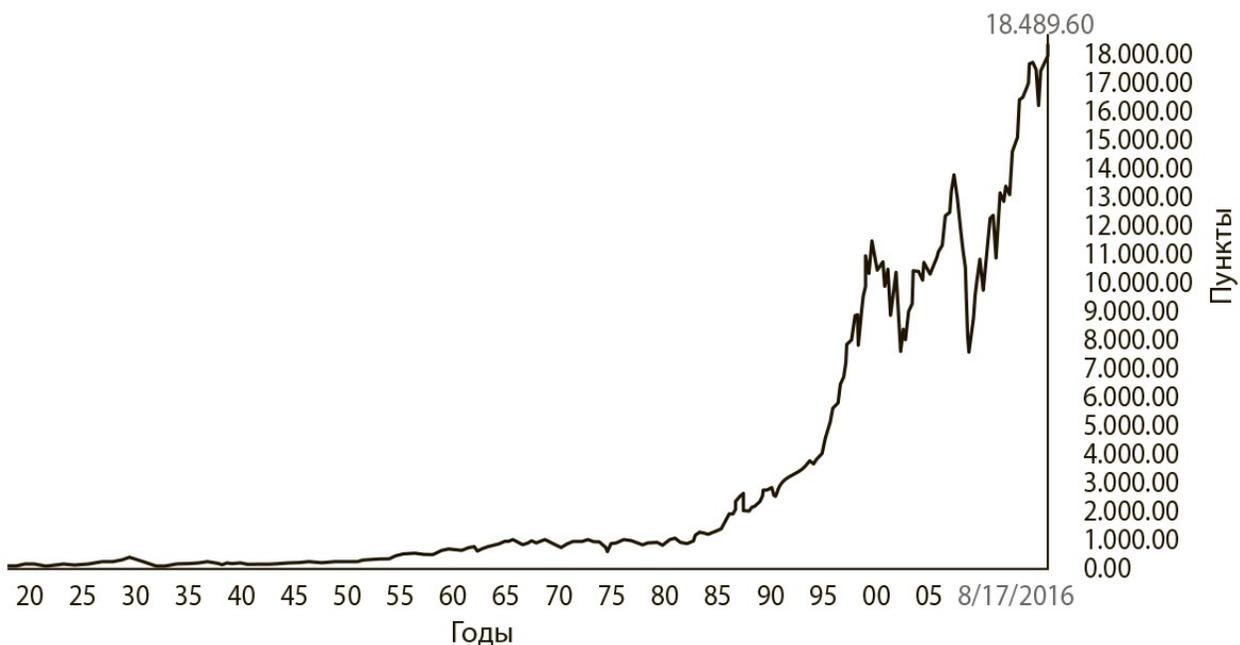
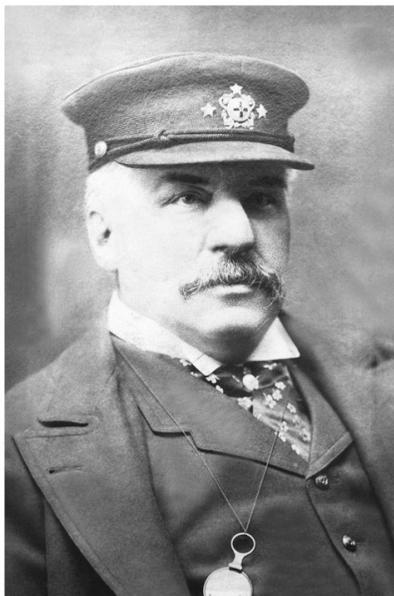


ГРАФИК ИНДЕКСА DOW JONES ЗА ВСЮ ЕГО ИСТОРИЮ

Падения не препятствовали развитию американской экономики, напротив, за каждым из них следовало бурное развитие новых отраслей, оборот компаний увеличивался, рос внутренний рынок. Биржевая торговля также активно развивалась: так, уже к 1900 году число эмитентов, ценные бумаги которых были допущены к торгам на NYSE, достигло 1200. Активнейшим образом развивался финансовый сектор. Через семь лет, в 1907 году, произошел кризис, известный как банковская паника (Bankers' Panic, или Knickerbocker

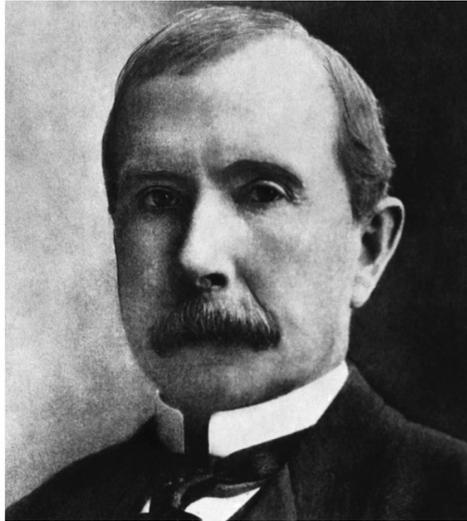
Crisis). Предпосылки для этого кризиса были созданы заранее: так, весной 1906 года Сан-Франциско серьезно пострадал от землетрясения, и ликвидность потекла на запад страны. Банк Англии повысил ставки, что вызвало еще больший отток средств из Нью-Йорка. Уже к лету 1906 года акции упали на 18%, нестабильность сохранялась и зимой 1906–1907 годов. Момент для паники настал осенью 1907-го: из-за неудачных спекуляций акциями United обанкротился брокерский дом Gross & Kleeberg. Третья в Нью-Йорке трастовая компания Knickerbocker Trust Company всего за три часа вынуждена была вернуть вкладчикам 8 млн долл., что стало для нее смертельным ударом. Финансовые компании, и так страдавшие от нехватки ликвидности, оказались в критической ситуации. Они закрывали друг на друга лимиты, перекредитоваться стало попросту нереально, ставки были заоблачными. Покупки ценных бумаг на заемные средства также стали невозможны, брокеры требовали одолженные средства назад. Акции начали падать, а устойчивость остальных банков оказалась под сомнением.



ДЖОН МОРГАН

Ситуацию спасли известный финансист Джон Морган и самый богатый человек США Джон Рокфеллер. Моргана о помощи попросил президент Trust Company of America, понимавший, что

необходимо выдержать набег вкладчиков, — а значит, достать ликвидность. Морган быстро оценил активы Trust Company of America и предложил продать их, чтобы расплатиться с вкладчиками. Но этого было недостаточно. Тогда Морган собрал президентов других трастовых компаний на совещание и убедил их предоставить кредиты в размере 8 млн долл., чтобы Trust Company of America могла продержаться хотя бы день. Но ликвидность требовалась всей банковской системе. Федеральное казначейство разместило 25 млн долл. в нью-йоркских банках. Рокфеллер предоставил 10 млн долл. и через агентство Associated Press сообщил всем американцам, что пожертвует половину своего состояния, лишь бы спасти банковскую систему США.



ДЖОН РОКФЕЛЛЕР

Заключительным актом героической саги о спасении биржи от паники стало знаменитое заседание в библиотеке — когда Морган снова устроил совещание банкиров и промышленников по поводу спасения Tennessee Coal, Iron and Railroad Company. В итоге было решено, что корпорация отойдет к U. S. Steel. Ее спасение (а заодно и спасение крупного брокера Moore & Schley, чуть было не разорившегося на займах под залог акций этой компании) действительно помогло погасить панику.

1.3. Финансовый рынок США и финансовые воротилы конца XIX – начала XX века в художественной литературе

Перипетии брокеров и миноритарных инвесторов на заре становления фондового рынка США широко представлены в художественной литературе. Живописно показано, как быстро сколачивались состояния и как малейшие ошибки приводили к краху. Прославились описаниями биржевых подъемов и спадов и великие американские писатели, и европейцы, например англичане Сомерсет Моэм и Чарльз Диккенс. Моэм жил в США, вкладывал гонорары от своих книг в американские государственные облигации и даже столкнулся с обманом со стороны брокерской компании.

В романе «Жизнь и приключения Мартина Чезлвита» Чарльз Диккенс описывает перипетии англичанина, который в 40-х годах XIX века решил заняться фермерством в США (на участке земли с многообещающим названием «Эдем», расположенном, как впоследствии выяснилось, в болотах Миссисипи) и сколотить богатство.

Марк Твен известен не только как детский писатель, но и как популяризатор «серебряных» акций во время работы журналистом в городке Вирджиния-Сити на Восточном побережье США. Название его романа «Позолоченный век» стало нарицательным для целого периода первоначального накопления капитала и свободного предпринимательства в американской истории второй половины XIX века. Твен описывает финансовые аферы с земельными участками на заемные деньги, так как традиционно первоначальный капитал связан именно с землей и недвижимостью (заметим, что и в 2000-е годы большинство жителей России связывают свое благосостояние с наличием «второй квартиры» или дачи, которые рассматриваются как привлекательные инвестиционные объекты). Герои Марка Твена не только используют заемные деньги для выкупа участков, по которым должна пойти железная дорога, но и закладывают эти земли для строительства, используют задолженность перед подрядчиками, выпускают акции и проводят допэмиссии под частично

достроенную дорогу при шумной поддержке прессы. Итог аферы печальный, хотя герои смогли обзавестись имуществом и домами.

Романы американского классика Теодора Драйзера «Финансист» и «Титан» посвящены филаделфийскому магнату XIX века Чарльзу Йерксу, который в 1860 году в возрасте 22 лет открыл собственную брокерскую контору и заработал первый капитал, продавая муниципальные и федеральные облигации. В романе этот «барон-разбойник» выведен под именем Фрэнка Каупервуда. История успеха любого олигарха полна приключений и провалов. В жизни Чарльза Йеркса также был период, когда его обвинили в мошенничестве и приговорили к 33 месяцам тюрьмы; он потерял состояние и пережил развод. Эта часть жизни Чарльза Йеркса отражена в почти биографическом романе «Финансист» — экономическом трактате с подробным описанием биржевых махинаций с облигациями и акциями, биржевой паники, на которой главный герой прогорает, и последующего стремительного биржевого подъема, когда герой обогащается. Очень ярко Драйзер описывает роль Government Relations¹ в успехе любого предприятия и особую «мораль финансиста», своеобразно трактующего понятие «кража». При отсутствии антимонопольного законодательства, требований конкурсных государственных закупок и контроля над расходами герои ловко применяют все возможные инструменты перетягивания денежных потоков в свои фирмы: используют большой долг и залог активов по пирамидальной схеме («бесконечной цепи», как названо это в романе), передают подряды на уборку мусора дружественным структурам, размещают средства городской казны на льготных условиях в нужных банках (при том что «людям с улицы» банки не платили процентов за средства на счете), выкупают ценные бумаги у «своих» инвесторов и тому подобное. Драйзер выразительно описывает девиз такого обогащения: «Рука руку моет».

Герой романа «Финансист» получил в городской кассе кредит под 2% годовых и приобрел привлекательный инвестиционный актив — конные трамвайные линии. Бизнес-план мероприятия требовал увеличения протяженности линии и продления лицензии по ее эксплуатации (здесь важны отношения с муниципалитетом), а затем выпуска акций, которые закладывались в «дружественном»

банке, чтобы получить новые кредиты и приобрести новые инвестиционные активы. Роман Драйзера очень поучителен, так как показывает, что в период крупных потрясений на рынке (биржевой паники) большой долг, как это часто бывает в истории, губит бизнес. Конкуренты и городские чиновники сочли, что проще не помогать успешному дельцу Фрэнку Каупервуду, а «утопить его» — довести до банкротства (долг перед городским казначейством составлял 500 тыс. долл., огромная сумма по тем временам), скупив по дешевке интересные активы.

В «Титане» — втором романе «трилогии желаний» — Драйзер описывает чикагский период жизни Чарльза Йеркса. Начиная с 1881 года он, уже женатый, торговал акциями и зерном в Чикаго.

Еще один певец становления американского капитализма — Эптон Синклер. Его романы посвящены успехам автомобилестроения («Автомобильный король» описывает Генри Форда), сталелитейного производства и переработки мяса, процветанию финансового сектора (прототипом антигероя «Дельцов» стал Морган). Действие романа «Дельцы» разворачивается осенью 1907 года, в период биржевой паники, итогом которой стало создание системы страхования вкладов и Федеральной резервной системы (ФРС). В романе паника и инструменты ее преодоления описаны иначе, чем в учебниках американской истории и официальной биографии Дж. П. Моргана. Синклер представляет панику, начавшуюся с падения третьего по размеру банка Нью-Йорка, как акт, срежиссированный главным героем Дэном Уотерманом, который благодаря поддержке президента сумел обойти антимонопольное законодательство и поглотил своего конкурента в сталелитейной отрасли. Действительно, Морган в результате такого «удачного спасения» финансовой системы США смог консолидировать в своих руках 35% всех железных дорог (именно на них и на независимых банках делается акцент в романе) и 70% сталелитейной промышленности, что согласно действовавшему уже тогда антитрастовому закону было невозможно. Более того, выдавая финансовую помощь по своему усмотрению, Морган обеспечил себе контроль над целым рядом банков и страховых компаний. Эти аферы, по мнению Синклера (или подвиги, как написано в учебниках), породили

слушания в Конгрессе США. Дело в том, что банки Моргана и Рокфеллера получили около 50 млн долл. государственных средств и искусственно поставили государство в зависимость от частных банков (фактически выполняя роль центрального банка). В романе главный антигерой для спасения финансовой системы выделил 25 миллионов долларов из «собственных» (точнее — привлеченных из национальных банков) средств под 10% годовых.

В «Дельцах» подмечены основные черты фондового и финансового рынков, о которых не стоит забывать и сегодняшнему инвестору. Это, во-первых, роль пиар-кампаний, экспертов и журналистов в раскручивании «темных лошадок» (организаций, малоизвестных рыночным инвесторам) и в насаждении покупательной зависимости (наличие второй машины, второго дома, большего потребления и так далее). Во-вторых, зависимость цены акции не только от качества производимых компанией товаров и полученной прибыли, но и от профессионалов финансового рынка (сотрудников брокерских компаний и инвестиционных домов). «Быки» (так на жаргоне называют игроков фондового рынка, которые ставят на повышательный тренд) достаточно агрессивны в продвижении своих идей и зачастую «давят медведей», не подпуская их к массмедиа. В-третьих, наличие эффекта толпы, когда на основе слухов принимаются сиюминутные решения и из-за большого числа непрофессионалов паника может обрушить даже достаточно устойчивую конструкцию. В-четвертых, короткая память инвесторов, которые при грамотно проведенной пиар-акции способны забыть потери и оправдать проходимца, которого уже не раз ловили на махинациях. Пятая особенность — беззащитность миноритарных акционеров, не имеющих доступа к истинной информации и вынужденных «верить сказкам» и фиксировать убытки. Шестая черта — это важность инсайдерской информации для игры на бирже, седьмая — легкость, с которой можно вызвать панические настроения, при огромных сложностях со сдерживанием паники. Как это часто бывает, для прекращения паники требуются усилия государства и деньги налогоплательщиков. Дивиденды (и денежные, и политические) получают единицы.

Мода на акционерные общества и на такие слова, как «капитализация», «амортизация», «быки» (поднимающие акции «на рога», а не на семейные компании, где дело передается по наследству), описана в романе американского писателя Джона Дос Пассоса «Большие деньги». Речь в нем идет о периоде «тучных лет» после Первой мировой войны (20-х годах XX века, когда экономика США росла на 9% в год, был открыт миллион брокерских счетов, фондовый индекс Dow Jones за период с 1921 по 1929 год вырос более чем в четыре раза). Если в 1921 году место на Нью-Йоркской фондовой бирже стоило почти 150 тыс. долл., то уже в 1929 году — более 630 тыс. долл. при средней заработной плате по стране 4 долл. в день (в 1990-е зарплата поднялась до 8 долл. в час). Период экономического процветания закономерно породил интерес мелких инвесторов к фондовому рынку, а также «пузыри» (и на рынке акций, и на рынке недвижимости, точнее — рынке прав на покупку недвижимости). Хотя действие романа заканчивается до момента краха (до «черного вторника» 29 октября 1929 года) и Великой депрессии (1929–1933 годы), героям романа не удается сохранить быстро созданное богатство. Пассос подчеркивает хрупкость «виртуального мира» денег, когда ошибки в выборе объекта инвестирования и делегирование принятия решений другим лицам оборачиваются провалом.

Ужасы экономического кризиса, который сопровождался безработицей, передвижением по территории США в поисках заработка и пропитания, вынужденной продажей фермерами участков земли или потерей аренды из-за долгов в период Великой депрессии образно описаны в романе Джона Стейнбека «Гроздь гнева».

1.4. Новая эпоха и Великая депрессия

После того как биржи пришли в себя (а в результате паники 1907 года многие региональные биржи США оставались закрытыми по несколько недель и даже месяцев), стало очевидно, что финансовая система нуждается в контроле и управлении как раз на случай таких катаклизмов. В результате в 1908 году Конгресс США принял акт Олдрича — Вриланда, которым создал Национальную денежную комиссию для расследования паники. Комиссии также было поручено разработать законопроекты по регулированию банковской деятельности. А в 1913 году была создана Федеральная резервная система (ФРС), на которую возложили функции центрального банка как регулирующего органа.

Одним из подразделений ФРС стал Федеральный комитет по открытому рынку (FOMC), действующий и сейчас. FOMC проводит восемь заседаний в год, и на них ориентируются фондовые рынки не только США, но и всего мира. Задача FOMC — управлять процентными ставками, по которым ФРС кредитует другие коммерческие банки США. Это, в свою очередь, помогает ФРС стимулировать или замедлять экономический рост. Подробнее о работе ФРС можно прочесть в [разделе 2.5](#).

В истории американского фондового рынка 1913 год ознаменовался не только созданием ФРС, но и кристаллизацией всего опыта кризисов и взлетов биржевых рынков в теории циклов. Ее сформулировал американский экономист Уэсли Митчелл, выпустив книгу «Деловые циклы» (Business Cycles). Митчелл много лет дорабатывал и углублял свою теорию, за книгой 1913 года последовала другая — в 1927 году. По словам самого Митчелла, в ней была изложена принципиально новая теория циклов. Митчелл постулировал общеизвестные сегодня вещи: что любой кризис является лишь составным элементом делового, или экономического, цикла, одной из его фаз, причем этот элемент обязателен. Более того, именно экономические циклы составляют естественный ход развития американской и мировой экономики. Иными словами, за снижением всегда следует рост — и наоборот, рост неминуемо закончится спадом. Но есть и хорошая новость: в длительной перспективе экономика все же растет — что

неудивительно, учитывая научно-технический прогресс и рост мирового населения. Вместе с экономикой растет и капитализация фондовых рынков. Известный пример: вложив 1000 долл. в ценные бумаги на Нью-Йоркской фондовой бирже в 1900 году, бессмертный инвестор или его потомки в 2000 году получили бы миллион.

Очень часто историю фондового рынка преподносят как историю падений. Возможно, с ними связаны наиболее яркие эпизоды, однако на самом деле суть – в его развитии и последовательном неуклонном росте благосостояния компаний и, самое главное, инвесторов. Действительно, на протяжении 120 лет, прошедших с начала публикации индекса Dow Jones, рынок США пережил в общей сложности 33 спада – примерно по одному каждые четыре года. Но при этом необходимо помнить, что на длительных отрезках времени американский фондовый рынок всегда увеличивался и вслед за спадами начинались фазы активного роста, приводившие биржевые индексы к новым историческим максимумам.

После проблемного 1907 года биржа восстановилась довольно быстро: к 1910 году Dow Jones вырос вдвое, с почти 50 до 100 пунктов. Начинается «прогрессивная эра», ознаменовавшаяся рядом законопроектов, защищающих потребителей, рабочих и другие категории населения от произвола крупнейших капиталистов. На этот период приходится активная антитрестовая компания: Рокфеллер вынужден разделить свой конгломерат Standard Oil на несколько компаний, такая же судьба уготована и другим трестам. В это же время число автомобилей в США приближается к миллиону штук, прекрасные перспективы автомобильных и нефтяных компаний (как поставщиков бензина) становятся очевидны.

С началом Первой мировой войны европейские биржи прекратили работу, NYSE тоже сочла за лучшее приостановить торги. Однако финансисты быстро сообразили, что раз европейский континент воюет, американская промышленность и торговля могут извлечь из этого немалую выгоду. Нью-Йоркская биржа открылась – сначала для торговли облигациями, а потом и полностью. Это было самое длительное закрытие биржи: она не работала свыше четырех месяцев, и в день открытия торгов Dow Jones рухнул на четверть, но дела быстро пошли на поправку. К 1918 году, когда Первая мировая война наконец-то окончилась, Нью-Йорк уже стал финансовой столицей мира (до тех пор крупнейшим финансовым центром был Лондон). Это означало не только более масштабные биржевые обороты: американские банкиры

кредитовали всю Европу, таким образом, их влияние в мире сильно увеличилось. Вместе с тем возросла и роль NYSE. Мир вступил в новую эпоху — эпоху финансового господства США.

США оказались фактически единственной крупной страной мира, которая с прибылью вышла из Первой мировой войны. Если до 1914 года США были одной из стран-должников, вынужденных привлекать мигрантов и капитал из Старого Света, то после 1918 года Штаты стали крупнейшим мировым кредитором. Америка относится к везунчикам, так как на протяжении всей истории фондового рынка биржи США не прекращали свою работу (в отличие от России, где биржа не работала почти 80 лет, или Египта, где она не работала 30 лет, а также Аргентины с простоем в 10 лет, Испании — в 4 года и Чили — в 3 года).

Казалось, что наступил золотой век и теперь американский рынок будет расти вечно, не подвергаясь спадам. Дополнительные надежды внушал технологический прогресс: именно в эти годы серьезно автоматизировалось промышленное производство. Есть цифры, что за период с 1919 по 1929 год производительность труда в США выросла почти в полтора раза. Обратной стороной медали стала безработица: ежегодно сотни тысяч (!) людей, прежде всего фермеров (на смену ручному труду пришел трактор), теряли работу. Было у этой модернизации производств и еще одно следствие: несмотря на семимильные шаги технического прогресса, росло расслоение в доходах между богатыми и бедными.

Одновременно экономика США переживала и еще один процесс — разорение мелких землевладельцев и миграцию из сельской местности в города. Кредит под залог земли был освоен американцами раньше потребительского, и в 1920-е годы большие объемы сельхозземель стали переходить к банкам за неуплату. Массовой становится миграция, например на юг страны, в Калифорнию.

На протяжении второй половины 1920 годов американцы, желавшие получить хотя бы часть капиталов, сколачивавшихся в те годы на бирже, несли деньги на фондовый рынок. Здесь, как и при покупке товаров, использовался кредит: многие вкладывали в ценные бумаги заемные деньги — 60–70% бумаг частные инвесторы покупали именно на заемные средства. Особенно много новых

неопытных инвесторов появилось на американском биржевом рынке в 1928–1929 годах. Открывалось огромное количество брокерских контор, даже на круизных лайнерах. Период с 1925 по 1928 год был озаменован фондовой лихорадкой.

Некоторые видные европейские ученые-экономисты скептически смотрели на взрывной рост фондового рынка. Одним из них был директор Австрийского института экономических исследований Фридрих Хайек. В 1928 году в своих интервью и статьях Хайек предрекал обрушение американского фондового рынка, сравнивая его с пирамидой, и очень удивлялся, что его американские коллеги-экономисты спокойно смотрят на разгоняющийся поезд без тормозов. Накануне краха Дж. П. Морган продал акции и увеличил долю активов в деньгах, что позволило ему удачно пережить Великую депрессию. Позже в интервью он рассказывал, что его подтолкнул к этому шагу вопрос чистильщика обуви о ситуации на рынке и привлекательности тех или иных бумаг. Приход таких непрофессиональных инвесторов на фондовую биржу Морган расценил как сигнал о том, что пузырь скоро лопнет. Еще один провидец — Чарльз Меррилл, один из сооснователей инвестиционной компании Merrill Lynch & Co. Весной 1928 года Меррилл настоятельно советовал клиентам своей брокерской компании продать акции на пике и зафиксировать прибыль. Компаньоны высмеяли Меррилла и посоветовали ему лечиться у психиатра, клиенты не поверили в предсказания и разорились.

Факторы будущей Великой депрессии накладывались один на другой.

Первые признаки надвигающихся проблем появились в конце 1928 года. Спрос на товары начал падать, снижались цены на сельхозпродукцию, рассрочка уже не могла поддержать продажи. Статистические данные по промышленности тогда не отслеживали так пристально, как сейчас. Несмотря на уже опубликованную теорию экономических циклов, никто не искал признаки спада. А они были налицо. Замедлилось строительство новых домов. Снизилось производство стали. Непрерывно на протяжении нескольких месяцев падали продажи автомобилей. Всего лишь за три месяца, с августа по октябрь 1929 года, промышленное производство снизилось на 20%. Рос уровень закредитованности

предприятий и домашних хозяйств. Это было особенно серьезно, так как доходы американцев также снижались. Еще одним важным признаком надвигающихся проблем стало снижение цен. Оно представляло особую опасность для предприятий, так как они не могли увеличивать выручку за счет роста цен. Развивать производство становилось невыгодно, у бизнеса был единственный путь — сокращать его.



СКОПЛЕНИЕ ЛЮДЕЙ НА УОЛЛ-СТРИТ В 1929 ГОДУ

Фондовый рынок до осени 1929 года практически не реагировал на тревожные признаки. В марте 1929-го прозвенел звоночек: массивные продажи начали было обваливать рынок, но Чарльз Митчелл попытался повторить действия Моргана и докапитализировал свой банк National City Bank на сумму 25 млн долл., чтобы предотвратить кризис ликвидности, аналогичный кризису 1907 года. Казалось, это помогло: распродажи на рынке прекратились, ставки упали. Следующее снижение произошло в августе 1929 года: из-за хорошего урожая пшеницы в Европе цены на зерно упали, а вслед за ними снизились и котировки — экономика США в ту пору сильно зависела от состояния сельского хозяйства. Но это лишь привлекло новый поток частных инвестиций. Рост восстановился.

За период с июня по сентябрь Dow Jones вырос на 20%, 3 сентября 1929 года он поставил рекорд — вырос до 381,17 пункта (заметим, в 1921 году значение индекса находилось на уровне менее 80, а в 1928 достигло 300). Еще пару месяцев биржа колебалась, но 24 октября (в «черный четверг») 1929 года фондовый рынок обвалился на 11%. Банкиры, финансисты и руководство биржи пытались спасти положение, разместив заявку на покупку большого числа акций U. S. Steel, одной из главных голубых фишек того времени, по цене намного выше рыночной, а потом повторили то же самое с другими популярными бумагами.

Хотя радиообращение непопулярного президента Гувера к американскому народу, в котором он назвал падение котировок на 11% небольшой и временной технической проблемой, несколько смягчило панику, серьезные инвесторы расценили это как намек на большие неприятности.

Рынок немного восстановился, но наличие проблем в экономике и на рынке становилось все более явным. 28 октября (в «черный вторник») 1929 года рынок рухнул на 13%: опасаясь маржин-коллов, трейдеры продавали бумаги. Напомним, что инвесторы вкладывали в рынок заемные средства и теперь им надо было во что бы то ни стало продать активы.

Падение продолжалось и в последующие дни. Финансисты, включая новое поколение Рокфеллеров, пытались действовать уже проверенными методами, вливая ликвидность в рынок, но то, что прекрасно сработало в кризис ликвидности 1907 года, уже не помогало в 1929 году.



ТЕОДОР РУЗВЕЛЬТ

За два дня капитализация рынка упала на 30 млрд долл., а в целом спад и рынка, и экономики оказался крайне продолжительным: достаточно сказать, что к 1932 году индекс Dow Jones опустился до 41 пункта. По Нью-Йорку прокатилась волна самоубийств. Неудачливые брокеры с огромными долгами и частные инвесторы совершали этот страшный шаг, чтобы не разорить окончательно свои семьи. Люди, выселенные за неуплату из квартир и домов, пополняли армию бездомных, которая вступала в стычки с полицией.

К 1933 году ВВП США упал на 31% по сравнению с уровнем 1929 года. 40% банков стали банкротами, вкладчики потеряли 2 млрд долл. депозитов. Промышленное производство потеряло 46%, потеря ВВП в реальном выражении составила 30%. Денежная масса сократилась на треть. Доходы населения упали на 50%. Около 30% американцев оказались за чертой бедности. Безработица достигла огромных размеров: работу не могли найти 13 млн американцев, или почти 24% населения (при общей численности населения 120 млн, из которых 40 млн — трудоспособного; правда, эти цифры государственной статистики не учитывали женщин, которые

воспринимались исключительно как домохозяйки; при президенте Гувере безработица оценивалась в 5%, безработные никаких пособий не получали).

Это был первый экономический кризис такого масштаба и силы в США. Историки и экономисты до сих пор спорят, стал ли биржевой крах спусковым механизмом Великой депрессии или она сама — следствие этого краха.

1.5. Возрождение биржевой торговли

Крах 1929 года отрезвил инвесторов, а также брокеров и банки. Последние больше даже не пытались привлечь средства населения на фондовый рынок. Да у населения и не было средств. Неудивительно, что индекс Dow Jones долгие годы не мог превысить докризисный максимум, а обороты торгов ценными бумагами были в разы ниже докризисных уровней.

Когда шок от краха 1929 года прошел, а иллюзии о том, что рынок и экономика сами быстро восстановятся, развеялись, стало очевидно, что фондовый рынок и вся финансовая система нуждаются в серьезном регулировании. Многие американцы не имели желания участвовать в инвестициях на фондовом рынке. Доверие инвесторов необходимо было вернуть, а для этого нужно было выстроить целую систему защиты их прав и ограничений рисков, связанных с торговлей на бирже. Для этого нужно было обязать эмитентов предоставлять достоверную информацию о своем бизнесе, чтобы потенциальные инвесторы могли оценить риски, связанные с вложениями в эти бумаги.

В 1933 году президентом был избран демократ Франклин Рузвельт, который запустил реформы, прямо противоположные курсу прежнего президента — республиканца Гувера. Рузвельт ввел систему социального страхования и общественных работ, пособия по безработице, регулирование зарплат, поддержку цен на сельхозпродукты через уничтожение «излишков». Изменилось и регулирование финансового рынка.

Брокеры и банки обязаны были действовать прежде всего в интересах своих клиентов и вкладчиков и не манипулировать рынком. Именно в 1930-е годы были заложены основы регулирования финансовых рынков и выстроена та регулятивная система, в соответствии с которой рынки США функционируют и сегодня. Важно, что эта система, направленная на защиту инвесторов, оказалась эффективной в долгосрочной перспективе, причем не только в отношении самой защиты, но и в более широком смысле. Финансовый рынок в современном виде, сложившийся после внедрения регулирования, гораздо устойчивее, чем до кризиса 1929 года. Чтобы убедиться в этом, достаточно

сравнить последствия кризиса 1929 года и, к примеру, 2000-го или 2008-го: ни один из современных кризисов не оказал такого масштабного влияния на экономику, финансовую систему и рынок труда, как в 1929-м. Понимание причин кризиса, необходимости смягчения его последствий и возможности стимулирования экономического роста привели к тому, что каждый последующий кризис становится менее болезненным, чем предыдущий. Подробно о регулировании фондового рынка США рассказано в [разделе 2.5](#) и [разделе 5.2](#), здесь же мы остановимся на основных регулятивных инициативах.

В 1933 году законом Гласса — Стиголла (Banking Act of 1933) была создана Федеральная корпорация страхования банковских депозитов (Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC). Суть ее работы заключалась в гарантировании банковских депозитов за счет системы их страхования: все банки страны, входящие в ФРС, платят комиссию в специальный фонд. Плата взимается и с депозитов размером более 100 тыс. долл. (напомним, что в России система страхования вкладов, аналогичная американской, функционирует с 2004 года).

Кроме того, закон Гласса — Стиголла жестко разграничил деятельность обычных — коммерческих — и инвестиционных банков. Коммерческим банкам отныне было запрещено заниматься операциями с ценными бумагами, а компаниям, осуществляющим операции на рынке ценных бумаг, запретили заниматься традиционными банковскими операциями. Более того, одно и то же лицо не могло работать в коммерческом и инвестиционном банке.

Тогда же, в 1933 году, Конгресс США принял Закон о ценных бумагах (Securities Act of 1933), который также известен как Закон о доверии к ценным бумагам (Truth in Securities law). Этот закон напрямую касался публичных компаний и требовал от них раскрытия всех существенных фактов, которые могут повлиять на принятие инвесторами решений и оценку ими рисков вложения в бумаги компаний. Информация должна быть полной и точной, а компания, андеррайтеры, размещающие ее бумаги, и другие лица, подписывающие документы с раскрытием сведений, несут ответственность за недостоверную информацию. В проспекте ценных бумаг, который регистрировал специальный орган

(возникшая позже Комиссия по ценным бумагам и биржам — Securities and Exchange Commission, SEC), должны были содержаться описание ценных бумаг, которые будут предложены для продажи, информация об управлении эмитентом и финансовая отчетность, заверенная независимым аудитором.

Спустя год Закон о ценных бумагах был дополнен Законом о торговле ценными бумагами (Securities Exchange Act of 1934). Именно в соответствии с этим законом была создана Комиссия по ценным бумагам и биржам. Комиссия стала главным регулирующим органом на фондовом рынке. Именно она должна была регистрировать эмиссионные документы, регулировать и контролировать работы участников рынка ценных бумаг: брокеров, дилеров, инвестиционных компаний, клиринговых агентств. Кроме того, под надзор SEC попали все американские фондовые биржи. SEC не только следила за порядком на рынке, собирая и проверяя отчетность всех поднадзорных компаний, но и была наделена правом наказывать провинившихся — такие полномочия комиссия получила после принятия Закона об инвестиционных компаниях (Investment Company Act of 1940). Этот документ обязал инвестиционные компании — те, бизнес которых состоит из инвестиций и торговли ценными бумагами, — регистрироваться в SEC и подчиняться ей как регулирующему органу. Фактически все брокеры и инвестиционные компании, а также инвестиционные фонды теперь были обязаны раскрывать полную информацию о себе: о своей инвестиционной политике, методах работы, финансовом состоянии, результатах инвестиций. Подробнее о деятельности SEC рассказывается в [разделе 5.2](#).

Регулирование распространилось не только на эмитентов и компании, действующие на фондовом рынке, но и на финансовых консультантов. Так, Закон об инвестиционных консультантах 1940 года (Investment Advisors Act of 1940) определил, что такие консультанты должны регистрироваться в SEC и фактически регулироваться этой комиссией.

Постепенно все эти регулятивные меры возымели действие. Понемногу инвесторы стали возвращаться на американский фондовый рынок — теперь уже осознавая, что инвестирование может приносить не только выгоду, но и убытки. Даже подход к

рекламе услуг инвестиционных компаний и брокеров изменился: вложения в ценные бумаги были по опасности приравнены к сигаретам и алкоголю, то есть в рекламе обязательно присутствовали предупреждения о рисках, а также об ответственности. На протяжении 1950-х — 1970-х годов руководители NYSE претворяли в жизнь амбициозную маркетинговую программу «Стань владельцем части Америки» (Own Your Share of America).

В 1970 году у инвесторов появилась дополнительная защита. Чтобы обезопасить их средства от возможных банкротств брокеров, была создана Корпорация по защите инвесторов (Securities Investor Protection Corporation, SIPC). Все брокерские фирмы являются членами SIPC. Она обеспечивает защиту средств на инвестиционном счете: если брокер обанкротится и по какой-то причине средств для исполнения обязательств перед его клиентами будет недостаточно, то выплаты в размере не более 500 тыс. долл. одному клиенту будут осуществлены за счет средств фонда SIPC.

Целью масштабной государственной маркетинговой кампании было привлечь на фондовый рынок большое количество частных инвесторов — в 50-е годы американцы начали массово возвращаться на фондовый рынок. В 1956 году Dow Jones достиг отметки в 500 пунктов, а в 1972 году — 1000 пунктов. В 1974 году был принят Закон о пенсионном обеспечении наемных работников, результатом которого стало развитие пенсионных планов 401(k). Это привело к созданию большого объема пенсионных накоплений, которые инвестировались в том числе в ценные бумаги. Началась новая эра развития фондового рынка США.

На сегодняшний день экономика США — одна из самых успешных в мире. Если в 1870 году доля страны в мировом ВВП составляла 9%, то последние 40 лет этот показатель держится на уровне более 25%. Этот результат был обеспечен в том числе и развитым фондовым рынком, его качественной инфраструктурой и креативностью участников. При этом рынок обеспечивал и поддержку инвесторов. По результатам функционирования с 1921 года (начала «тучных лет») доходность в реальном выражении американского рынка составила 6,9% годовых и была превышена только на единичных фондовых рынках (шведском и австралийском, которые дают гораздо меньше возможностей диверсификации, а значит, и снижения риска). Приблизилась к

оценке американского успеха канадский, британский, голландский, ирландский, швейцарский и датский фондовые индексы (см. работу Уильяма Гоцмана и Филиппа Джориона «Глобальные фондовые рынки в XX веке»², в которой на отрезке с 1921 по 1996 год сопоставляется реальная доходность страновых фондовых рынков). У остальных рынков средняя доходность фондового индекса не превышает 5%, что зачастую не «отбивает» даже инфляцию.

1.6. Первые электронные системы торгов. Внебиржевой рынок и создание NASDAQ

С возвращением инвесторов на американские биржи в организации и работе инвестиционного процесса стали происходить серьезные изменения. Главным из них было то, что появилась альтернатива организованной биржевой торговле — внебиржевой рынок (Over the Counter Securities Market). Возник он во многом из-за слишком строгих требований, которые NYSE и AMEX предъявляли к компаниям, проходившим листинг на этих биржах. Все большему числу новых компаний, которые стремились продать свои акции широкому кругу инвесторов и таким образом получить капитал для развития, было крайне сложно попасть в число листингуемых эмитентов. Одновременно становилось ясно, что спрос на ценные бумаги уже достиг того объема, когда сбыт могут найти даже бумаги компаний, не обладающих длительной историей и большими объемами выручки.

Но дело было не только в этом. Возникновение внебиржевого рынка сопровождалось появлением так называемых электронных торговых систем и во многом было этим обусловлено. Инвесторы искали способы сэкономить на биржевых комиссиях — очевидным казалось решение, которое позволит им заключать сделки напрямую, минуя биржу. Электронные торговые системы (часто это понятие объединяют с понятием электронных коммуникационных сетей — Electronic Communication Network, ECN) давали возможность делать то же, что и на биржах, — выставлять свои предложения на покупку и продажу в единую сеть, то есть договариваться о сделках. В 1967 году Джером Пустильник и Герберт Беренс зарегистрировали платформу InstiNet (Institutional Networks Corporation). Через два года InstiNet начала предоставлять услуги по торговле ценными бумагами через компьютерную сеть подключенным к ней профессиональным участникам рынка: банкам, фондам, страховым компаниям. Сделки были автоматизированы и конфиденциальны, причем они давали возможность выставлять скрытые заявки, когда реальный объем сделки могли узнать лишь ее участники, а всем остальным была видна только верхушка айсберга. Это была первая ECN. InstiNet

успешно просуществовала до 2000 года, когда ее технологическая платформа устарела и ей пришлось присоединиться к известной ECN Island.

До своих IPO акции Facebook и Twitter успешно торговались на внебиржевом рынке: в тот период акции активно продавали сотрудники и основатели компаний, а покупали управляющие хедж-фондами. С 2009 по 2011 год бумаги Facebook подорожали с 2 до 42 долл. Акции обращались на специализированных электронных площадках, таких как SecondMarket и SharesPost.



МАРК ЦУКЕРБЕРГ

Возможность создавать ECN, объединять покупателей и продавцов бумаг через компьютерную сеть означала революцию в мире торговли ценными бумагами. Внебиржевой рынок стал разрастаться практически неконтролируемо. В формировании внебиржевого рынка наступил этап, когда, как и в случае с биржевой торговлей, участникам пришлось для удобства объединиться и выработать определенные правила. Особая ирония заключается в том, что внебиржевой рынок породил вторую по величине биржу в мире. Национальная ассоциация дилеров по ценным бумагам (National Association of Securities Dealers, NASD), возникшая еще в 1939 году при SEC, была саморегулируемой организацией. В 1971 году, пытаясь организовать не попадающий под контроль внебиржевой рынок, NASD зарегистрировала компьютерную торговую систему National Association of Securities Dealers Automated Quotations — NASDAQ. На первых порах роль NASDAQ сводилась лишь к электронной доске котировок —

проводить через нее сделки было невозможно (то есть торговой платформой в сегодняшнем смысле она не была). Открытые котировки, как выяснилось, сами по себе обладали большим плюсом: они позволяли сократить спред, к тому же NASDAQ собирала и публиковала информацию об объемах внебиржевых торгов. На площадке предлагались котировки 2,5 тыс. ценных бумаг. В 1980 году пользователи NASDAQ смогли видеть не усредненные котировки, а цены покупки и продажи.

Технологическое решение проблемы сделок оказалось лишь делом времени, нужен был только небольшой стимул для начала собственно электронной торговли. Во время биржевого падения 1987 года стало понятно, что телефонные сделки должны уйти в прошлое: участники рынка, не желавшие исполнять ранее заключенные сделки, не отвечали на телефонные звонки. Тогда NASDAQ внедрила Small Order Execution System — электронную торговую систему, а также ввела институт маркетмейкеров, призванных поддерживать ликвидность. Таким образом, NASDAQ окончательно превратилась в традиционную биржу.



ЗДАНИЕ NASDAQ

Листинг на NASDAQ появился еще раньше — в 1975 году. NASDAQ стала площадкой для получения акционерного капитала для малоизвестных эмитентов, но одновременно и будущих технологических гигантов и компаний нового времени, чей бизнес был связан с IT и зарождающимся интернетом. Именно на NASDAQ нашли своих первых инвесторов Microsoft и Apple. Сама площадка считает себя родоначальницей электронной торговли и публичного размещения акций — IPO — в его современном виде.

В тот же период начинают активно развиваться производные инструменты — в первую очередь фьючерсы и опционы на самые разные активы. Новые технологии в торговле, включающие в себя компьютерный анализ и возможность совершения сделок внутри компьютеризированных систем, ускорение получения информации

о котировках с разных биржевых площадок, а также развитие деривативов привели к активизации таких форм торговли, как арбитражные и хеджевые стратегии, а также разнообразные стратегии, построенные на комбинации сделок с производными инструментами.

Развитие фондового рынка шло своим чередом: после качественного роста он был довольно стабилен, а затем последовало относительно мягкое падение 1987 года. 19 октября 1987 года индекс Dow Jones снизился на 508 пунктов — более чем на 22%. Поводом стала волна обвалов, начавшаяся с Гонконга и прокатившаяся по мировым биржам. Но и в Америке были новости, способные привести к снижению акций. Так, 14 октября 1987 года стало известно, что торговый дефицит США оказался значительно выше ожиданий, а в Конгресс внесли законопроект, который должен был отменить налоговые льготы для финансирования слияний и поглощений. 16 октября рынок опять падал — якобы из-за слухов об онкологическом заболевании у жены президента США, Нэнси Рейган. Однако веского повода для масштабного падения, имеющего экономические корни, как в случае 1929 года, у рынка на этот раз не было. Это дало повод ряду аналитиков фондового рынка говорить о том, что события 1987 года были спровоцированы именно получившими большое распространение компьютерными торговыми системами, а также производными финансовыми инструментами. Тем не менее ФРС оказывала рынку активную поддержку: финансовые власти США пообещали предоставить ликвидность в достаточном объеме, а также повлияли на банки, чтобы те продолжали кредитовать и не закрывали лимиты на частных инвесторов и крупные компании. Это помогло рынку быстро восстановиться.

После преобразований на NASDAQ, связанных с созданием электронной торговой системы, роль этой площадки стала стремительно возрастать. Дополнительно этому способствовала возможность торговать на NASDAQ с момента открытия Лондонской биржи — то есть в утренние часы торговать акциями американские инвесторы могли только на NASDAQ (NYSE в такое время еще не работала, как и все остальные биржи США). В 1990 году на площадке была запущена торговая система SelectNet,

призванная обеспечить крупные сделки, в отличие от SOES, нацеленной на исполнение заявок на небольшие объемы бумаг. Таким образом, в начале 1990 годов NASDAQ уже смогла стать полноценным конкурентом NYSE.



ЗДАНИЕ НЬЮ-ЙОРКСКОЙ ФОНДОВОЙ БИРЖИ

Постепенно NASDAQ разделила все компании на «хорошие» и прочие. Так, в 1982 году был выделен рынок Nasdaq Composite National Market (NNM) — для голубых фишек площадки. Они должны, как и листингуемые компании на NYSE, отвечать жестким требованиям прибыльности, размера и так далее. В свою очередь, Nasdaq Composite Small Cap Market (SCM) готов принять более мелкие компании, не обладающие пока нужными размерами. Со временем NASDAQ приобрела Филадельфийскую, Бостонскую и Копенгагенскую биржи.

В 1990 годы большое количество IT-компаний, более совершенное технологическое обеспечение процесса торгов и наличие маркетмейкеров, обеспечивавших хорошую ликвидность и лучшую цену исполнения сделки, сделали NASDAQ более привлекательной для эмитентов, чем NYSE. Некоторые компании даже меняли листинг с NYSE на NASDAQ (стоит отметить, что в 2010-е годы, с повышением технологичности NYSE, пошел

обратный процесс и часть крупных IT-компаний «изменила» NASDAQ и перевела листинг своих акций на NYSE).

С июня 2015 года в США действует упрощенный порядок выхода на биржу (IPO) компаний с небольшим объемом привлекаемого капитала (до 50 млн долл.). Это послабление (прежде всего связанное с аудитом отчетности) сделано в развитие закона 2012 года о поддержке стартапов (Jobs Act 2012). На начало 2016 года 94 стартапа подали заявки в SEC на мини-IPO. Однако не всем удалось найти финансирование (многие получили гораздо меньшие суммы, чем запрашивали).

1.7. ECN против традиционных бирж. Интернет-трейдинг переворачивает биржевую торговлю

Несмотря на то что первая сеть электронных коммуникаций (Electronic Communication Network, ECN) возникла еще в конце 1960-х, расцвет таких сетей пришелся на 1990-е годы. Это стало возможным с развитием интернета и компьютеризацией биржевой торговли: иметь компьютер с доступом к глобальной сети теперь могли не только крупные инвест-компании, но и простые частные инвесторы.

1990-е — это время развития интернет-трейдинга. Выставление заявок и совершение сделок с ценными бумагами теперь могли происходить менее чем за минуту — невиданная ранее скорость. Причем и заявок, и сделок выставлялось уже на порядок больше. Потребовались системы обработки крупных массивов данных — брокерам, биржам и даже самим инвесторам, которые теперь могли анализировать весь объем информации о ценах и объемах торгов, поступающий с неограниченного числа торговых площадок в режиме реального времени.

Биржевые сделки переместились в интернет очень быстро. Если в 1998 году частные инвесторы совершали через интернет 20% всех сделок, то уже в 1999 году эта доля возросла до 40%, а в начале 2000-х практически достигла 100%.

Зато от биржевой торговли больше не требовались надежность и прозрачность. В самом деле, если ранее получить информацию о состоянии компании-эмитента или о рыночных трендах можно было только через брокера или инвест-компанию, словом, через специалиста, то с появлением широкого доступа к всемирной сети это стало очень просто, а часто и полностью бесплатно. SEC размещает у себя документы о состоянии участников рынка, компании в соответствии с законом раскрывают данные о своих финансах и существенных фактах, биржи публикуют котировки и графики.

Теперь приоритетом стали скорость исполнения сделки и размер комиссионных, уплачиваемых с нее. А у ECN уже было перед

биржами огромное преимущество. Дело в том, что электронные торговые системы могли предоставлять инвесторам доступ к информации о заявках других участников торгов и, что самое важное, в 1990-е годы с развитием компьютерной торговли ECN уже могли позволить таким участникам совершить сделку друг с другом. Более того, ECN, в отличие от бирж, работали практически круглосуточно, все зависело лишь от наличия заявок на покупку и на продажу.

Поворотный момент в жизни ECN и их участников наступил в 1997 году. До этого в связи с особенностями регулирования американского фондового рынка торговля по ECN велась только акциями, которые не были зарегистрированы на биржах, в том числе и на NASDAQ. Но в 1997 году SEC приняла нормативный акт, который позволил участникам ECN торговать бумагами с NASDAQ, — на тот период на площадке торговались уже несколько тысяч выпусков. А двумя годами позже регулирование расширилось, так что теперь ECN могли регистрироваться в качестве альтернативных торговых систем (Alternative Trading Systems), а их участники, соответственно, имели возможность оперировать любыми бумагами, зарегистрированными на любой бирже. ECN стали еще активнее конкурировать с биржами.

Знаменитый хедж-фонд Long Term Capital Management сделал фантастические деньги на торговле спредами облигаций (спред — разница между ценой на покупку и ценой на продажу, а также между ценами сходных активов, например между доходностью государственных облигаций России и США одного срока). Покупая одни облигации и продавая другие, доходность которых отличалась на сотые доли процента, фонд умудрялся зарабатывать, когда эти ставки сходились. Фонд оперировал на рынках целого ряда стран, с самыми разными активами. Секрет был в очень большом плече (привлечении заемного капитала), доходившем до 1:30 (на 1 долл. собственного капитала привлекалось 30 долл. заемного). Фонд также активно использовал производные инструменты. Начав в 1994 году с 1,25 млрд долл., фонд довел свои активы к 1997 году до 7 млрд. В этом же году члены совета директоров фонда Майрон Шоулз и Роберт Мертон получили Нобелевскую премию за новый метод оценки производных инструментов (опционов), а именно за знаменитую модель Блэка — Шоулза (Блэк премию не получил, так как к этому времени умер).

Еще одним элементом новой картины биржевой торговли стали так называемые дисконт-брокеры — брокеры, предоставляющие доступ к биржам за минимально возможное комиссионное вознаграждение. Поскольку отпала необходимость в сотрудниках, принимающих заявки по телефону, и отчасти в инвестиционных

консультантах — теперь любой желающий сам мог получить всю необходимую информацию и принять решение, не выходя из дома и не вставая с дивана, — брокеры смогли сосредоточиться на технологических решениях. Максимально снизив комиссионные, они тем не менее оказывались в выигрыше за счет радикально возросшего числа сделок. Дисконт-брокеры Schwab и E*Trade, быстро сориентировавшиеся в новых условиях, всего за пару лет смогли заполучить миллионы клиентов.

Интернет-трейдинг сделал возможным совершение практически неограниченного числа сделок. Возник скальпинг — попытки заработать на мельчайших, в доли процентных пунктов ценовых движениях активов. Не за горами уже было появление торговых роботов — специальных алгоритмов, позволяющих совершать сотни и тысячи сделок в день по заранее прописанным правилам.

Упрощение доступа на фондовый рынок, технологическое и организационное, привело на него большое количество новых частных инвесторов. Снова распространилась маргинальная торговля. Ликвидность биржевых рынков выросла в разы. Вместе с тем увеличилось и число инвесторов, не желающих активно торговать, но интересующихся акциями и готовых «купить и держать», то есть сформировать портфель ценных бумаг.

Таким образом, в XXI век фондовый рынок вошел совсем другим — более масштабным, демократичным и капитализированным.

Развитие интернет-трейдинга в 1990-е годы сопровождалось еще одним трендом — ростом популярности акций IT-компаний среди крупных портфельных и частных инвесторов.

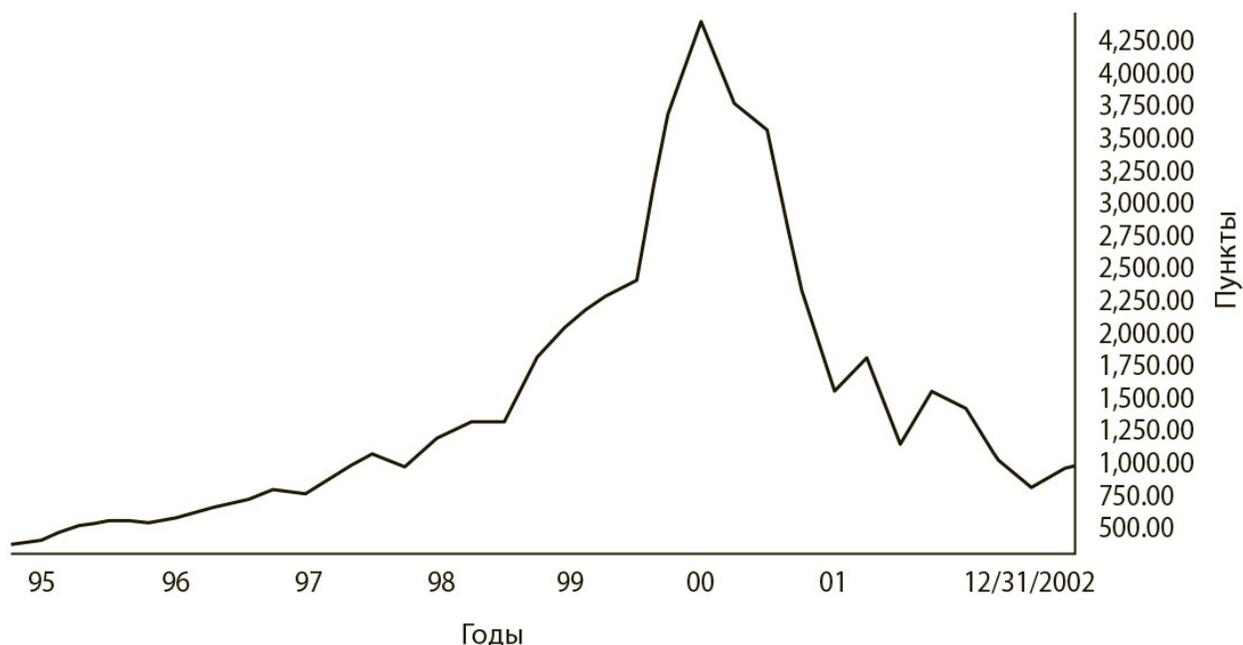


ГРАФИК ИНДЕКСА NASDAQ, 1995–2002 ГОДЫ

Если в 1920-х годах создавалась иллюзия, что фондовый рынок будет расти вечно благодаря техническому прогрессу, автомобилестроению и авиастроению, то в конце 1990-х такая иллюзия возникла вокруг акций интернет-компаний и других бизнесов, связанных с IT. Казалось, что любой проект в этой сфере неминуемо станет прибыльным. Инвесторы готовы были покупать акции любых компаний, которые только что вышли на рынок, в надежде на взлет доходов, которых еще не существовало.

Бум доткомов охватывал всего три года, с 1997-го по 2000-й. У падения 2000 года не просматривается никаких внешних причин: фондовый рынок к тому времени был уже достаточно компьютеризирован, чтобы после превышения индексом NASDAQ планки в 5000 пунктов в действие вступили массы трейдеров, надеявшихся извлечь прибыль из понижения цены. Это было бы не страшно, если бы не одна особенность эмитентов из интернет-отрасли: в подавляющем большинстве случаев их капитализация не была подкреплена сильными финансовыми результатами и базировалась исключительно на ожиданиях получения сверхвысоких доходов в будущем.

Многие интернет-компании в то время выходили на публичный рынок (IPO) с одной лишь бизнес-идеей, не имея ни прибыли, ни

(иногда) выручки. Были и мошеннические схемы — например, интернет-провайдер WorldCom откровенно манипулировал с бухгалтерской отчетностью, что впоследствии стало достоянием общественности. Еще один яркий скандал — крах энергетической компании Enron, которая фиктивными сделками приписывала себе выручку и прибыль. Как показали последующие расследования, это было связано с ошибочно построенной системой вознаграждения топ-менеджмента.

Одной из самых известных историй бума и краха доткомов считается история онлайн-магазина зоотоваров Pets.com. Этот бизнес начался в 1998 году, провел IPO на NASDAQ в начале 2000 года, а уже в конце 2000-го разорился. Неверно рассчитав потенциальный поток покупателей и затраты, Pets.com с размахом провел рекламную кампанию стоимостью в миллионы долларов и построил большое количество дорогих складских помещений. Однако хотя продажи и росли, на проданных товарах компания не зарабатывала, а теряла деньги — так велики были ее расходы.

Разорялись онлайн-магазины, неверно просчитавшие свою бизнес-модель и предлагавшие бесплатную доставку. Многие компании, обанкротившиеся в 2000 году, использовали прообразы идей, которые спустя полтора десятилетия принесли другим компаниям миллионы долларов, — так, Flooz.com пыталась приобщить американцев к виртуальным деньгам, которыми можно было бы расплачиваться в интернет-магазинах, а theGlobe.com представляла собой одну из первых социальных сетей. Историю theGlobe.com повторил позже более успешный Марк Цукерберг: студенты организовали социальную сеть, нашли инвесторов, начали зарабатывать сотни тысяч долларов и провели суперуспешное IPO — сразу после размещения акции выросли более чем на 600%. Но в 2000 году theGlobe.com потеряла 95% капитализации, а ее бизнес-модель оказалась нежизнеспособной: theGlobe.com ни разу, в отличие от Facebook, не удалось заработать.

На самом деле новой интернет-отрасли требовалось пройти путем проб и ошибок, и те компании, бизнес которых прекратил существование, погибли не напрасно: их история показала будущим интернет-гигантам, как не надо развивать онлайн-бизнес. Но, как и бывает в таких случаях, пострадали десятки тысяч инвесторов.

Индекс NASDAQ превысил максимум, достигнутый в 2000-м, лишь 15 лет спустя — в 2015 году.

Крах доткомов показал, что прежних мер по защите инвесторов уже недостаточно. В 2002 году Конгресс США принял закон Сарбейнза — Оксли, который ужесточил контроль над финансовой отчетностью публичных компаний и утвердил независимость аудиторов. Директора и другие должностные лица компаний, а также акционеры, владеющие более 10% акций, отныне были обязаны предоставлять отчет о всех операциях с акциями в SEC.

В 2006 году NYSE закончила слияние с ECN Archipelago Holdings. Вооружившись новыми технологиями, NYSE стала публичной компанией. Акции NYSE Group торгуются на самой бирже. Почти сразу же стало известно об объединении Нью-Йоркской фондовой биржи с европейской фондовой биржей Euronext, которое произошло в 2007 году. С этого момента биржа NYSE Euronext стала крупнейшей в мире по капитализации и ежедневному объему торгов. Сегодня, после череды слияний и поглощений, NYSE превратилась в большой холдинг Intercontinental Exchange, куда входят биржевые площадки в Канаде, Европе, Сингапуре (всего 11 бирж). Капитализация холдинга по состоянию на начало марта 2016 года превышала 28 млрд долл. (данные Yahoo.Finance.com), на площадках холдинга торгуется 12 тыс. контрактов и ценных бумаг. NASDAQ, в свою очередь, также вышла на европейский рынок и приобрела 30% акций Лондонской биржи (LSE), став ее крупнейшим акционером.

1.8. Кризис 2008 года и спасение рынка

Период с 2002 по 2007 год на фоне роста мировой экономики и развертывающегося суперцикла роста цен на сырье был относительно безоблачным для фондового рынка США, однако в 2007-м начался ипотечный кризис, который плавно перетек в глобальный мировой кризис 2008–2009 годов. Обвалы сопровождались серьезными изменениями рыночного ландшафта: под ударом оказались считавшиеся неуязвимыми инвестбанки, а государству в очередной раз пришлось активно вмешиваться в восстановление баланса в экономике и на финансовых рынках.

Главной предпосылкой для начала ипотечного кризиса в США стали стабильно растущие на протяжении начала 2000-х годов цены на недвижимость и активная секьюритизация ипотечных кредитов, которая не позволила объективно оценить риски. Всеобщая уверенность, что повышательный тренд на рынке недвижимости сохранится, привела к тому, что банки начали активно наращивать портфели рискованных ипотечных кредитов, так называемых *subprime mortgage*, которые выдавались людям с неподтвержденным доходом, плохой кредитной историей; иммигрантам, которые плохо говорили по-английски и жили на социальные пособия, и другим рискованным категориям заемщиков. Основопологающим фактором для банков было то, что залоговая стоимость недвижимости стабильно росла в цене, пусть даже финансовое положение заемщиков свидетельствовало об их некредитоспособности. Рост цен позволял банку в случае проблем у заемщика получить гарантированный доход при продаже.

Ипотечные кредиты в большинстве своем были секьюритизированы — то есть из их набора (пулов) формировались ипотечные ценные бумаги, которые потом продавались в первую очередь институциональным инвесторам. При этом рейтинговые агентства выдавали секьюритизированным пулам кредитов высокие рейтинги, но на самом деле *subprime*-ипотека была довольно рискованной.

Как и в случае предыдущих финансовых кризисов, виной всему оказалось агрессивное расширение кредитных портфелей американских инвестбанков и наличие огромного кредитного плеча

на рынке недвижимости США. С 1990 по 2007 год задолженность американских домохозяйств выросла с 90% ВВП до почти 130% ВВП, а объем ипотечных долгов на одно домохозяйство всего за шесть лет вырос с 91 тыс. долл. до 150 тыс.

В 2006 году все закончилось: рынок недвижимости достиг пика, продажи встали, а потом начали падать, и цены на жилье устремились вниз. Американцы, рассчитывающие перекредитоваться или продать недвижимость с прибылью, потеряли возможность обслуживать ипотеку, и на рынок начала поступать залоговая недвижимость, которая обрушила цены еще сильнее. Процесс секьюритизации кредитов встал, банки перестали получать деньги и приостановили выдачу кредитов subprime. Круг замкнулся, падение было не остановить.

Профессор экономики и директор Центра по анализу прав собственности и инноваций Техасского университета Стэн Лейбовиц проанализировал статистику по изъятию залогов у ипотечных должников и пришел к выводу, что большинство заемщиков прекращали платить не потому, что ставки выросли и платежи стали им не по силам, а именно из-за снижения цен на недвижимость, в результате которого они оказывались должны банку больше, чем их дом стоит в данный момент.

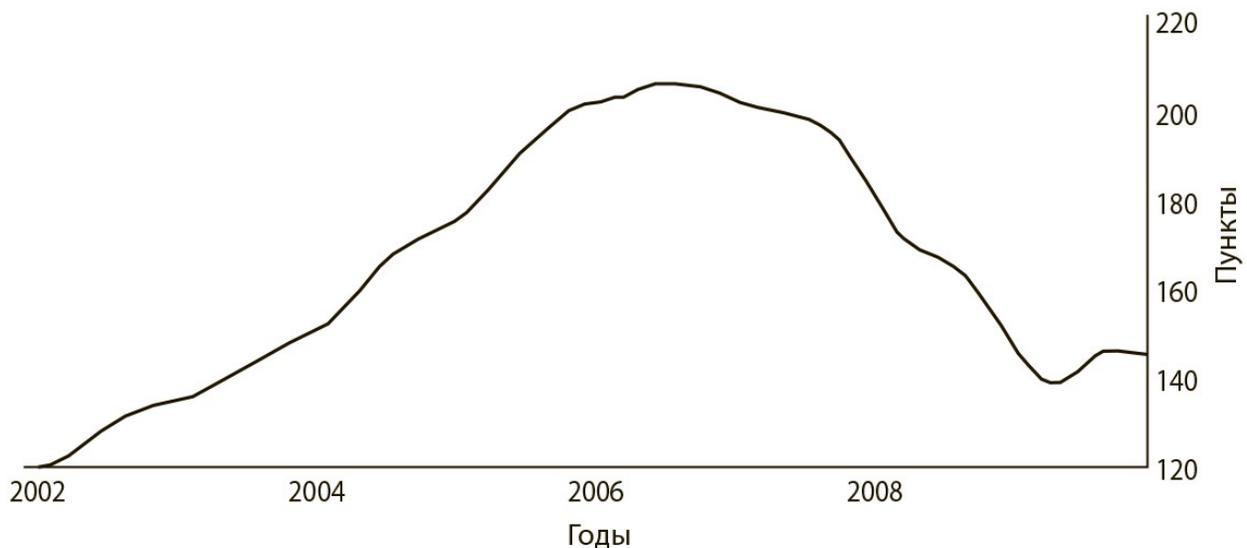


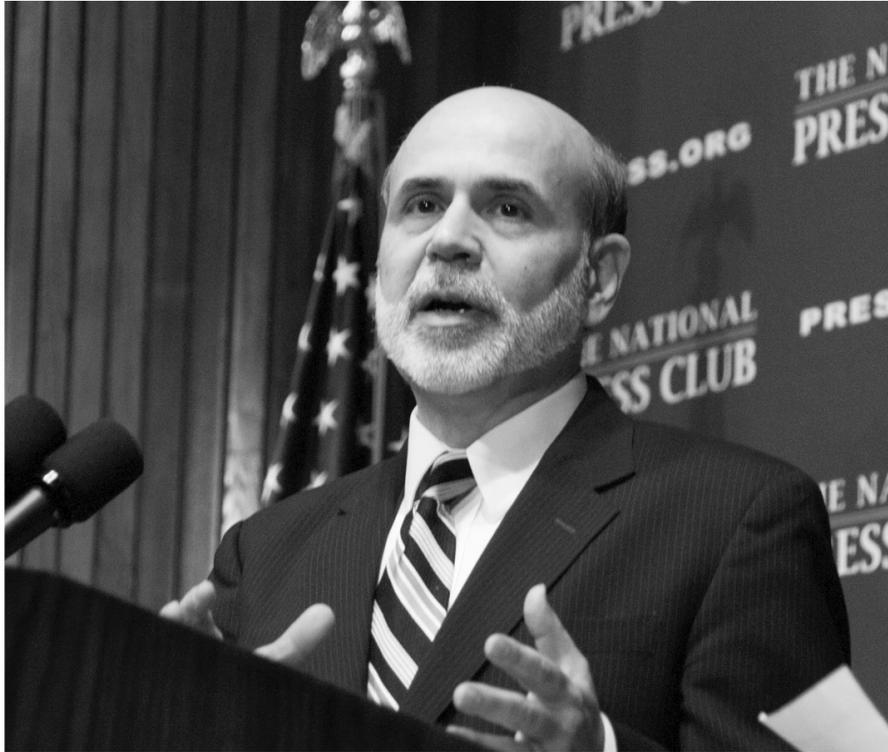
ГРАФИК ИНДЕКСА CASE – SHILLER С 2002 ПО 2009 ГОД

Летом 2007 года пятый по величине американский инвестиционный банк Bear Stearns, который был вторым среди андеррайтеров ипотечных облигаций в США, объявил, что два его хедж-фонда, инвестировавшие в CDO, High-Grade Structured Credit

Fund и High-Grade Structured Credit Enhanced Leveraged Fund, практически лишились всех активов.

Обесценение активов означало для Bear Stearns гибель. Так и вышло: инвестбанк начал терять доверие, никто не хотел предоставлять ему финансирование, распродаваемые им активы резко теряли в цене, и в итоге весной 2008 года Bear Stearns был за бесценок куплен J. P. Morgan на деньги, предоставленные ФРС.

В сентябре 2008 года обанкротился Lehman Brothers, четвертый по величине инвестбанк в США, также имевший в своих активах огромные портфели ипотечных бумаг. Некоторые эксперты считали, что банкротству Lehman поспособствовал Генри Полсон, занимавший пост министра финансов США, — выходец из Goldman Sachs, он якобы питал к Lehman застарелую вражду. Возможно также, что от банкротства Lehman никто не ожидал серьезных последствий, при этом спасение Bear Stearns постоянно припоминали тогдашнему главе ФРС Бену Бернанке как не оправдавшее себя и не успокоившее рынки. Банкротство Lehman Brothers оказало серьезное воздействие на рынки: индекс Dow Jones за один день потерял более 500 пунктов. 19 сентября министерство финансов США объявило о плане финансовой помощи банкам на 700 млрд долл., была спасена и национализирована крупнейшая страховая компания США — AIG. Впоследствии ФРС разработала многолетнюю программу количественного смягчения Quantitative easing (QE), которая действовала до октября 2014 года. Суть QE заключается в стимулировании роста экономики путем вливания денежных средств. В общих чертах оно выглядит так: центральный банк (в США — ФРС) приобретает у коммерческих банков финансовые активы, увеличивая таким образом денежную массу и побуждая банки к наращиванию кредитования. ФРС начала с приобретения ипотечных ценных бумаг, после чего программа была распространена на другие активы. На момент окончания третьего раунда QE на баланс ФРС было приобретено активов на 4,5 трлн долл.



БЕН БЕРНАНКЕ

Одновременно с программой QE ФРС были серьезно снижены процентные ставки: с декабря 2008 по декабрь 2015 года они находились в диапазоне 0–0,25%, и лишь в конце 2015 года ФРС подняла ставку до 0,25–0,5%. Это было сделано после того, как безработица снизилась до 5%, а в экономике появились явные признаки восстановления.

1.9. Новейшая история фондового рынка и его перспективы

После 2008 года фондовый рынок вступил в совершенно новый этап своего развития.

Этому прежде всего способствовали господство низких ставок и государственная программа денежного смягчения (увеличения ликвидности на финансовом рынке) — QE. Выкуп активов привел к рекордному понижению процентных ставок как по государственным облигациям, так и по корпоративным (высоконадежных заемщиков, таких, например, как Microsoft).

Увеличение денежной массы и низкая процентная ставка (низкая ставка дисконтирования при приведении ожидаемых денежных потоков к текущему моменту времени) обеспечили серьезный поток средств инвесторов в акции именно развитых рынков, и прежде всего американского. Достаточно сказать, что за семь лет с января 2009 (дна рынка, показанного в минувший кризис) до января 2016 года индекс широкого рынка S&P 500 вырос почти втрое и превысил максимумы, показанные в 2000 и 2007 годах.

Благодаря QE и другим действиям ФРС, демонстрировавшей готовность помочь рынку в любой ситуации и обеспечить кредитование и инвестиции, с 2008 года американский фондовый рынок рос плавно и без серьезных спадов (лишь с небольшими коррекциями); его волатильность серьезно снизилась. На американских индексах особенно не отразился даже масштабный европейский долговой кризис, пришедшийся на 2010–2011 годы. Случавшиеся коррекции были быстрыми и резкими — но так же резко происходило и восстановление. Этому способствовало отсутствие фундаментальных причин для кризиса: бизнес американских компаний развивается, доходы растут.

В ожидании укрепления ставок на американский фондовый рынок в 2014–2015 годах поступило особенно большое количество средств. Доллар серьезно укрепился ко всем мировым валютам, но кроме того, поскольку доходность по облигациям в США оставалась крайне низкой (вспомним, что ставки ФРС были около нуля), инвесторы искали возможности для вложений на фондовом рынке. С этим связан рост числа первичных размещений за 2014–2015

годы. В 2016-м также ожидается большое количество IPO: дело в том, что банки до сих пор не инвестировали около 2/3 средств, полученных от ФРС в ходе QE. Так что факторы, способствовавшие в последние годы росту фондового рынка США, продолжают действовать.

29 июня 2010 года акции компании Tesla Motors начали торговаться на бирже NASDAQ. В ходе IPO компания привлекла 226 млн долл. На тот момент автомобили Tesla продавались по 100 тыс. долл., но ожидается, что в 2017 году выйдет седан Model 3, который будет стоить всего 35 тыс., – Tesla серьезно работает над тем, чтобы стать массовым автомобилем. Выручка Tesla Motors растет на 1 млрд долл. ежегодно (2015 год компания закончила с выручкой более чем 4 млрд), правда, прибыли пока нет.

Только на NYSE в 2015 году провели IPO 59 компаний, им удалось привлечь в общей сложности 19 млрд долл., – среди них такие компании, как First Data Corporation, Ferrari, Univar, Fitbit, Pure Storage, TransUnion. Даже по этому перечислению видно: на биржевых площадках все чаще появляются компании совершенно нового типа, с бизнесом, основанным на новых технологиях. Сюда можно отнести и социальную сеть Facebook, и интернет-площадку Alibaba, и производителя электрокаров Tesla Motors. Это не просто новые компании, а крупные и быстро растущие рыночные игроки. Большой объем средств был привлечен на долевым (а также долговым) рынке компаниями, добывающими сланцевую нефть.

В 2014 году IPO на NYSE провел британский разработчик игр King Digital Entertainment (ему принадлежит популярная мобильная игра Candy Crush Saga). Компания привлекла 500 млн долл., будучи оцененной в целом в 7 млрд.

В 2015 году NYSE инвестировала в компанию – оператора биткойнов Coinbase. В официальном сообщении было сказано, что NYSE будет работать с Coinbase для увеличения прозрачности ценообразования биткойна, но, скорее всего, технологии блокчейна будут использоваться в биржевой торговле гораздо шире, чем мы сегодня себе представляем. Эта технология вполне может использоваться для подтверждения сделок и владения активами, удешевив клиринг и номинальное держание.

Индекс S&P 500 впервые с 20 мая 2015 года обновил абсолютный максимум, достигнув отметки 2138,65 пункта (предыдущий уровень – 2134,71). Лидером роста среди секторов за этот период стал сектор коммунальных услуг, который прибавил более 20%. Однако новые

высоты по индексу были достигнуты не за счет этих компаний, так как они занимают в индексе менее 4%. Максимум был переписан за счет роста акций компаний сектора технологий. Из компаний топ-10 индекса по капитализации шести компаний показали рост около или больше 20%: Amazon (+78%), Facebook (+47%), Alphabet (+31%), AT&T (+22%), Johnson & Johnson (+19%), General Electric (+18%). Четыре из шести – именно технологические компании, причем три лидера – это интернет-компании. Именно потому что этих трех компаний нет в составе индекса DJ-30, старейший американский индекс отстал от S&P 500 и своего абсолютного максимума еще не достиг. Росту рынка не смогло помешать снижение секторов энергетики, финансов и здравоохранения. В ближайшее время ожидается сохранение позитивного тренда во многом за счет роста компаний отстающих сейчас секторов. Финансисты успешно приспосабливаются к низким ставкам, рост биотехнологических компаний подтолкнет вверх сектор здравоохранения, а стабилизация цен на нефть поддержит энергетические компании. Начинаяющийся сезон квартальных отчетов также станет одним из драйверов роста.

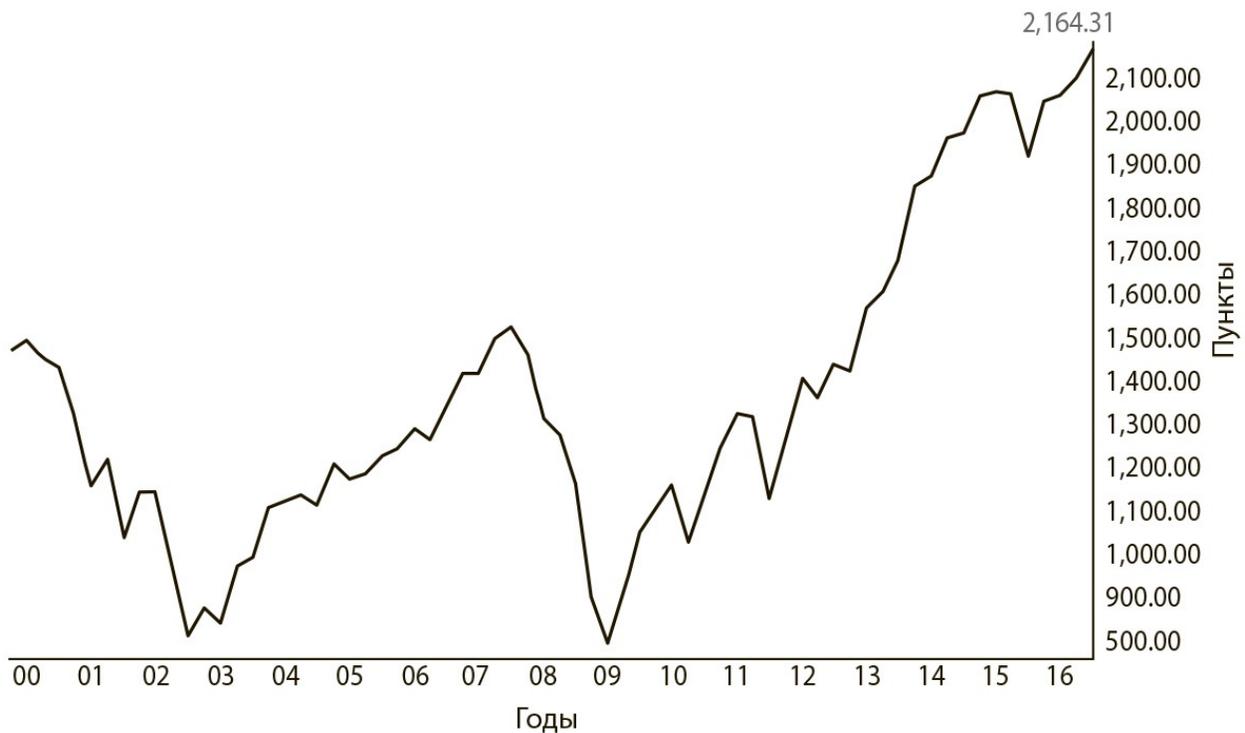


ГРАФИК S&P 500

1.10. Самые знаменитые и эксцентричные инвесторы США, создатели бизнеса и CEO

Мы представили «обезличенную» историю американского фондового рынка. Однако эту историю создавали миллионы инвесторов, поэтому необходимо сказать несколько слов о самых известных из них.

Американский фондовый рынок периода накопления капитала (XIX — начала XX века) неразрывно связан с именем **Джона Рокфеллера**, первого в мире долларового миллиардера. Рокфеллер начинал партнером в торговом доме «Кларк и Рочестер», торговавшем сеном, зерном и мясом. Вскоре Рокфеллер с партнерами построил нефтеперегонный завод, а потом основал компанию Standard Oil и стал скупать нефтедобывающие и нефтеперерабатывающие предприятия. В итоге Рокфеллер оказался владельцем 95% (!) нефтедобычи США.

Юный **Джесси Ливермор**, сбежав из дома, устроился в тотализатор на краткосрочные изменения котировок ценных бумаг — принимать ставки.

Изучая колебания цены, Ливермор пытался найти в них закономерности (его считают создателем теханализа). Считается, что операции Ливермора, ориентированные на понижение котировок, стали одной из главных причин биржевого кризиса 1907 года. В тот год Джесси заработал первый миллион долларов. В 1929 году он снова сыграл на понижение — и заработал 100 млн. Дальнейшая судьба Ливермора сложилась печально — скорее всего, не из-за того, что его стратегия отказала, а по причине тяжелой депрессии.



ДЖЕССИ ЛИВЕРМОР

Еще один знаменитый инвестор — глава фонда Magellan **Питер Линч**. Он, если можно так выразиться, был полной противоположностью Ливермору: его интересовал бизнес компаний, в которые он собирался вложить деньги. «Знайте, чем вы владеете, и будьте способны объяснить это двенадцатилетнему ребенку за минуту», — говорил Линч. За те годы, что Линч стоял во главе Magellan, активы фонда выросли с 20 млн долл. до 50 млрд.

Нельзя не упомянуть известного трейдера и инвестора **Джорджа Сороса**. Основанный им Quantum Endowment Fund за четыре десятилетия вырос с 12 млн долл. до 27 млрд. Известность — правда, со знаком минус — и миллиарды Соросу принесли операции на валютном рынке. Самая знаменитая такова: в 1992 году Сорос сделал огромную ставку на падение курса фунта стерлингов, после чего британское правительство девальвировало свою валюту на 20%.



ДЖОРДЖ СОРОС

«Оракул из Омахи» **Уоррен Баффетт** — поклонник фундаментального анализа и кумир всех последователей стратегии «купи и держи». С 1985 года среднегодовой прирост стоимости акций Berkshire Hathaway Уоррена Баффетта составил 15,7%, а у индекса S&P 500 только 10,3% (эта величина может рассматриваться как усредненная доходность, правда, без учета дивидендов и их реинвестирования).

Заметим, что стратегия Баффетта базируется на высоких требованиях к качеству корпоративного управления и менеджмента компаний, в которые «входит» Баффетт. А чтобы минимизировать риск неправильных решений менеджеров, он предпочитает наращивать контроль над компанией и назначать «свой» топ-менеджмент.

Собственные инвестиции Баффетт начал 60 лет назад. В 1956 году он создал товарищество Buffett Associates, куда вложил всего 100 долл., которые через шесть лет превратил в 100 тыс. В дальнейшем он организовал для своих активов управляющую компанию Berkshire Hathaway, именно она сейчас котируется на бирже. Ее текущая капитализация — 330 млрд долл., а цена одной акции превышает 120 тыс. Акции Berkshire Hathaway стоят так дорого, потому что не подвергались дроблению 41 год (большинство компаний стремятся облегчить жизнь инвесторам и проводят дробления, чтобы цена находилась в диапазоне от 10 до 100 долл.).

Баффетт знаменит тем, что никогда не покупает акций компаний, в бизнесе которых не разбирается (например, не

инвестирует в IT-компаниях), его конек — потребительский сектор, страхование и железные дороги. В числе компаний, на акции которых приходится наибольшая доля в активах Berkshire, Coca-Cola (сам Баффетт демонстративно ее пьет на всех презентациях), American Express, M&T Bank, Moody's, PetroChina, Procter & Gamble, Wal-Mart, Washington Post, Wells Fargo.



УОРРЕН БАФФЕТТ

Похожий подход и у **Джона Темплтона**, основателя Templeton Growth Fund. Темплтон предпочитает «искать по всему миру компании, которые предлагают низкие цены и превосходные долгосрочные перспективы». Он один из немногих, кто заработал на крахе доткомов (по оценкам, около 80 млн долл.). Известно изречение Темплтона «Бычьи рынки рождаются на пессимизме, растут на скептицизме, зреют на оптимизме и умирают на эйфории. Момент максимального пессимизма — лучшее время для покупки, а время максимального оптимизма — лучшее время для продажи». И еще одно: «На фондовом рынке единственный способ получить сделку — купить то, что большинство инвесторов продают».

Николас Берггрюн — миллиардер-бомж

Основатель инвестиционной компании вел обычную миллиардерскую жизнь, пока в 45 лет не осознал, что счастье не в деньгах. Распродав все движимое и недвижимое имущество, Николас Берггрюн сосредоточился на своем интеллектуальном и духовном развитии. Теперь он официально числится бездомным,

путешествует по всему миру, живет в отелях и редко появляется в офисе.

Пол Аллен ищет жизнь на Марсе

Соучредитель корпорации Microsoft с детства увлекался научной фантастикой и поэтому, заработав достаточно денег, вложил более 30 млн долл. в создание системы телескопов для обнаружения инопланетного разума. В Сан-Франциско установлены сверхчувствительные антенны, способные уловить сигналы мыслящих существ с других планет. Миллиардер уверен, что к 2025 году человечество получит доказательства жизни на Марсе.

Женщины на финансовом рынке. Мало – в управлении активами, но есть в управлении компаниями

Отдельная история – женщины на финансовом рынке. Крайне мало женщин – управляющих инвестиционными банками или брокерскими компаниями, еще меньше – успешных женщин, которые смогли нарастить (создать с нуля) капитал. Пожалуй, только в Германии есть примеры, когда под управлением женщин находятся многомиллиардные активы страховых компаний, но они наемные менеджеры. То есть не все так безнадежно, женщины – хорошие организаторы, умеющие работать с людьми (видимо, все же не с деньгами и финансовыми активами). Кроме того, растут новые стартапы, которые скоро станут публичными, и вот тогда мы и познакомимся с женщинами-миллиардерами, создавшими бизнес.

Сегодня есть очень яркие примеры, когда женщины-СЕО возглавляют компании (из 502 компаний индекса S&P 500 их 20, включая такие, как IBM и Hewlett-Packard (HP), PepsiCo, Yahoo! и Oracle, General Motors и крупнейшую в мире оружейную компанию Lockheed Martin). Заметим, что эта двадцатка заработала в 2015 году больше, чем их коллеги-мужчины из списка S&P 500 (средняя величина в год – 14,8 млн руб.). 7% СЕО самых дорогих американских стартапов (оценочной стоимостью больше 1 млрд долл., так называемых единорогов) – женщины. Это существенно больше, чем в среднем по рынку публичных компаний.

Среди крупнейших стартапов США и Европы преобладают мужчины-основатели

Среди вырвавшихся вперед стартапов есть и известные своими скандальными историями. Пресса очень нахваливала в 2013–2014 годах 33-летнюю Элизабет Холмс, которая создала и возглавляла компанию по исследованию крови Theranos (для сложнейших анализов требовалась лишь капля). Инвесторы в 2014 году оценивали компанию почти в 10 млрд долл., а журналисты в течение двух лет фантастического успеха по привлечению капитала (около 400 млн долл.) называли Элизабет не иначе, как «Стив Джобс в юбке» (за черные водолазки). 2016 год принес разочарование как инвесторам, так и медицинскому сообществу, так как в апреле началось уголовное расследование, а в июне калифорнийская лаборатория анализа крови была закрыта за махинации с анализами. Самой Холмс запрещено заниматься анализами крови в течение двух лет.

Аналитические агентства и журналисты любят формировать различные рейтинги (успешности и неуспешности, заработка и тому подобного). Отметим, что многие истории успеха компаний увязываются именно с динамикой капитализации, цены акции. Рост зарплаты обязательно проверяется приращением богатства акционеров (показателем TSR). Таков уж финансовый мир США.

Самым молодым CEO из руководителей 500 крупнейших компаний планеты стала Марисса Майер, 40-летний генеральный директор Yahoo! Ее вознаграждение в 2015 году составило 36 млн долл. Майер, выпускница Стэнфордского университета, имеет степени бакалавра и магистра. В 2013 году, в возрасте 38 лет, ее назначили главой Yahoo! с годовым контрактом в 1 млн долл. Это вызвало фурор среди миллионов работающих женщин и молодых мам по всему миру, так как в день назначения она объявила о своей беременности. Рождение ребенка не помешало карьере, гендиректор приступила к работе через две недели после родов (заметим, что это стандартная ситуация для США). Деятельность Майер вызывает неоднозначную реакцию у инвесторов и совета директоров компании. Но общественность с удовольствием обсуждает ее социальные проекты. Среди них — создание для Yahoo! репутации «работы мечты» через улучшение условий труда для сотрудников (например, бесплатные еда и смартфоны, а также браслеты, отслеживающие физическую активность).

Еще одна известная женщина-СЕО — бывшая израильтянка Сафра Кац, генеральный директор компании Oracle, получающая самую высокую зарплату в США. Агентство Bloomberg ежегодно составляет список 200 руководителей публичных компаний в Соединенных Штатах с самыми большими окладами. Так вот, размер заработной платы Кац в 2015 году занял первое место (56,9 млн долл.) среди женщин, чьи имена включены в индекс заработной платы. Пакет вознаграждения Кац включает прежде всего фондовые опционы, ежегодную премию и зарплату в размере 1 млн долл.

Вторая в списке женщин-руководителей с самой высокой зарплатой в США за 2015 год — Рут Порат, заместитель генерального директора холдинга Alphabet, в состав которого входит Google. Ее годовая заработная плата — 41,1 млн долл., включая премию в 5 млн, которую она получила за согласие оставить работу в банке Morgan Stanley и перейти в Google. В 2014 году Порат также получила премию в 35,2 млн долл., которая была выдана в виде акций компании.

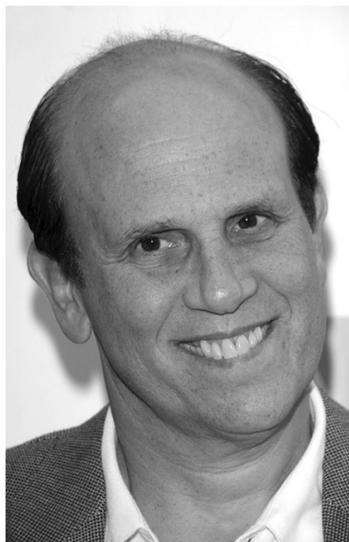
Мэри Барра стала первой женщиной, возглавившей General Motors (GM), — крупного американского производителя автомобилей. Она является исполнительным директором компании. Барра в 2015 году заняла третье место в списке с заработной платой 36,3 млн долл.

В 2014 году первое место занимала Анжела Арендтс, бывший генеральный директор Дома моды Burberry, благодаря годовой зарплате в 81,6 млн долл.

Bloomberg составляет и антирейтинги, но уже не по заработной плате, а по динамике цен акций после вступления в должность СЕО («самые неуспешные генеральные директора»). Яркие примеры отрицательного рейтинга — Мег Уитмен из HP, Тим Кук из Apple (рейтинг 12) и Вирджиния Рометти из IBM (рейтинг 10). Акции их компаний показали худшие результаты относительно широкого рынка с момента начала полномочий. Например, акции компании HP отстали на 30 процентных пунктов от бенчмарка с тех пор, как Уитмен вступила в должность.

Конечно же, история хранит и имена самых неудачливых инвесторов, своего рода антигероев. Кстати, почему-то героями

книг и фильмов становятся именно они, а не счастливики, зарабатывающие миллиарды. Один из самых известных — основатель рынка мусорных облигаций **Майкл Милкен**. В 1970–1980-х Милкен придумал и с размахом воплотил схему, позволявшую поглощать компании за счет капитала, привлеченного от выпуска «плохих» бондов. В схеме предусматривалось манипулирование рынком, за что Милкен в конце концов угодил в тюрьму. Однако даже уйдя из мира слияний и поглощений и переквалифицировавшись в консультанты, Милкен остался состоятельным человеком: его капитал около 2 млрд долл.



МАЙКЛ МИЛКЕН

Еще один известнейший неудачник — **Ник Лисон**. Будучи трейдером Barings в Сингапуре, Лисон на опционах за два года потерял астрономическую сумму в 1,4 млрд долл., причем долгое время ему удавалось скрывать убытки от всех, включая руководство банка. Результаты работы Лисона стали причиной прекращения существования Barings, сам он получил тюремный срок, а сейчас, отбыв наказание, ведет семинары по риск-менеджменту.



НИК ЛИСОН

Резюме

- Биржи возникли как организованные места для торговли по единым правилам широким ассортиментом товаров и ценных бумаг. Вместе с биржами появились и трейдеры — биржевые участники, которые покупают и продают, чтобы заработать на движении цены в собственных интересах или интересах клиента.
- Первые биржи возникли в XVI веке в Европе. Первые биржи в США открылись в конце XVIII века.
- Американский фондовый рынок теснейшим образом связан с американской и мировой экономикой.
- К середине XIX века американский фондовый рынок достаточно созрел для того, чтобы циклически развиваться — переживать взлеты и падения.
- Позже появилась теория экономических циклов, которая объяснила, что это нормально, коррекция всегда сменяется ростом. Если рассматривать большие временные интервалы, то фондовые рынки США исторически всегда растут.
- Великая депрессия надолго отпугнула американских частных инвесторов от биржи. Но появление жесткого регулирования фондового рынка и декларирование ответственного подхода к инвестициям в конце концов вернуло инвесторов на биржевые площадки.

- Внебиржевой рынок возник на новом этапе развития фондового рынка США. Он привел к появлению NASDAQ и ее жесткой конкуренции с NYSE. Однако в 1990-х годах с возникновением интернет-трейдинга и систем ECN главенство традиционных бирж пошатнулось.
- Трейдинг стал общедоступным и поистине глобальным, большинство приказов на покупку и продажу акций совершается при помощи интернета.

Глава 2

Как устроен финансовый рынок

2.1. Главные участники финансового рынка и их цели

Как уже стало ясно из главы об истории американского фондового рынка, на нем одновременно присутствуют разные группы участников, которые прямо или косвенно оказывают влияние на его работу.

Самая значительная по количеству участников группа — это, конечно, частные инвесторы.

С 1980-х годов на рынке США преобладают институциональные инвесторы, именно они аккумулируют большую часть владения акциями и облигациями (страховые и пенсионные компании, фонды взаимного инвестирования).

Частные инвесторы могут действовать на рынке как напрямую, так и через различные механизмы коллективных инвестиций: взаимные (паевые) и пенсионные фонды. Цели таких инвесторов просты — сохранить и приумножить свои капиталы. Казалось бы, эти цели можно реализовать и через другие формы инвестирования, к примеру, через банковские депозиты. Тем более что банки, в свою очередь, часть средств размещают на рынке ценных бумаг. Однако обычно ставка по банковскому депозиту находится немного ниже инфляции, и таким образом деньги, положенные на депозит, тоже обесцениваются. Лишь вложение средств в акции на длительный период может действительно защитить средства от инфляции, а также обогнать ее. Нет смысла скрывать, что, инвестируя на фондовом рынке, граждане также реализуют и такие неявные желания, как страсть к азартным операциям, жажда адреналина, любопытство и так далее.

Реализуя собственные цели, частные инвесторы вместе с тем вносят существенный вклад в развитие фондового рынка. Большое число мелких инвесторов обеспечивает фондовому рынку глубину, повышает его ликвидность, а также придает устойчивость. Опыт

американского фондового рынка ясно показывает, что при достаточной защите частных инвесторов их вложения становятся настолько велики, что даже в моменты сильных потрясений на рынке всегда остаются те, кто не продает бумаги и готов покупать, — а это самое важное условие для того, чтобы падение прекратилось.

Рынки с недостаточным количеством инвесторов, напротив, неустойчивы, и малейшие проблемы приводят к обвалам, от которых они потом долго восстанавливаются. Печальным примером тут служит, к сожалению, российский рынок акций: сложности 2013–2014 годов привели к тому, что он уже несколько лет остается крайне недооцененным, но вкладывать в него никто не спешит.



ОСНОВНЫЕ ИНДЕКСЫ СЕВЕРНОЙ АМЕРИКИ НА 11 ИЮЛЯ 2016 ГОДА

Часто частные инвесторы и паевые фонды используют пассивную стратегию инвестирования, ориентируясь на фондовые индексы (о самом старом и известном индексе Dow Jones речь шла в главе 1). Эта стратегия предполагает либо копирование фондового

индекса, то есть наполнение портфеля теми же активами и в той же пропорции, что и индекс, либо покупку собственно индекса (через ETF). Различные рейтинговые агентства и инвестиционные банки предлагают свои индексы (часть из них представлена в таблице выше).

На разных сайтах инвесторы могут ежедневно в режиме онлайн видеть ситуацию на рынках и биржах, ориентируясь на фондовые индексы или их группы (например, индексы группы Russell включают и 1000 акций, и 2000, как показано в таблице, и 3000; это все разные индексы с разным числом акций в отслеживаемом наборе).



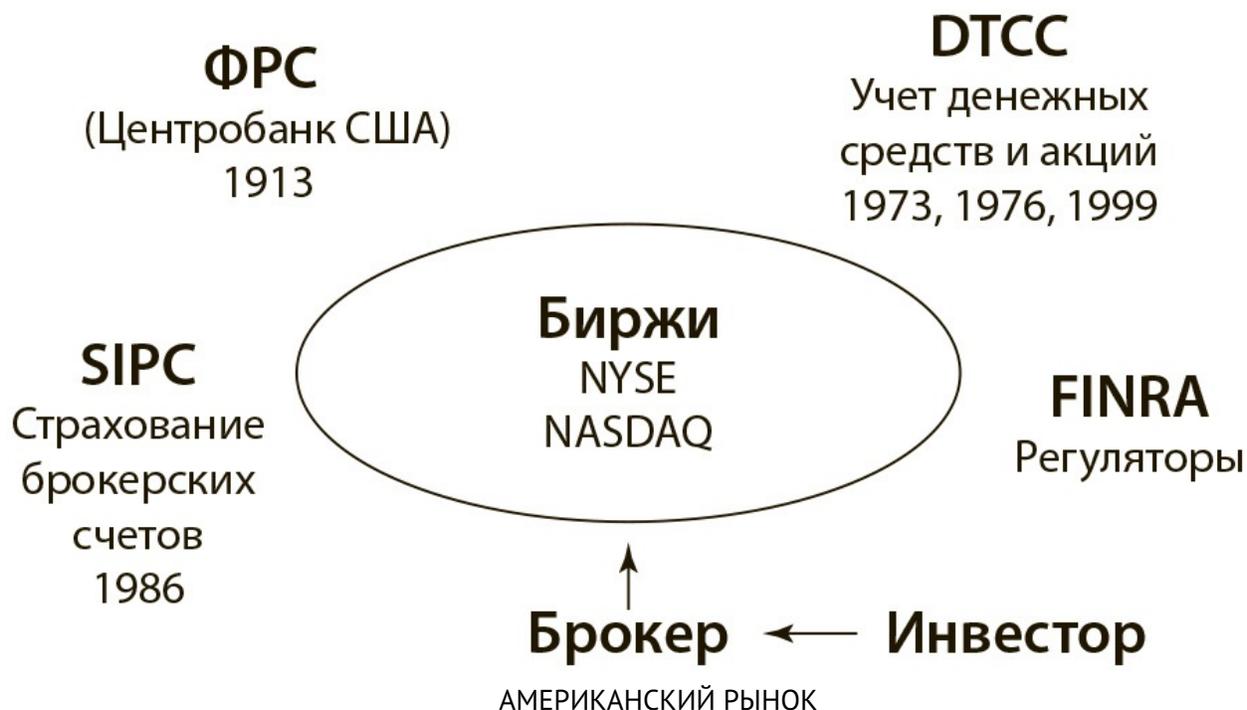


СХЕМА ОСНОВНЫХ УЧАСТНИКОВ ФИНАНСОВОГО РЫНКА

Следующая группа участников — это, конечно, портфельные и крупные инвесторы. Ими являются, во-первых, взаимные (паевые) и другие инвестиционные фонды. Самые известные и крупные компании, управляющие такими фондами в США, — это Fidelity Investments, BlackRock и другие. Их взаимные фонды достигают огромной величины: так, активы одного лишь Fidelity Magellan Fund из семейства взаимных фондов Fidelity превышают 16 млрд долл. А общие активы под управлением достигают нескольких триллионов (!) долларов — достаточно сказать, что это больше всего ВВП Российской Федерации. В эту же группу имеет смысл отнести таких портфельных инвесторов, как известная компания Уоррена Баффетта Berkshire Hathaway.

Индустрия взаимных фондов (mutual fund) началась именно в США, когда в 1893 году открылся первый закрытый инвестиционный фонд — The Boston Personal Investment Trust. Второй шаг — создание фонда Alexander Fund в Филадельфии — был сделан в 1907 году. Первый фонд коллективных инвестиций в современном его понимании открылся в 1924 году и работает до сих пор, это Massachusetts Investor Trust, активы под управлением

которого превышают 6 млрд долл. Что интересно — даже тучные 1920-е не породили большого интереса к этому типу инвестирования. Великая депрессия совсем охладила такой интерес. В 1951-м активы взаимных фондов в США составляли всего 57 млн долл., но уже к 1963 году выросли в 17 раз, достигнув отметки 1 млрд долл. На III квартал 2015 года оценка активов под управлением фондов США составляет 15,6 трлн долл. (48% всех активов взаимных фондов мира, которые оцениваются более чем в 32 трлн долл.).

Цели портфельных инвесторов просты — это также извлечение прибыли из операций с ценными бумагами и увеличение своих активов, а значит, капиталов своих пайщиков. Благодаря своим гигантским размерам фонды имеют огромное влияние на рынок акций США и на судьбу его эмитентов, в том числе крупнейших. Достаточно сказать, что обычно такие фонды являются крупнейшими акционерами американских компаний с долями в 5–7%. К примеру, самые крупные акционеры Google — это Fidelity Investments (7% акций) и BlackRock (5,7% акций). А Berkshire Hathaway, например, вообще предпочитает участвовать в управлении компаниями, акциями которых владеет. Таким образом, портфельные инвесторы и фонды — это очень серьезная и влиятельная сила на американском фондовом рынке.

Кроме того, к этой группе следует отнести пенсионные фонды и страховые компании. Их цель — прежде всего сохранять вложенные средства, поэтому в основном их активы инвестированы в облигации, но рынку акций и производных инструментов также достается немалый объем средств будущих пенсионеров и страховых резервов.

Глобальные хедж-фонды относятся к другому типу инвесторов. Они редко ориентируются на долгосрочные вложения или покупку крупных пакетов. Способ работы хедж-фондов обычно сводится к агрессивной торговле теми инструментами, которые достаточно волатильны: индексами, товарами, деривативами. Очень часто хедж-фонды используют короткие продажи, торговлю на заемные средства и различные торговые роботизированные стратегии. Хедж-фонды пытаются обеспечить своим инвесторам доходность, превышающую среднюю доходность от инвестирования в акции, то

есть обогнать рынок, причем намного, а для фондового рынка они являются важными поставщиками ликвидности. Объем активов крупнейшего в мире хедж-фонда Bridgewater — около 160 млрд долл.

Суммарно активы под управлением хедж-фондов составляют почти 2 трлн долл.

Управляют инвестиционными и хедж-фондами зачастую очень яркие и харизматичные личности. Один из них — профессор MIT's Sloan School of Management Эндрю Ло. Он не только пишет интересные научные работы по теме поведенческих финансов, но и с 2008 года успешно управляет семимиллиардным взаимным фондом Natixis ASG Global Alternatives [GAFAQ]. Это фонд активного управления, который работает на 70 рынках. Стратегия строится на открытии коротких и длинных позиций в зависимости от понимания уровня переоцененности или недооценки того или иного рынка. Но высокая общая неопределенность на рынках не позволяет хедж-фондам существенно переигрывать индексы. Не случайно многие эксперты отмечают трудные для них времена — отток денег и слабые финансовые результаты.

Хедж-фонды часто именуют хищниками и стервятниками фондового рынка за их попытки нажиться на крахах и обвалах. Так, одна из стратегий американских хедж-фондов — скупать облигации латиноамериканских стран, допустивших дефолт, за бесценок, а потом через суд заставлять эти страны расплачиваться по долгам (используя и политическое влияние, которое у США в Латинской Америке довольно значительно). В частности, такие действия хедж-фонды США предпринимали в отношении Аргентины и Перу.

Есть и оригинальные идеи зарабатывать на «черных лебедях» — редко встречающихся событиях. Такую идею пытался реализовать Нассим Талеб (американский трейдер), но он вынужден был в августе 2001 года закрыть фонд из-за претензий участников — за несколько недель до 11 сентября 2001 года (атаки на башни-близнецы и другие здания в США). После этого Талеб написал знаменитую книгу «Черный лебедь»³, материалы которой активно использует в своих выступлениях в разных странах, доказывая важность учета «толстых» хвостов распределения вероятностей событий в мире и, в частности, на фондовом рынке.

Следующая группа участников — профессиональные посредники. Отнесем к ним брокеров и инвестиционные компании. Брокеры зарабатывают на комиссионных за сделки и, соответственно, заинтересованы в том, чтобы сделок их клиенты совершали как можно больше, а также чтобы большое число сделок совершалось с использованием заемных средств — за их

использование брокер берет проценты. Современные брокеры активно продвигают интрадей-трейдинг и алгоритмический трейдинг, предполагающие совершение тысяч и сотен тысяч сделок в день. Подробнее о брокерах мы поговорим в [разделе 2.2](#), а пока отметим лишь, что посредники нужны не только частным инвесторам, но и компаниям. Эту роль берут на себя инвестиционные банки и компании, которые организуют размещения на биржах ценных бумаг. Разумеется, сами брокеры и инвестбанки также торгуют на рынке, оперируя собственными средствами.

Важнейшая группа участников фондового рынка — сами биржи, а также ECN. Их интерес, как и у посредников, — в комиссионных вознаграждениях, которые взимаются при совершении сделок с инвесторов, а также с брокеров и других профессиональных участников, имеющих членство на бирже. При этом между биржами и ECN постоянно идет борьба за клиентов, и сегодня установилось некое хрупкое равновесие: те, кто торгует на биржах США, видят в своих торговых платформах котировки и заявки, попавшие туда через ECN, и заявки, попавшие с бирж, — это возможно благодаря единой ленте котировок National Market System.



ГРАФИК ИНДЕКСА S&P И БАЛАНСА ФРС

При этом биржи продолжают поддерживать организационную структуру фондового рынка за счет листинга, но отсутствие листинга уже не является препятствием для торговли бумагами.

Наконец, существенную роль на финансовом рынке играет государство, хотя непосредственно оно на нем присутствует разве что в роли эмитента казначейских облигаций. Зато через ФРС государство активно влияет на объем ликвидности в экономике и на фондовом рынке. Значительная часть эмиссий последних лет, обозначенных как QE (quantitative easing, «количественное смягчение»), поступает именно на рынок акций — достаточно посмотреть на индекс S&P 500, который за три года вырос с 1400 до более чем 2000 пунктов, в то время как ФРС влила в экономику США почти 2 трлн долл.

Государство преследует собственные цели. Они шире, чем стимулирование фондового рынка, но тоже отражаются на динамике индексов. Главная из них — рост экономики и

поддержание основных экономических агентов. Государство берет на себя задачу по оздоровлению секторов и отдельных компаний — достаточно вспомнить, как оно спасло автомобильный концерн General Motors в 2009 году: обанкротив его, влив в него средства по программе помощи, а потом снова выведя на IPO.



СКУЛЬПТУРА АТАКУЮЩЕГО БЫКА В НЬЮ-ЙОРКЕ

Наконец, важнейшая задача государства — поддерживать правила игры на финансовом рынке, не позволяя отдельным его участникам наживаться с помощью мошеннических схем на других инвесторах. Этому посвящена работа Комиссии по ценным бумагам (SEC), а в ряде случаев и остального госаппарата вплоть до прокуратуры и судов. В России роль регулятора на фондовом рынке выполняет Центральный банк (ЦБ). Это так называемая односторонняя модель с мегарегулятором. До сентября 2013 года в России существовала модель «двух вершин» (twin peaks), когда ЦБ регулировал банковский сектор финансового рынка, а ФСФР (ранее — ФКЦБ) — фондовый рынок.

2.2. Для чего нужны брокеры

Брокер является посредником между инвестором и биржей. Сразу нужно отметить, что это посредничество необходимо: брокеры выполняют целый ряд важных функций и по сути представляют интересы десятков тысяч своих клиентов на бирже. Инвестор не может купить акции или облигации непосредственно у эмитента или у биржи.

Ценность бирж — защита интересов инвесторов. Например, публичное размещение акций (IPO) Facebook в мае 2014 года проходило не очень гладко. Во-первых, сам эмитент несколько раз менял диапазон цены размещения (повышал), а во-вторых, на бирже в первый день торгов имели место технические сбои, цена акции от начала торгов (38 долл. за акцию) к концу упала на 30% (хотя традиционно первый день торгов демонстрирует взрывной рост цены). В результате (так как часть инвесторов заявила о понесенных потерях) NASDAQ OMX Group вынуждена была выплатить суммарную компенсацию инвесторам в размере 40 млн долл.

Организатор торгов (биржа) благодаря брокерам избавляется от необходимости учитывать позиции по ценным бумагам и денежным средствам миллионов клиентов, предоставлять клиентам займы ценные бумаги для открытия коротких позиций, а также денежные средства для торговли с плечом. Именно брокер осуществляет мониторинг и контроль рисков по позициям клиентов, а также проводит необходимые в сегодняшнем мире процедуры проверки клиентов на соответствие законодательству по противодействию терроризму и отмыванию нелегальных доходов. Если всем этим будет заниматься сама биржа, то она превратится в брокера, что неминуемо приведет к конфликту интересов и целому ряду других сложностей.

Таким образом, брокер — необходимое звено финансового рынка. Практически во всех странах, где есть современным образом организованный фондовый рынок, законодательно установлено, что денежные средства клиентов, переданные ими брокеру для совершения сделок с ценными бумагами, должны находиться на специальном брокерском счете. Более того, закон устанавливает,

что совершать операции напрямую на бирже могут лишь профессиональные участники рынка ценных бумаг — брокеры, а также дилеры и управляющие компании. Все остальные инвесторы должны работать через таких профучастников. Это сделано ради удобства и безопасности всех участников торговли, включая частных инвесторов: число профессиональных участников рынка ограничено, и их финансовое состояние легче отслеживать, чем платежеспособность миллионов мелких инвесторов. Также это обеспечивает устойчивость самой системы фондового рынка: биржи (а также регулирующие органы, такие как SEC) следят за тем, чтобы профучастники вовремя и в полном объеме исполняли свои обязательства и имели достаточно средств, а брокеры, в свою очередь, следят за надлежащим исполнением сделок и платежеспособностью своих клиентов.

Помимо всего прочего в ряде стран в зависимости от особенностей законодательства брокер также может исполнять функции налогового агента, то есть удерживать налоги, которые инвестор должен уплатить с прибыли от своих операций. В России это так. Эту функцию не стоит недооценивать: не будь брокер налоговым агентом, гражданам, активно торгующим на фондовом рынке, приходилось бы ежегодно заполнять и подавать налоговую декларацию. Это также необходимо делать тем российским инвесторам, которые торгуют на фондовом рынке через иностранных брокеров, так как они функцию налогового агента для российских граждан по понятным причинам выполнять не могут.

В США состояние брокеров и их клиентов стремится контролировать SEC. Сейчас она участила запросы по операциям на фондовом рынке, совершаемым клиентами брокеров. SEC может поинтересоваться, кто совершил конкретную операцию, в каком объеме, с какого счета и так далее. Это называется blue sheet, потому что раньше такой запрос печатался на синей бумаге и передавался брокерам.

Требования к брокерам постоянно совершенствуются. Так, с появлением ECN, когда брокер смог «сводить» сделки своих клиентов, даже не выводя их на биржу, встал вопрос о соблюдении интересов клиентов. По какой цене брокер проведет сделку? Откуда клиенту знать, что для него это выгодно? Поэтому в США появились единая лента котировок (см. [раздел 2.1](#)) и правило, согласно

которому брокер должен не просто совершать сделки там, где ему хочется, а исполнять заявку клиента на наилучших условиях.

2.3. Депозитарий и клиринговая организация: что это и как это работает

Если средства, которые вы инвестируете на фондовом рынке, хранятся на брокерском счете, то акции, приобретаемые клиентом брокера, хранятся на счете депо — счете в депозитарии. Такой счет предназначен для учета ценных бумаг и перехода прав на них. В настоящее время акции повсеместно имеют бездокументарную форму — это означает, что акция теперь представляет собой не бумагу со степенями защиты, а просто запись в электронных реестрах учета депозитарной организации.

Права на акции, которые были не куплены на бирже, а получены иным путем — например, в ходе приватизации, — учитываются держателем реестра владельцев ценных бумаг, то есть регистратором.

В России депозитарии существуют у большинства брокеров. Кроме того, есть Национальный расчетный депозитарий (НРД), входящий в группу Московской биржи, который не только предоставляет традиционные депозитарные услуги, но и исполняет функции центрального депозитария и системы расчетов по ценным бумагам. НРД тесно связан с банком «Национальный клиринговый центр» (НКЦ), также входящим в группу Московской биржи. НКЦ выполняет на всех ее рынках функции центрального контрагента. Напомним, что цель клиринга — установить и подтвердить параметры всех заключенных сделок и подвести итоги торгов за день.

В упрощенном виде механизм проведения сделки на фондовом рынке выглядит так: клиенты отдают приказы брокерам, брокеры выставляют котировки на торговой площадке и заключают сделку. После окончания торгового дня биржи передают детализированный отчет обо всех заключенных сделках в клиринговую корпорацию, где проводятся поиск встречных отчетов и их сверка. Клиринговая организация высылает информацию о результатах брокерским компаниям. Брокеры высылают в депозитарии подтверждения о том, что сделка заключена, сверена и должна быть рассчитана в определенный день T+N (в США — в день T+3, то есть через три дня после самой сделки, в России — в день T+2), такие же

подтверждения получают и клиенты. Только к дню T+N продавец должен иметь на своем счете депо в НРД ценные бумаги, а покупатель — достаточное количество денежных средств. Клиринговая организация (в случае России НКЦ) проводит неттинг (то есть сводит все обязательства по покупке и продаже брокеров) и определяет их чистые обязательства по поставке (получению) ценных бумаг и денег перед НКЦ. Только после этого наступают расчеты: депозитарий переводит ценные бумаги со счета продавца на счет покупателя, одновременно происходят денежные расчеты на спецброкерских счетах в НРД.

Именно такая сложная система клиринга и депозитарного хранения дает возможность инвесторам торговать анонимно — так, что участники торгов не знают, кто направил на биржу ту или иную заявку. Кроме того, клиринг позволяет сделкам заключаться автоматически, как только на торговой площадке оказываются две встречных заявки, совпадающих по цене. Объем имеет второстепенное значение: если заявка слишком крупная, то она будет исполнена в несколько приемов, по мере появления встречных заявок.

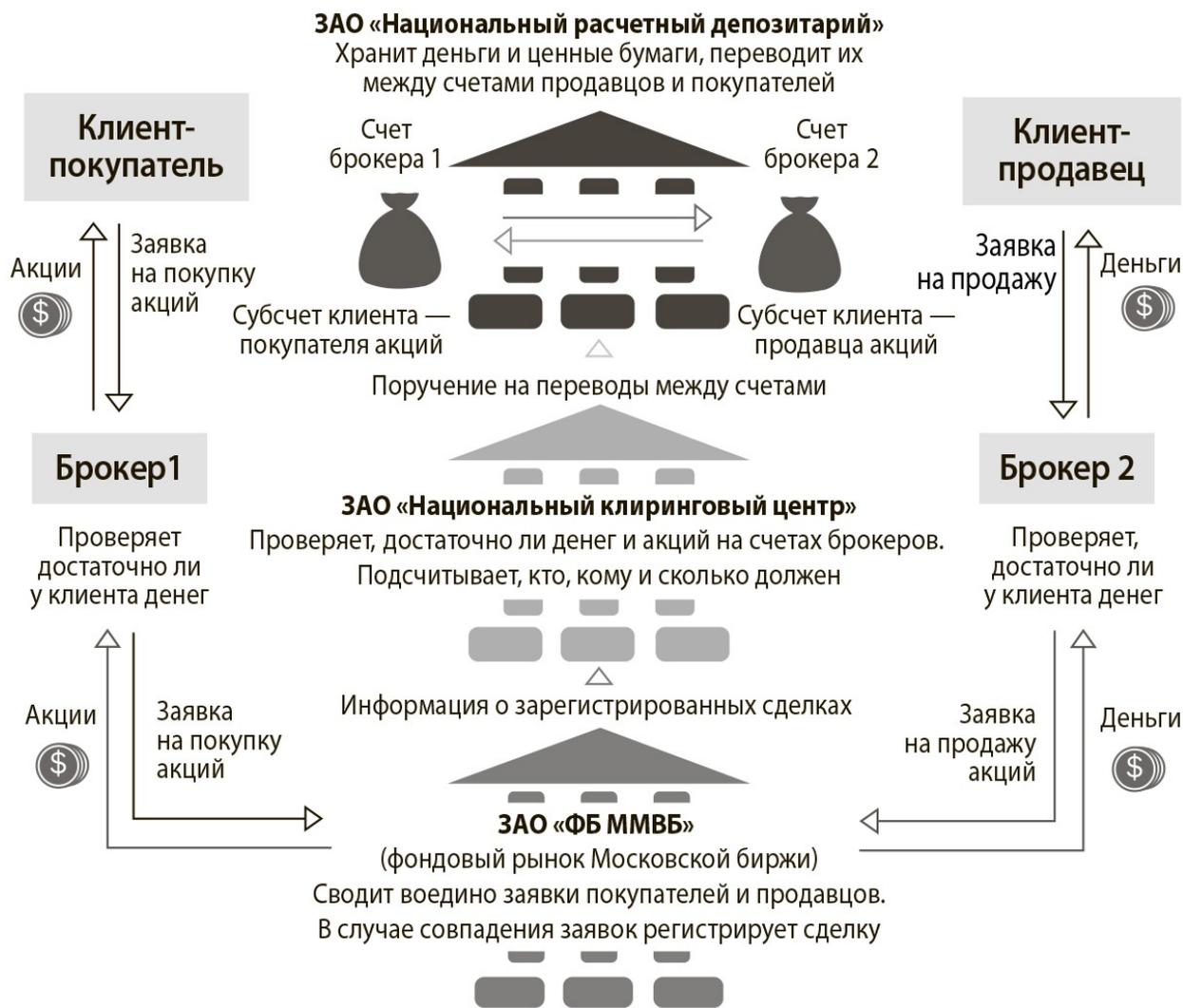


СХЕМА СДЕЛКИ КУПЛИ-ПРОДАЖИ АКТИВА С УЧАСТИЕМ ДЕПОЗИТАРИЯ И КЛИРИНГОВОЙ ОРГАНИЗАЦИИ

Все чаще национальные депозитарии также играют важную роль в корпоративных действиях эмитентов, то есть в организации последними собраний акционеров, выкупов акций и так далее. Национальный депозитарий может становиться центром корпоративной информации и предоставлять специальные сервисы эмитентам, которые желают идти в ногу со временем, например проводить собрания акционеров онлайн. К примеру, с 2012 года на турецком фондовом рынке на собраниях акционеров публичных компаний голосование должно проводиться в электронном виде — таков закон. Аналогичные изменения в 2016 году вводятся на российском фондовом рынке.

На фондовом рынке США роль центрального контрагента и клирингового оператора долгое время исполняла Национальная клиринговая корпорация по ценным бумагам (National Securities Clearing Corporation, NSCC). NSCC возникла в 1977 году как продукт слияния Национальной клиринговой корпорации, принадлежавшей Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам (National Association of Securities Dealers), и занимавшихся клиринговыми операциями подразделений NYSE и American Stock Exchange (AMEX). В 1999 году NSCC объединилась с американским центральным депозитарием (Depository Trust Company, DTC). DTC был основан в 1973 году как центральный депозитарий для американского фондового рынка.

В 1968 на NYSE начался кризис оформления документов – paperwork crunch. Объем сделок достиг 15 млн штук акций в день, сотрудники биржи и брокеры перестали справляться с бумажным документооборотом по всем этим сделкам. Документы терялись, неделями оставались необработанными. NYSE приходилось сокращать часы работы, чтобы сделки не погребли под собой всю рыночную инфраструктуру. Стало ясно, что нужно автоматизировать процесс. NYSE организовала Central Certificate Service (CCS), где стали использовать перфокарты.

Новая компания, образованная в результате объединения, Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC), обеспечивает комплексное посттрейдинговое обслуживание, на ее обслуживании находится 3,5 млн выпусков ценных бумаг на сумму свыше 40 трлн долл., ежегодно через нее обрабатываются биржевые и внебиржевые операции на 1,7 квадрилн (!) долл.

На международном финансовом рынке также существуют такие структуры, как глобальные кастодианы. В отличие от депозитариев, через брокеров оказывающих большому числу мелких частных инвесторов стандартные услуги, кастодианы работают с крупными институциональными инвесторами и управляющими компаниями, которым оказывают персонифицированные услуги. Кастодианы являются держателями активов их клиентов на рынках разных стран, причем на зарубежных рынках они работают через местных брокеров и местные депозитарии.

2.4. Чем занимаются инвестиционные банки

Инвестбанки и хедж-фонды — пожалуй, самые демонизированные участники фондового рынка. Именно их обычно обвиняют в резких колебаниях котировок отдельных активов и всего рынка, они становятся «героями» материалов в прессе, книг и даже фильмов. Чего стоят хотя бы фильм 1993 года «Варвары у ворот» (по роману 1980-х о развернувшейся на Уолл-стрит в октябре-ноябре 1988 года борьбе за контроль над компанией RJR Nabisco) или фильм 1987 года «Уолл-стрит», нашумевший роман Майкла Льюиса «Покер лжецов»⁴ о работе инвестбанка Salomon Brothers или «Бал хищников»⁵ Конни Брук о взлете и крахе Майкла Милкена с его мусорными облигациями.



ОДИН ИЗ САМЫХ ИЗВЕСТНЫХ ФИЛЬМОВ ПРО ФОНДОВЫЙ РЫНОК

Философское объяснение состоит в том, что именно инвестбанки представляют собой воплощение чистой алчности. Их цели сводятся к получению выгоды и только к нему, поэтому именно эти участники фондового рынка изобретают все новые и новые финансовые инструменты и схемы в попытке повысить доходность своих операций. «С 1993 по 1995 год я занимался продажей производных финансовых продуктов на Уолл-стрит. За это время 70 (или около того) человек, с которыми я работал в группе производных нью-йоркского банка Morgan Stanley, получили

в совокупности почти миллиард долларов — в среднем по 15 миллионов на каждого. <...> Morgan Stanley решил радикально поменять политику и переориентироваться с консервативной добропорядочности на прибыльность. Когда я пришел туда в 1994 году, банк уже сменил прежний образ действий на ловкие финансовые операции и делал кучу денег. <...> Мои способные боссы вскоре превратились в дикарей с миллионами, то есть в нечто среднее между подонками и стервятниками», — вот как описывал деятельность инвестбанков в книге «FIASCO. Исповедь трейдера с Уолл-стрит»⁶ бывший трейдер Фрэнк Партной.

Американские Citigroup, JPMorgan Chase, Bank of America и британские Barclays и Royal Bank of Scotland весной 2015 года были оштрафованы за манипуляции на валютном рынке в общей сложности на 5,6 млрд долл. Банки сознались, что с 2007 по 2013 год, будучи в сговоре, манипулировали валютной парой евро/доллар с целью получения прибыли. Прокуратура США сочла, что таким образом банки обманывали не только участников рынка, но и потребителей. При этом на шестерку банков-сообщников приходилось 25% валютного рынка по паре евро/доллар, а ежедневные манипулятивные операции достигали объема 5 трлн долл.

Инвестбанки возникли во второй половине XIX века — тогда банковский бизнес объединял в себе все возможные виды финансовых операций, в том числе и те, что позже стали относиться к традиционному инвестиционному банкингу. Сегодня инвестбанки помимо структурирования новых финансовых продуктов и их продажи институциональным инвесторам (банкам, взаимным, пенсионным и другим фондам) берут на себя важную функцию: они размещают на фондовом рынке акции и облигации, то есть являются андеррайтерами и посредниками в привлечении акционерного и долгового капитала для компаний и органов власти. Они могут не только размещать бумаги среди инвесторов, но и выкупать часть их «на себя», поддерживая таким образом размещение (подробнее об IPO см. в [разделе 4.2](#)).

Еще одна сфера деятельности инвестбанков — проведение сделок по слиянию и поглощению (Mergers and Acquisitions, M&A). Еще в XIX веке выяснилось, что одной компании гораздо проще купить другую, если при этом она пользуется поддержкой и финансированием банка или сторонних инвесторов. В дальнейшем механизм проведения M&A усложнялся, и сегодня схемы

проведения таких сделок часто представляют собой несколько ходов с тем, чтобы потратить на приобретение как можно меньше денег, а по возможности сделать это за счет самой поглощаемой компании. Инвестбанки выступают не только как организаторы таких сделок, они также помогают привлечь заемное финансирование, провести оценку реального состояния дел в приобретаемой компании (due diligence), собрать на рынке крупный пакет акций компании-мишени или даже выстроить защиту от враждебного поглощения, если есть такая необходимость. Комиссии за услуги по организации размещений или операций M&A доходят до 5% от объема сделок, а если учесть, что мировой рынок M&A, к примеру, по итогам 2015 года должен был составить 3 трлн долл., неудивительно, что инвестбанки постоянно обвиняют в жадности и завышенных комиссионных.

Morgan Stanley стал единственным банком, который сопровождал приобретение компанией Facebook сервиса WhatsApp за 19 млрд долл., а также одним из организаторов крупнейшего в истории IPO Alibaba. На бонусы по итогам 2014 года Morgan Stanley выделил 16,3 млрд долл. — в среднем по 291,7 тыс. на каждого сотрудника. Характерная для инвестбанков ситуация: сумма на бонусы больше, чем чистая прибыль, остающаяся в распоряжении акционеров.

В 1999 году в США был отменен закон Гласса — Стиголла, запрещающий всякие связи между банками, предлагающими традиционные услуги, и инвестбанками. Американские банковские структуры снова начали предлагать весь комплекс финансовых услуг — от депозитов и кредитов до брокерских счетов и андеррайтинга. Считается, что это стало одним из факторов кризиса 2008 года: банки выдавали слишком рискованные ипотечные займы, эти займы реструктуризировались в соответствии со сложными схемами и превращались в облигации, которые затем распространялись среди инвесторов, не имеющих возможности оценить реальные риски таких облигаций. В то же время в 2008 году, чтобы получить помощь от правительства США, инвестбанки, такие как Goldman Sachs и Morgan Stanley, поспешили трансформироваться в банковские холдинги со всем спектром надлежащих банковских услуг и соответствующим повышенным контролем со стороны государства. Уроком для них послужило банкротство Lehman Brothers: считается, что ему специально дали

погибнуть, чтобы показать остальным инвестбанкам, к чему может привести погоня за прибылью любой ценой.

Инвестбанки традиционно содержат мощные аналитические подразделения, отчеты которых не только распространяются среди клиентов по закрытой подписке, но и публикуются для всех желающих. Споры о том, пытаются ли инвестбанки таким образом манипулировать рынком, не утихают. Несмотря на многочисленные оговорки о том, что аналитика не является рекомендацией для сделки, мнение инвестбанка по поводу, например, рынка сырья или акций некой компании может привести к существенному движению котировок.

2.5. Федеральная резервная система: роль и основные функции

Джанет Йеллен, занимающая пост председателя совета управляющих ФРС с 2014 года, занимает по версии журнала Forbes седьмое место среди самых влиятельных людей в мире после Владимира Путина, Ангелы Меркель, папы римского и Билла Гейтса. Это неудивительно: активы ФРС составляют 4,5 трлн долл., а ВВП США, например, составляет около 17,5 трлн.



ДЖАНЕТ ЙЕЛЛЕН

Формально ФРС считается независимой структурой: ее решения не требуют одобрения со стороны президента США или иных государственных структур. ФРС отчитывается лишь перед палатой представителей Конгресса США и банковским комитетом Конгресса США. Ее цели — выполнять обязанности центрального банка США, контролируя работу банков и финансового рынка, управлять денежной эмиссией и ликвидностью, оказывать финансовые услуги правительству США (обеспечивать поступления доходов в бюджет и расходов из бюджета, управлять денежными фондами и госдолгом). При этом ФРС представляет собой особое финансовое учреждение, у

которого присутствуют признаки и независимого юридического лица, и публичного государственного агентства.

Структура ФРС выглядит так:

- назначаемый президентом США совет управляющих ФРС;
- Федеральный комитет по открытому рынку (Federal Open Market Committee, FOMC);
- двенадцать региональных федеральных резервных банков;
- частные банки.

Частные банки являются акционерами федеральных резервных банков (в обмен на акции они предоставляют резервный капитал) и могут избирать шесть из девяти управляющих местного регионального отделения. Продать акции федеральных резервных банков нельзя, но зато по ним выплачивается дивиденд в размере 6% годовых.

В совет управляющих ФРС входит семь человек, каждый член совета назначается сроком на 14 лет с правом продления полномочий. Президент США может уволить любого управляющего ФРС (например, Рейган уволил в 1987-м знаменитого Пола Волкера).

«Октябрьской резней» (October massacre) в экономической истории США именуется резкое повышение ставок Полом Волкером в 1979 году. Управление эмиссией — искусство, которое ФРС освоила не сразу. В начале Великой депрессии считалось, что ликвидность надо зажать как можно сильнее, — это нанесло экономике серьезный ущерб. Потом ФРС пустилась в другую крайность. В итоге председатель ФРС Уильям Миллер настолько увеличил денежное предложение, что инфляция вышла из-под контроля. Пол Волкер резко взвинтил ставки, что принесло желаемые плоды: с более чем 13% в 1979 году и почти 15% в 1980 году инфляция опустилась до 3% к 1983 году. Это стало результатом повышения ставок ФРС до 20% (!). Но цена, заплаченная за это американской экономикой, оказалась высокой: безработица увеличилась до 10%, существенно вырос госдолг США. Среди экономистов до сих пор ведутся споры о том, чего было больше в политике, проводимой ФРС при Волкере, — плюсов или минусов.

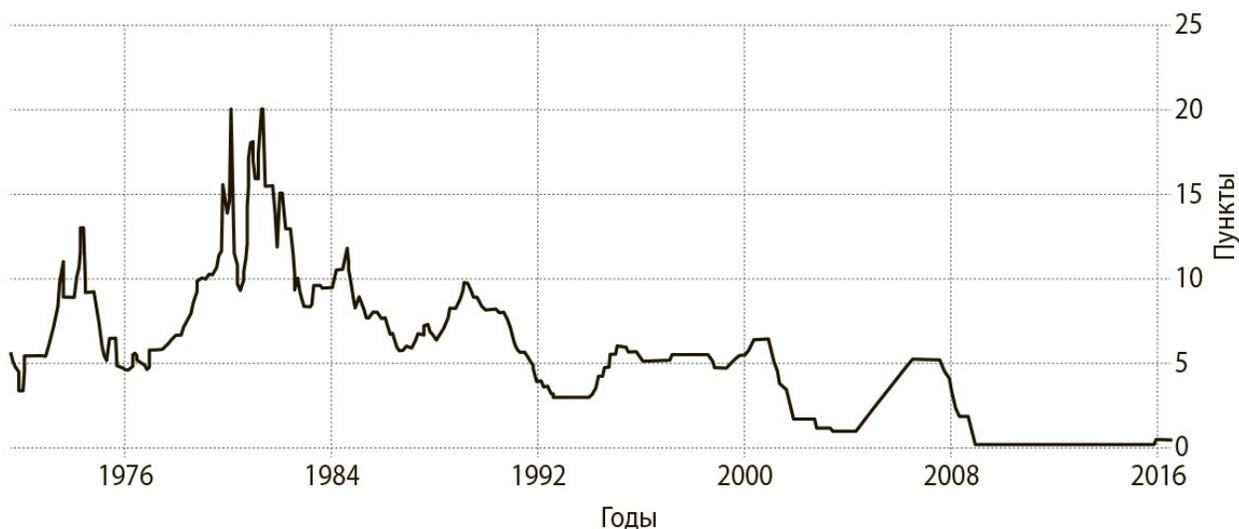


ГРАФИК СТАВОК ФРС В США С 1970 ПО 2016 ГОД

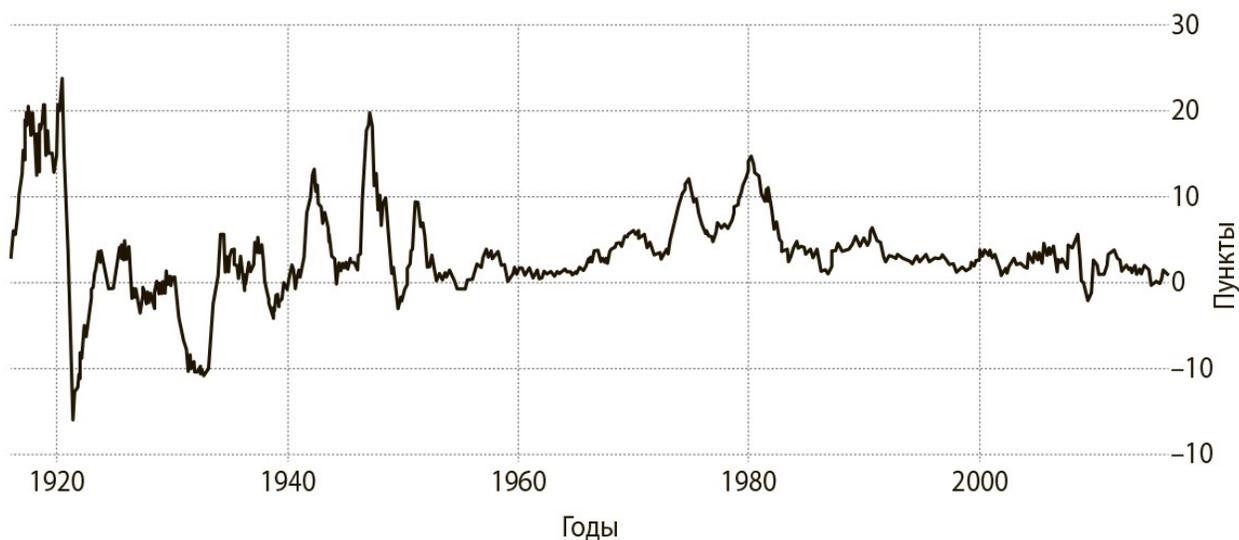


ГРАФИК ИНФЛЯЦИИ ФРС В США С 1970 ПО 2016 ГОД

Председатель ФРС — фигура очень значимая, да и меняются они реже, чем президенты США. Например, Пол Волкер оставался главой ФРС с 1979 по 1987 год. Именно ему принадлежит идея бороться с галопирующей инфляцией путем ужесточения денежной политики и сокращения ликвидности. С 1987 года председателем ФРС был Алан Гринспен, с 2006-го — Бен Бернанке. В феврале 2014 года пост председателя ФРС заняла Джанет Йеллен.

У каждого регионального отделения ФРС также есть собственный совет управляющих. Функции этих отделений сводятся

к установлению ставок (с разрешения ФРС) и отслеживанию состояния местной экономики и банков.

За монетарную политику и экономический рост в структуре ФРС отвечает Федеральный комитет по открытым рынкам FOMC. Ему приходится постоянно решать сложную задачу: как заставить экономику США расти, не ускоряя инфляцию. Сторонников стимулирования экономического роста в ФРС относят к «голубям», а сторонников борьбы с инфляцией — к «ястребам» (традиционное разделение политических движений в США). Джанет Йеллен, как и ее предшественник Бен Бернанке, принадлежит к стану «голубей». Основные инструменты FOMC — процентные ставки, по которым банки получают ликвидность в ФРС, а также денежная эмиссия.

В 2008 году, чтобы оздоровить банковскую систему, правительство США разработало программу частно-государственного партнерства (Troubled Asset Relief Program, TARP). Целью TARP было помочь банкам избавиться от так называемых токсичных активов. В выкупе токсичных активов участвовала ФРС: она приобретала ценные бумаги, обеспеченные ипотекой, в том числе subprime, на сумму 1,3 трлн долл. Программа выкупа токсичных активов была завершена в 2010 году. В то время считалось, что скопившиеся на балансе ФРС активы несут в себе слишком большие риски. Пока ситуация выглядит так, что ФРС смогла «переварить» эти активы и избежать проблем. Сегодня 55% активов ФРС составляют казначейские облигации США, а около 40% — ипотечные бумаги. Что будет в итоге с последними — большой вопрос, рано или поздно они все равно должны быть либо проданы, либо погашены.

Семь лет после кризиса 2008 года США жили с экстремально низкими ставками, их повышение постепенно откладывалось: ФРС хотела убедиться, что рабочих мест создается достаточно, безработица действительно снижается и ВВП США будет расти. Все эти годы ФРС реализовывала сверхмягкую денежно-кредитную политику — так называемое количественное смягчение (Quantitative easing, QE). Суть этого вида денежно-кредитной политики заключалась в обширной эмиссии денег в купе с выкупом активов (а не только казначейских облигаций США) у частных финансовых институтов. Цель QE состояла в том, чтобы подстегнуть экономику в условиях, когда простое снижение ставок может не сработать (или когда ставки уже снижены до 0%, а рост все не начинается).

Первый этап QE пришелся на период 2008–2010 годов: за это время ФРС выкупила активов на 2,1 трлн долл. Второй этап QE был

короче — 2010–2011 годы, и ФРС потратила на него 900 млрд. Третий этап начался в 2012 году и на момент создания этой книги еще не был закончен, несмотря на то что на него уже ушло около 2 трлн долл. В СМИ QE-3 уже окрестили «QE-бесконечность». Затянувшееся QE объясняется тем, что сначала ФРС просто спасала экономику США от последствий кризиса (см. [раздел 1.7](#)), а потом пыталась убедиться, что экономический рост действительно устойчив.

В своих решениях FOMC ориентируется на статистику по рынкам труда, разрешениям на строительство и другим важнейшим экономическим показателям. FOMC заседает восемь раз в год, после чего публикует протокол своего заседания. Финансовый рынок традиционно считает протоколы FOMC самым важным источником сведений о том, как ФРС будет строить свою денежно-кредитную политику и менять процентные ставки. Несмотря на то что формулировки в протоколах FOMC обычно максимально размытые, рынок умудряется толковать эти протоколы тем или иным образом.

Процентные ставки в США, в свою очередь, оказывают прямое влияние на весь мировой рынок. В целом механизм выглядит следующим образом: в периоды высоких ставок (то есть когда деньги в США являются дорогими для участников рынка) капиталы со всего мира предпочитают всем остальным вложениям инструменты фиксированной доходности — корпоративные и казначейские облигации США — как надежные объекты инвестиций. Когда же ставки ФРС находятся на низких отметках, капиталы начинают искать более доходные и более рискованные активы для инвестиций. Это могут быть американские акции, активы развивающихся рынков, сырье и так далее. Такие же колебания, соответственно, происходят и с долларом — в зависимости от того, предпочитают в текущий момент глобальные инвесторы долларовые активы или нет.

Резюме

- На фондовом рынке действует сразу несколько групп участников, начиная от частных инвесторов и заканчивая государством. Всех их интересует прибыль, и лишь

государство заинтересовано в экономическом росте и стабильности — и это нормально.

- Брокерский бизнес — необходимая составляющая фондового рынка. Он обеспечивает связь частных инвесторов с биржей и устойчивость всей системы торгов ценными бумагами.
- Депозитарий, как правило, хранит ценные бумаги в виде записей в электронных регистрах учета, время бумажных документов давно ушло.
- На современных торговых площадках есть центральный контрагент, который выступает гарантом по сделкам, — на случай, если кто-то из участников не сможет рассчитаться по обязательствам.
- Инвестиционные банки и хедж-фонды — самый «демонизированный» элемент фондового рынка, и тому есть множество причин. Однако без инвестбанков невозможно привлечение компаниями капитала.
- Роль ФРС трудно переоценить: она регулирует экономику США и опосредованно влияет на все мировые финансовые рынки. ФРС постоянно приходится лавировать между важнейшими целями: обеспечением роста экономики США и сдерживанием инфляции.

Глава 3

Боевой арсенал инвестора: основные финансовые инструменты

3.1. Акции: доля в большом бизнесе

Акция — ценная бумага, которая по своей экономической сути дает ее владельцу право на долю в акционерном обществе. Однако юридически это не совсем так. Согласно закону, акция дает права на получение дивидендов, на участие в управлении обществом (при этом некоторые акции, например привилегированные, не дают права на участие в управлении) и на долю имущества компании в случае ее ликвидации. Надо понимать, что, хотя акционеры и считаются собственниками компании, на самом деле с точки зрения закона они являются только собственниками акций, а собственник имущества — сама компания. В то же время акционеры своим имуществом не отвечают по долгам своей компании. Можно утверждать при этом, что акционеры все же являются собственниками *бизнеса* как процесса хозяйственной деятельности: об этом говорит право на долю в прибыли и на участие в управлении, а также тот факт, что выпуск акций часто используется для привлечения капитала на развитие компании (см. [раздел 4.1](#)).

Природа акций объясняет, почему именно этот инструмент дает возможность защитить сбережения от инфляции в расчете на длительные периоды времени — в отличие от депозитов и облигаций. На самом деле все довольно просто: доходы по акциям определяются доходами самих компаний, то есть выручкой и прибылью последних. А эти показатели, в свою очередь, напрямую зависят от объема продаж и уровня цен. Соответственно, в доходы компаний уже заложена инфляция, а заодно и экономический рост. Более того, очень часто цены на акции определяются ожиданиями будущих доходов компании: порой говорят, что эти ожидания уже заложены в цену акций. Таким образом, акционер получает свою долю доходов от экономического роста и увеличения цен, тогда как в случае, когда он дает в долг тем же компаниям или банкам, он получает лишь часть дохода от этого роста. Обратной стороной этого является риск, который в акциях выше, чем при инвестировании в облигации или вложениях в депозиты.

В мировой практике существуют так называемые механизмы усиления контроля (Control Enhancing Mechanisms, CEM), которые нацелены на то, чтобы наделить семейные компании или основателей бизнеса большими правами при принятии решений, чем сторонних акционеров. Типичные примеры таких механизмов — привилегированные акции или акции разного класса. Среди традиционно отмечаемых механизмов можно назвать создание пирамидальных структур собственности, выпуск акций с разными правами голоса, а также объединение акционеров в коалиции. В разных странах может преобладать тот или иной вариант. Например, в Европе и России преобладают пирамидальные структуры. В США они законодательно запрещены еще с 30-х годов XX века (имели место прямой запрет на использование пирамидальных структур в газовом бизнесе и электроэнергетике, а также жесткие налоговые обложения внутригрупповых дивидендов, что до сих пор делает такие структуры экономически невыгодными). С 1924 по 1986 год в США действовал запрет и на акции с разными правами голоса (в Японии был снят в 2005 году, через 60 лет после его установления, в Италии отменен только в августе 2015 года). В мире не так много стран, где сохраняется запрет на наличие по обыкновенным акциям разных прав голоса при сохранении экономических прав (на дивиденды). К числу государств с ограничениями относятся Россия (хотя существует понятие «золотая акция», дающая право вето при голосовании), Австралия, Германия, Китай (в том числе Гонконг), Венгрия, Израиль, Япония, Южная Корея, Сингапур. В остальных крупных странах так называемые акции разного класса (dual class) разрешены. Более того, разрешены и акции с ограничениями в правах голоса (такие акции запрещены в Австралии и Франции). После снятия ограничений большая часть IPO проходит в США с наличием двух классов акций.

Яркие примеры акций с разными правами голоса — всемирно известные американские производственные компании Ford и Nike, кинопроизводители Twenty-First Century Fox и DreamWorks Animation SKG, Visa, Facebook, Groupon, Yandex, Zynga, издательство John Wiley & Sons.

Актуальность наличия акции разного класса по праву контроля (их еще называют «компания с диспропорциональной структурой собственности», dual class) связана с выходом на биржу семейных предприятий (в среднем 19% компаний по всему миру относятся к семейно-контролируемым бизнес-группам, на развивающихся рынках этот показатель гораздо выше и доходит до 50%) и фирм, где важна роль основателей (например, их человеческий и социальный капитал). Есть и отраслевая специфика в выпуске такого типа акций со структурой dual class в процессе IPO. Например, за 1986–2008 годы в США больше всех IPO со структурой типа dual class проходило в телекоммуникационной отрасли (26,6%) и издательском бизнесе (22,6%).

Хотя компаний, выпустивших привилегированные акции, больше всего именно в США (61,8% их относятся к финансовому сектору — см. таблицу ниже), там они имеют несколько иную трактовку, чем в Бразилии или в России (в таблице страны ранжированы по наличию привилегированных акций). В РФ по привилегированным акциям выплачивается дивиденд в процентах от прибыли и по ним не обеспечивается право голоса. В США по большей части эти акции рассматриваются как элемент заемного капитала (fixed income) с фиксированным процентом от номинала (обеспечиваемая доходность находится на уровне 10–12% годовых). Также эти ценные бумаги лишены налоговой защиты, при которой дивиденды могли бы уменьшать налогооблагаемую базу компании, как это происходит с процентами по заемному капиталу. Только 35 американских компаний относят выпущенные ими привилегированные акции к собственному капиталу, в противном случае — к долговому капиталу (это отражается и в базе Thomson Reuters: если инструмент имеет признак «fixed income», то привилегированная акция относится к типу «долговая ценная бумага» — см. таблицу).

Количество эмитентов привилегированных акций на 2015 год по странам — лидерам выпуска таких финансовых инструментов

Юрисдикция	С учетом компаний финансового сектора			Без учета компаний финансового сектора		
	Собственный капитал	Долг	Всего	Собственный капитал	Долг	Всего
США	35	169	204	20	58	78
Россия	169	0	169	163	0	163
Бразилия	131	0	131	107	0	107
Южная Корея	104	0	104	88	0	88

Для собственника или семьи (например, Ford Motor) выход на публичный рынок зачастую порождает проблему потери контроля над принятием стратегических решений и дилемму выбора между краткосрочными (в угоду рыночным инвесторам) и долгосрочными целями. Речь идет не столько о потере экономической выгоды, сколько о влиянии на принятие решений, которые из-за близорукости краткосрочного выбора могут подрывать долгосрочный рост рыночной стоимости. Поэтому семейные компании или компании с высокой долей интеллектуального капитала (где важна роль основателя бизнеса) часто в результате IPO формируют два или более классов акций: младший (inferior), который традиционно выводится на биржу, и старший (superior, non-publicly traded) – с большим правом голоса. В США и ряде европейских стран (их как минимум 17), в отличие от РФ, законодательно разрешены акции с разными правами голоса или разными классами (dual class share). Страны с наибольшей долей таких компаний – Швейцария, Швеция, Италия, Великобритания. На их фоне в США таких компаний немного (примерно 8% от общего числа публичных по состоянию на 2016 год).

Владея акциями старшего (или высшего) класса, основатель бизнеса сохраняет контроль без необходимости выкупать более 50% акций. Кроме того, владение акциями старшего класса позволяет провести больше «своих» представителей в совет директоров компании. У семьи Форд в Ford Motors 40% голосующих акций.

История акций с разными правами началась в 1898 году, когда International Silver Company выпустила 20 млн акций без права голоса (9 млн были привилегированными и 11 млн – обыкновенными, но без права влиять на принятие решений). Хотя в 1902 году обыкновенные акции с ограничениями в голосе получили право участвовать в общем собрании, их голос оставался «ущербным»: только две акции формировали один голос. К 1926 году не менее 183 компаний США выпустили акции класса А и В.

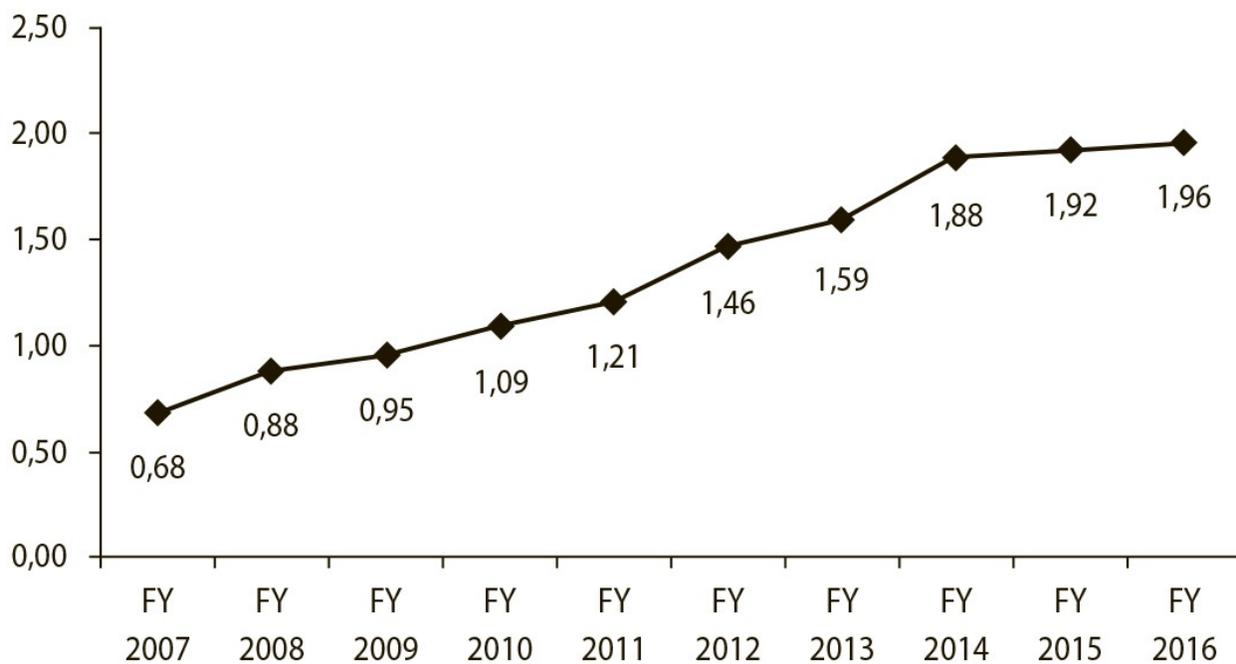
С 1920 года на бирже NYSE был запрещен листинг компаний с наличием разных прав голоса (при том что законодательного запрета в стране не было, и компании с наличием разных классов акций котировались на AMEX и NASDAQ). Однако в 1984 году этот запрет был снят, и статистически был зафиксирован рост числа IPO-компаний с акциями двух классов (хотя есть еще классы неголосующих акций по аналогии с привилегированными, а также с ограниченным правом – меньше одного голоса на акцию). В 2004 году по проведенным IPO доля таких компаний составила 15%, а в списке индекса S&P 500 в 2007 году их было 20.

В США яркий пример компании с двумя классами – Google, которая стала публичной в 2004 году. Акции класса А имеют один голос на акцию, а акции класса В – 10 голосов, что позволяло им в 2004 году контролировать 98,6% прав голоса. В то же время акции В давали только 87% экономических выгод (распределения прибыли). Акции В не выводились на

биржу, а были распределены между менеджментом компании и основателями бизнеса – Ларри Пейджем и Сергеем Брином.

Марк Цукерберг владеет в 2016 году 74,3% акциями Facebook класса B, но при этом претендует только на 16,6% денежных потоков, которые компания распределяет между акционерами (то есть денежной выгоды). В 1998 году компаний с dual class в США было 504, в 2002-м – 362. Другие яркие примеры – Viacom, Wrigley.

Но не всегда для удержания контроля требуется наличие двух классов акций. Альтернативный пример – ретейл Walmart. На сегодняшний день это самая крупная (капитализация – 221,4 млрд долл., выручка – 485 млрд, прибыль – более 16 млрд) семейная компания в США и в мире. Бизнес семьи Уолтонов начинался с маленькой лавочки, открытой в 1962 году в штате Арканзас Сэмом Уолтоном. А сегодня Walmart – лидер мирового ретейла и владеет десятками тысяч магазинов по всему миру. Показательно, что компания до сих пор принадлежит потомкам Сэма Уолтона, которые владеют контрольным пакетом акций в 52%, и является успешной. Подтверждая это, инвесторы часто подчеркивают, что каждый доллар, вложенный в активы компании, приносит 12,8 цента посленалоговой операционной прибыли (показатель отдачи на вложенный капитал ROIC = 12,8%), а каждый доллар, вложенный в собственный капитал компании, приносит более 20 центов чистой прибыли (ROE = 20,4% в 2015 году). Динамика дивидендов на одну акцию показана на графике ниже. Видно, что Walmart ежегодно увеличивает размер дивидендов, их годовой прирост на горизонте девяти лет составляет более 10%.



ДИВИДЕНД НА АКЦИЮ (DPS) ПО КОМПАНИИ WALMART, 2007–2016 ГОДЫ

Акционеров, обладающих долей в капитале, значительно превышающей доли остальных акционеров, называют мажоритарными, а обладающих небольшими долями – миноритарными (миноритариями). Следует отметить, что размеры мажоритарных пакетов в России и на Западе существенно разнятся:

если в России обычно мажоритарный акционер владеет 50% и больше акций, то в США мажоритарные акционеры редко имеют больше 7–8% капитала. Остальные бумаги рассредоточены между большим числом инвесторов — как портфельных и институциональных, так и частных.

Объем акций, не принадлежащий мажоритариям и обращающийся на бирже и внебиржевом рынке, называется free-float, и чем более развит фондовый рынок, тем выше free-float у его эмитентов. В этом отношении российскому рынку еще очень далеко до американского, где этот показатель часто близок к 100%.

Миноритарные акционеры в США получают все больше возможностей влиять на политику компаний. Так, ряд крупных американских компаний разрешил крупным инвесторам, у которых больше 3% акций, напрямую выдвигать свои кандидатуры в совет директоров, тогда как раньше список кандидатов формировался исключительно советом директоров.

Акция относится к эмиссионным ценным бумагам — это означает, что компания может выпускать акции только серийно (эмиссиями, где все акции обладают одинаковыми характеристиками: номиналом, биржевым тикером, выплачиваемыми дивидендами на акцию). Причем каждый выпуск (или эмиссия) должен быть зарегистрирован органом государственной регистрации (Центральным банком в России или SEC в США).

Структура акционеров Facebook

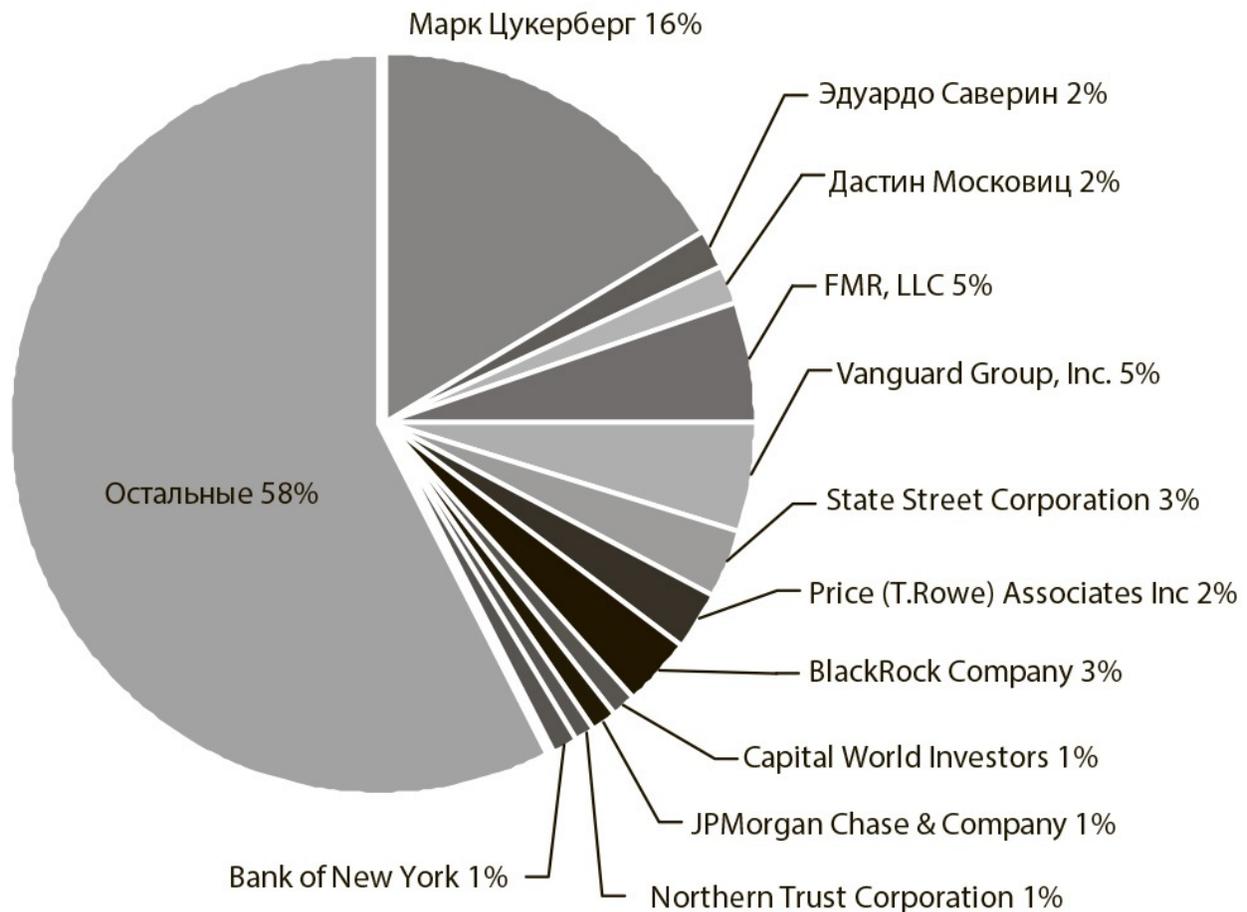
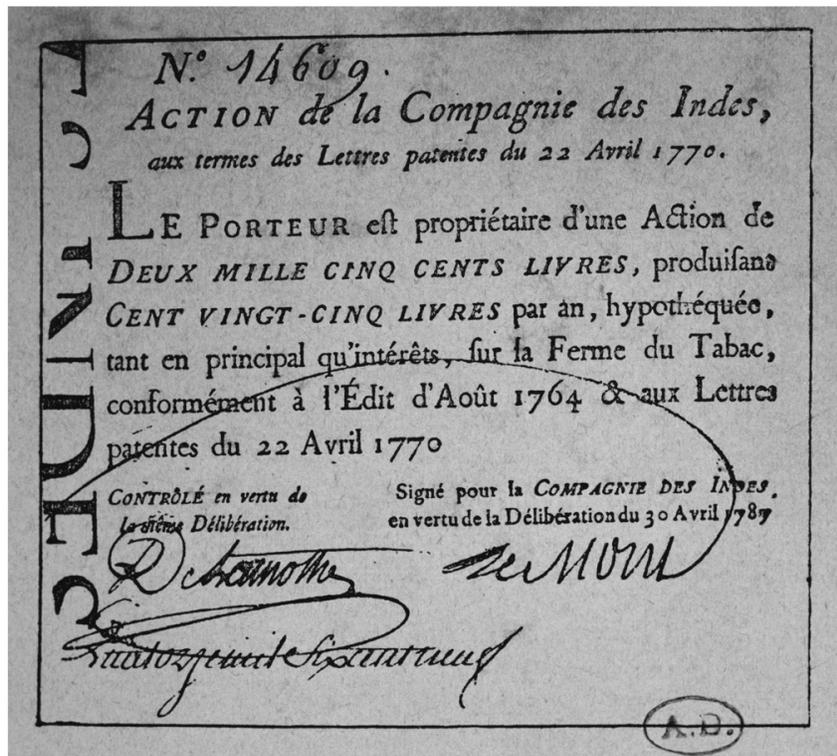


ГРАФИК СТРУКТУРЫ АКЦИОНЕРОВ FACEBOOK (КАК ПРИМЕР АКЦИОНЕРНОГО КАПИТАЛА)

Первым акционерным обществом в мире стала образованная в 1602 году Голландская Ост-Индская компания (Vereenigde Oostindische Compagnie). Ее «хозяйственной деятельностью» была торговля колониальными товарами из Китая, Индонезии и Цейлона: редкими в то время пряностями, а также тканями, посудой, опиумом и металлами, причем компания была в этом деле монополистом. Учредители Голландской Ост-Индской компании заплатили за каждую акцию по 3 гульдена (существенная по тем временам сумма), уставный капитал составил 6,5 млн гульденов. Через восемь лет, после успешного возвращения первого корабля, снаряженного за пряностями, акции стоили уже на 30% больше, а в дальнейшем акции прибавляли по 10% ежегодно. Поскольку компания была чисто торговым предприятием, дивиденды ее акционеры поначалу предпочитали брать товарами.



АКЦИЯ ГОЛЛАНДСКОЙ ОСТ-ИНДСКОЙ КОМПАНИИ

Право участия в управлении подразумевает не только голосование: акционеры могут избираться и в состав управляющих органов компании, например в совет директоров. Решения об этом также выносятся на голосование. Разумеется, основную часть мест в органах управления занимают представители мажоритарных акционеров, но и миноритарии могут проводить в совет своих представителей, если договорятся и объединят голоса.

Также акционер имеет право на долю в имуществе компании в случае, если общество будет ликвидировано, но только после удовлетворения требований кредиторов всех очередей, от сотрудников до банков и государства. На практике акционерам после ликвидации компаний практически никогда ничего не достается — этот риск надо учитывать в своих инвестиционных решениях.

Кроме того, следует понимать, что, хотя акционеры имеют право на дивиденды, акционерные общества не обязаны эти дивиденды выплачивать, — это решение обычно принимается собранием акционеров по рекомендации совета директоров. Самая

распространенная причина отказа от выплаты дивидендов — отсутствие чистой прибыли либо активная инвестиционная программа компании, когда все средства направляются на развитие производства. Однако известны и случаи, когда дивиденды выплачивает компания, получившая убытки.

Акция может выступать предметом залога, а также основой для производных финансовых инструментов (см. [раздел 3.4](#)).

Кстати, в отношении акций говорят о нескольких видах стоимости: номинальной, отражающей собственно долю уставного капитала акционерного общества, приходящегося на эту акцию, эмиссионной, по которой бумага продается на первичном рынке, курсовой (рыночной) ценой, по которой акция торгуется на биржевом (внебиржевом) рынке, и, наконец, балансовой, представляющей собой долю чистых активов компании, приходящуюся на эту акцию. Инвесторов интересует обычно лишь курсовая стоимость и то, как на ней можно заработать.

Практически с момента появления первых акционерных обществ акционеры стремились обладать акциями не только ради получения дивидендов, но и ради повышения стоимости самих акций, а частенько и только ради этого. Кроме того, акция в современных условиях дает возможность извлекать доход и из падения ее курсовой стоимости — в случае продаж заемных акций с тем, чтобы откупить их затем по более низкой цене (такие сделки называются «шорт», о них подробно рассказывается в [разделе 7.3](#)).

В обиходе под доходностью акции для инвестора подразумевают отношение цены продажи акции к цене ее покупки, но в классической экономической теории доходность акции — это отношение к рыночной цене дохода на акцию, который представляет собой не только прирост рыночной цены, но и дивидендный доход.

Самыми дорогими акциями в мире сегодня являются бумаги компании Berkshire Hathaway — холдинга Уоррена Баффетта. Этот холдинг представляет собой управляющую компанию, в портфеле которой содержатся все пакеты акций знаменитого инвестора. Тикер акций класса А на NYSE — BRK-A, в мае 2016 года одна акция Berkshire Hathaway стоила 212 тыс. долл.!

Ориентация на фондовые индексы (растут или падают — как сигнал состояния дел в экономике) — традиция для инвесторов не

только в США, но и во всем мире. Но здесь надо быть внимательным. Индексы очень волатильны, хотя падение на 1–3% уже считается в США значительной коррекцией рынка. Падение рынка на 20% без существенного возврата к прежним значениям рассматривается как начало «медвежьего рынка» (понижательного тренда). Таких ситуаций было не так уж много. С 1928 года индекс Dow Jones в течение дня увеличивался больше чем на 10% восемь раз, падал больше чем на 10% четыре раза и 136 раз изменялся в ту или иную сторону больше чем на 5%.

Другой популярный фондовый индекс S&P 500 (в 2016 году в него входят 502 компании) с 1928 года закрывался с новым историческим максимумом 1024 раза (что составляет всего 4,8% от общего числа торговых дней).

Индекс S&P 500 в течение длительного периода увеличивался примерно на 9% в год, но лишь в отдельные годы рост действительно приближался к этому уровню. С 1871 года этот индекс рос или падал больше чем на 20% примерно раз в три года. Реже, чем раз в пять лет, он поднимался на величину от 1% до 9%.

Один из тревожных сигналов для инвесторов — рост фондовых индексов за счет единичных компаний. Такая ситуация фиксировалась в конце 1990-х (перед крахом доткомов) и в 2007 году (перед мировым финансовым кризисом). В 2015 году шесть лидеров американского рынка тянули на себе индекс S&P 500. Хотя это правило не всегда работает. Например, в 2013 году индекс NASDAQ вырос на 38%, и более половины этого роста (17%) обеспечили всего три компании. У S&P 500 фиксировался рост на 30%, причем 8% обеспечили всего три истории успеха. Хотя 2014 год и не был таким успешным, как 2013-й, но рынок в целом рос.

Еще один возможный индикатор скорых проблем — соотношение дешевеющих акций с дорожающими.

В заключение надо сказать о таких понятиях, как сплит и оферта. Сплит — дробление акций — проводится компанией тогда, когда стоимость ее акций становится очень большой, что делает их недоступными для покупки мелкими инвесторами. Цена лота, соответственно, оказывается еще больше, и оборот таких дорогих бумаг снижается. Компания может провести дробление, заменив каждую акцию на две (или больше) акции с меньшим номиналом.

Соответственно, «раздробится» и рыночная цена. Сплит обычно является положительным фактором для акций компании, так как торговля ими оживляется и бумаги обретают большую ликвидность; следовательно, больше инвесторов смогут купить эти ценные бумаги, а значит, существенно растет вероятность того, что и котировки пойдут вверх.

Оферта представляет собой выкуп акций самой компанией или ее акционерами. Оферта может быть принудительной — в определенных случаях, когда это предусмотрено законом. Так, если одна компания поглощает другую, приобретая в ней существенный пакет (больше 30%), то она обязана предложить другим акционерам также продать ей свои акции по цене не ниже той, которую она заплатила за пакет. Оферты также могут быть добровольными: в практике американских компаний нередко регулярные выкупы бумаг с рынка по рыночным ценам или немного выше. Это рассматривается как еще один способ поощрения акционеров наряду с дивидендами. В этом случае акции приобретаются на баланс компании и становятся казначейскими, после чего могут «сгорать». Такие оферты выгодны, так как доля дохода компании, приходящаяся на каждую акцию, возрастает. Противоположностью является дополнительный выпуск акций, который «размывает капитал» и уменьшает долю в доходах компании, на которую может претендовать один акционер.

Покупка акций под оферту — особенно если инвестор полагает, что впереди у компании поглощение и она может быть хорошо оценена, — может быть одной из инвестиционных идей.

Цена акций на фондовом рынке указывается в валюте страны этого рынка (или в иной валюте: так, на рынке РТС Classica в период существования в России двух бирж РТС и ММВБ все акции котировались в долларах). Сумма цен всех акций, выпущенных компанией, составляет ее капитализацию.

Хотя для акций обычно основным понятием является доходность, не стоит сбрасывать со счетов и такие понятия, как надежность и ликвидность. В зависимости от всех этих качеств акции обычно делятся на голубые фишки (blue chips, название пришло из покера) и акции так называемых компаний второго, третьего и последующих эшелонов. Иногда выделяют компании

малой и средней капитализации — middle и small cap. В США средоточие blue chips — индекс Dow Jones Industrial Average (хотя в него входят далеко не все американские «фишки»). Это деление имеет прямое отношение к инвестиционным стратегиям, реализуемым инвесторами: так, покупка акций под дивиденды обычно оправдана в отношении крупных компаний, бизнес которых стабилен, а дивиденды велики, — это, как правило, те самые blue chips. Они же лучше других подходят для арбитража или интрадей-трейдинга (см. [главу 8](#)) — спред, то есть разница между ценой покупки и продажи, минимален, а ежедневный оборот велик. Поэтому инвесторам, которые ежедневно ловят небольшие колебания цены, удобно работать с голубыми фишками. Что касается акций небольших компаний, то, как правило, именно среди них можно найти «бриллианты», которые обеспечат инвестору сотни, а в редких случаях и тысячи процентов прироста курсовой цены, — в случае если бизнес такой компании будет развиваться хорошими темпами. Но на дивиденды особенно рассчитывать не стоит: небольшие компании предпочитают тратить средства на развитие. Также в этом сегменте встречаются интересные идеи покупки под оферту.

Одно из важных достоинств акций — дивиденды. Лучше всего инвесторы осознали это в кризис, когда цены многих акций падали. В США приняты ежеквартальные дивиденды, то есть каждый квартал держатель акции получает определенную долю прибыли. Для европейских компаний более характерны дивиденды раз в год. Для сопоставления компаний аналитики отслеживают именно общую доходность, которую получает акционер, то есть сумму доходности по росту цены и дивидендной доходности. Например, если инвестор купил акцию за 100 долл., а через год она уже стоит 110 долл., то текущая доходность составит 10%. Если на эту акцию объявлен дивиденд в 3 долл., то дивидендная доходность составит 3% (3/100), а общая акционерная доходность (TSR) — 13%. Средний размер дивидендной доходности невелик — 2–4% годовых. Но зато инвесторы рассматривают эти выплаты почти как гарантированный денежный поток, так как фиксируется эффект «липкости дивидендов»: компании, которые начали платить дивиденды, очень редко отказываются от этой политики, и снижение дивидендов

рассматривается как негативный сигнал (в большинстве случаев такое событие приводит к значительному падению цены акции — на 2–5%).

Компании США действительно заинтересованы в максимизации доходов своих акционеров. Подтверждений этому можно привести много, но рассмотрим один наглядный пример. Объявленная налоговая реформа Барака Обамы в 2012–2013 годах приводила к увеличению налогов на частного инвестора. Так, налог на дивиденды повышался с 15 до 20%, а верхняя граница прогрессивного налога на доходы физических лиц увеличивалась с 35 до 39,6% (American Taxpayer Relief Act of 2012; 2013). Многие публичные компании США предприняли в преддверии этих изменений «финансовый маневр», активно привлекая заемные деньги для выплаты дивидендов по низким ставкам. В первых трех кварталах 2012 года на выплату дивидендов за счет банковского кредитования пришлось 16,5 млрд долл., причем в третьем квартале эта сумма составила 5,5 млрд. Такой «маневр» использования долга, связанного с выкупом акций или дивидендными выплатами, в литературе получил название «рекапитализация дивидендов». Для таких ситуаций существуют даже так называемые облегченные кредиты, которые предоставляются инвестиционными банками, часто с использованием синдицированных кредитов (для распределения рисков). Заметим, что выплаты дивидендов на заемные деньги, что существенно ослабляет финансовую устойчивость компании и ведет к потере платежеспособности, могут признать в США мошенничеством, а акционеров, которые извлекли выгоду из данных действий, могут принудить вернуть полученные доходы, если в итоге схема была раскрыта судом. Аналитики S&P считают «дивидендных аристократов» — компании, которые на протяжении 25 лет не то что не снижали, а наоборот, наращивали дивиденд на акцию (DPS). Хотя кризис 2008 года несколько поубавил этих любимчиков инвесторов (до 2007 года их было 64, в 2015-м осталось 58), из акций этих компаний вполне можно составить диверсифицированный портфель.

3.2. Облигации: долги на продажу

Облигация (или, по-английски, «бонд») представляет собой ценную бумагу, удостоверяющую право ее владельца получить от компании — эмитента облигации обратно через определенный срок ее номинал, а также процентные (купонные) выплаты. При этом владелец облигации является кредитором компании-эмитента. Бывают и дисконтные облигации, которые не предполагают купона (обычно они имеют эмитентом государство).

Суть облигаций в том, чтобы дать компаниям возможность привлекать долговой капитал на финансовых рынках у большого числа инвесторов, а инвесторам — свободно продавать и покупать обязательства компаний. Имея возможность в любой момент вернуть вложенные средства, причем с процентами, инвесторы охотно покупают облигации, поэтому считается, что заемный капитал, привлеченный на долговом рынке, обходится компании дешевле займов, выданных банками. Кроме того, хотя обязательства перед держателями облигаций обеспечены имуществом компании и такие держатели встают во вторую очередь кредиторов в случае банкротства, привлечение займов через выпуск облигаций обычно не требует от компании предоставлять залоги, что, как правило, неизбежно при работе с банками.

Облигации традиционно трактуются как финансовые инструменты с фиксированным доходом (fix income), так как доходность заранее фиксируется и не меняется (хотя есть облигации и с плавающим купоном, который устанавливается на определенный срок, а следующая купонная ставка может быть изменена). Есть облигации, которые индексируются с привязкой к некоему макроиндикатору или другому финансовому активу. Например, в США популярны «типсы» (TIPS) — облигации, защищенные от инфляции (индексируемые на инфляцию). В 2015 году схожие облигации выпустил Минфин России.

В отличие от акций, облигации могут выпускаться не только частными компаниями, но и муниципалитетами и даже правительствами (тогда они называются «трежерис») — всеми, кто может занимать деньги.

Были даже случаи выпуска облигаций частными лицами. Так, в 1997 году рок-музыкант Дэвид Боуи выпустил секьюритизированные облигации на сумму 55 млн долл. (обеспеченные отчислениями за записанные песни, то есть интеллектуальной собственностью). Фиксированный доход по этим облигациям (7,9% в год) выплачивается из авторских отчислений за его старые пластинки и ожидаемые гонорары по будущим записям песен. Эта революционная на тот момент идея была реализована американским финансистом Дэвидом Пуллманом, ныне управляющим инвестбанка Pullman Group. Тем самым Боуи разово получал большую денежную сумму взамен небольших годовых гонораров. Хотя Боуи ожидал, что основными покупателями облигаций станут его фанаты, большая часть выпуска была выкуплена американской страховой компанией. Позже все облигации, связанные с музыкальным бизнесом, получили имя Bowie bonds. Этот термин теперь присутствует в инвестиционных энциклопедиях и на интернет-сайтах для финансистов и частных инвесторов. На волне успеха Дэвиду Пуллману удалось вывести на рынок облигации и других музыкантов: летом 1998 года на финансовом рынке появились облигации трио Брайана Холланда, Ламонта Дозьера и Эдварда Холланда; позже вышли облигации Джеймса Брауна, Рода Стюарта, группы Isley Brothers, а также ряда других творческих личностей из мира музыки.

Ситуация с этими «музыкальными облигациями» осложнилась с 2000-х, когда появилось много пиратских возможностей скачивать музыкальные хиты из интернета (сейчас в открытом доступе выложено почти 900 млн музыкальных файлов). Отчисления за покупку дисков и песен падали, и в 2004 году агентство Moody's понизило рейтинг по «бондам Боуи» сразу на 3 пункта — с А3 до Вaa3. С 2004 года интерес к таким бумагам у инвесторов почти пропал, и сейчас они составляют не более 1% рынка секьюритизированных ценных бумаг (обеспеченных активами).

Соответственно, долговые бумаги делятся на корпоративные, муниципальные и государственные. Облигации казначейства США (United States Treasury Securities) считаются традиционным эталоном низкорискового актива, именно в них наряду с золотом и валютой предпочитают размещать свои резервы другие государства. Самые популярные из них — десятилетние (10-year Treasury yield; символ \$TNX на сайте StockCharts.com) с полугодовыми купонами. К их доходности на долговом рынке США привязаны ставки по ипотеке и банковским кредитам. Но есть и двухлетние, пятилетние. Краткосрочные облигации (векселя) размещаются на срок до года, они, как правило, дисконтные, то есть с нулевым купоном. Казначейские ноты — среднесрочные государственные долговые бумаги (от 2 до 10 лет), по которым инвесторам выплачивается фиксированная ставка.

Как и акции, облигации — это эмиссионные (то есть стандартизированные) ценные бумаги. Они обладают рыночной стоимостью, отличной от номинальной (хотя гораздо ближе к ней). Обычно цена облигации оглашается (фиксируется на бирже) в

процентах от номинала. Например, котировка может составлять 102% или 97%. Покупатель облигации сталкивается еще с одним понятием — «накопленный купонный доход» (НКД), так как купля-продажа корпоративных облигаций (то есть облигаций компаний, которые, как правило, купонные) осуществляется с накопленным купонным доходом. Покупатель должен «оплатить» и собственно цену, и НКД.

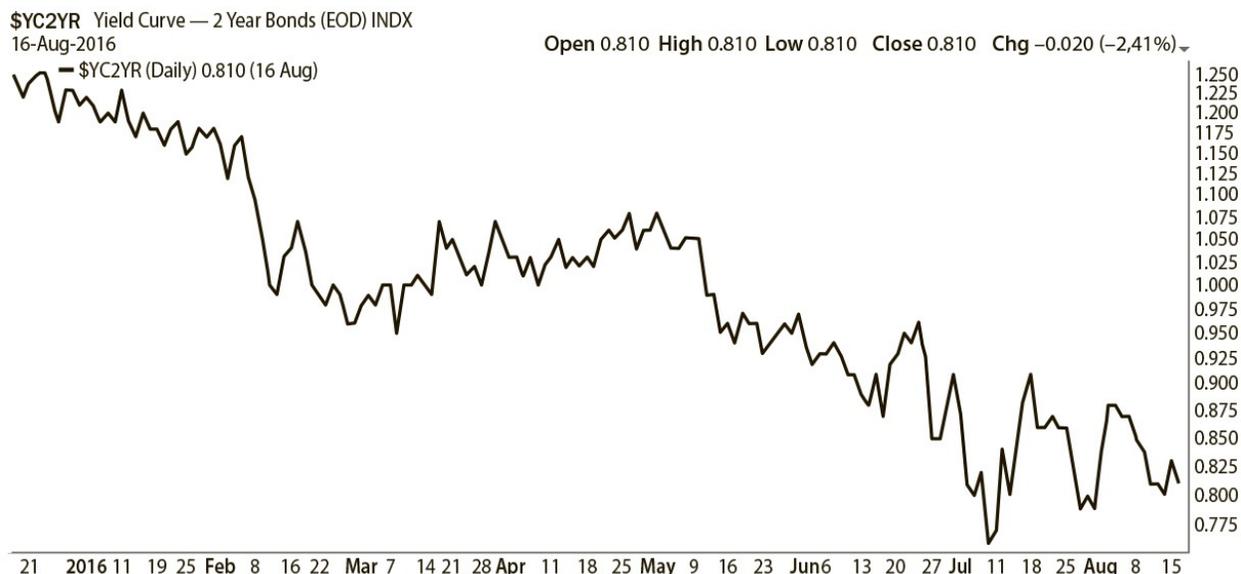
В отличие от акций, срок жизни которых заранее неизвестен и ограничен лишь сроком жизни их эмитента, облигации являются срочными бумагами: у них всегда известна дата погашения, то есть день, когда владелец облигации получит основную сумму долга — номинал. Есть облигации с правом досрочного прекращения обращения (например, со стороны эмитента, их называют облигациями с колл-опционом). Есть и облигации с правом досрочной продажи эмитенту бумаги инвестором (облигации с правом пут-опциона).

Для инвестора важно помнить, что доходность и цены облигаций движутся разнонаправленно. Когда цена падает, доходность растет. Так как снижение цены облигации часто происходит из-за того, что инвесторы сбрасывают их для вложения полученных денег в акции, фиксация на рынке роста доходности по облигациям нередко выступает сигналом для начала бычьего настроения (активных покупок) на рынке акций. Многие инвесторы используют рынки и акций, и облигаций как переливающиеся сосуды, перекладывая деньги в зависимости от роста неопределенности и изменения приемлемого уровня принятия риска.

Периоды низкой доходности, как правило, свидетельствуют об опасениях инвесторов, нежелании их идти на высокорискованный рынок акций. Высокий спрос на облигации поднимает их цены вверх, и доходность снижается.

На сайте [StockCharts](#) можно найти графики поведения различных облигаций и акций по их символу.

Например, на рисунке ниже показана динамика двухлетних казначейских облигаций США (дневные данные) и скользящих средних значений на отрезках в 50 и 200 дней.



ДВУХЛЕТНИЕ КАЗНАЧЕЙСКИЕ ОБЛИГАЦИИ. ДИНАМИКА С ЯНВАРЯ 2016 ПО ИЮЛЬ 2016 ГОДА (СИМВОЛ \$YC2YR)

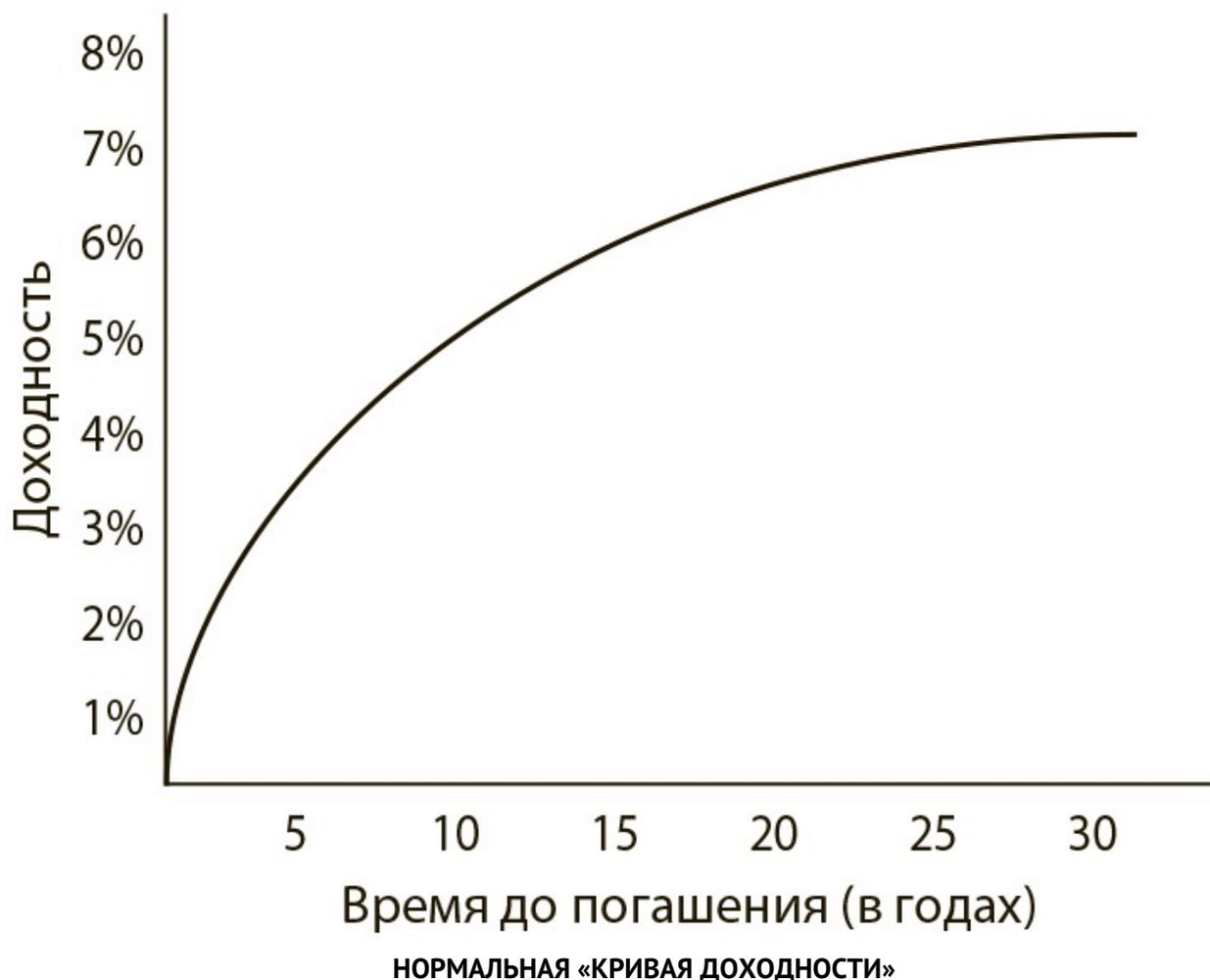
Еще один важный индикатор настроений на рынке — разность между доходностями (так называемый спред) долгосрочных и краткосрочных государственных облигаций.



ДИНАМИКА ТРЕХМЕСЯЧНЫХ ВЕКСЕЛЕЙ США (СИМВОЛ \$YC3MO)

Аналитики часто строят графики динамики таких спредов (например, на сайте StockCharts.com по сервису Dynamic Yield Curve можно проследить изменение ситуации). В нормальной ситуации длинные облигации должны приносить большую доходность, чем

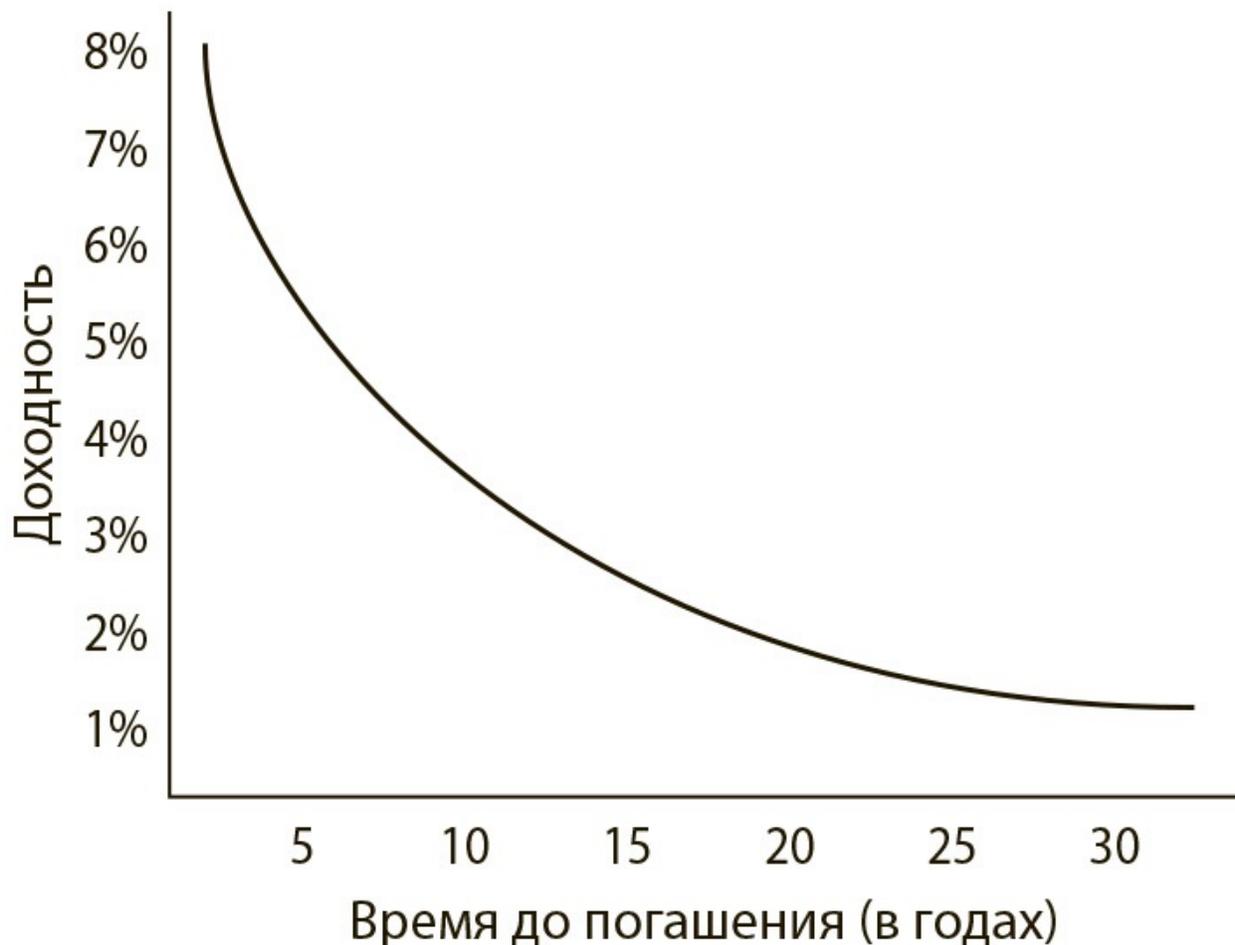
короткие. Аналогично, отношение прибыли на акцию к цене акции (так называемая текущая доходность, которая рассчитывается как обратное значение P/E) должно быть выше доходности государственных (даже самых длинных) облигаций. Эти зависимости связаны с пониманием инвесторами риска (акции более рискованны, чем облигации, длинные бумаги ограничивают ликвидность инвестора и поэтому являются более рискованными, чем краткосрочные). Но не всегда ситуация складывается так, не всегда график поведения «кривой доходности» (значений процентных ставок по гособлигациям разного срока) имеет вид растущей кривой (как на рисунке ниже).



Нормальный вид кривой (Normal Yield Curve) сигнализирует инвесторам о том, что участники рынка в целом ожидают роста

экономики (ВВП) и увеличения процентных ставок.

Искаженный «перевернутый» вид кривой (Inverted Yield Curve) выступает сигналом замедления экономики, ожиданий снижения процентных ставок.



ПЕРЕВЕРНУТАЯ «КРИВАЯ ДОХОДНОСТИ»

После кризиса 2008–2009 годов компании США активно привлекают заемное финансирование не только в США, но и в Европе. Например, в 2015 году они разместили еврооблигаций на сумму почти 71,4 млрд долл., что является максимумом с 2004 года. Такая активность на долговом рынке связана прежде всего с бумом M&A: компаниям требуются деньги на поглощения, и они привлекают их в той валюте и под те проценты, как это целесообразнее.

Особенность американских компаний — диверсификация

Особенность американских компаний — диверсификация источников финансирования. Так, Apple (NASDAQ, AAPL) до ноября 2014 года размещала облигации исключительно в долларах, а за последние полтора года провела несколько размещений облигаций в разной валюте (евро, иенах, фунтах стерлингов и швейцарских франках) на общую сумму почти 39 млрд долл. Например, в 2015 году Apple разместила облигации в швейцарских франках почти на 1 млрд франков, что эквивалентно 1,1 млрд долл.

Российским инвесторам сложно себе это представить, но за рубежом существуют примеры фактически бессрочных облигаций — выпущенных на 50 и даже 100 лет. Столетние бонды есть у IBM, Walt Disney, Coca-Cola и других. Планируя свои вложения в такие бумаги, инвесторы не рассчитывают на получение номинала и ориентируются только на ставку купона, которая обычно небольшая, в пределах 2–4% годовых.

В 1993 году компания Walt Disney первой выпустила длинные корпоративные облигации, которые предполагается погасить в 2093 году на сумму 300 млн долл. Walt Disney открыла эру выпуска «вековых» бондов, позже такие бумаги выпускали Coca-Cola, нефтяная компания Anadarko Petroleum, железнодорожная компания Burlington Northern Santa Fe, Federal Express, Ford Motor и IBM.

Обычно проценты по облигации выплачиваются с определенной периодичностью, ставка таких выплат (количество процентов от номинала облигации) называется купонной. Купон определяется в момент размещения, но может быть и плавающим — например, первые два купона становятся известны в момент размещения, а остальные устанавливаются по определенной формуле. При этом ежедневно начисляются проценты, образуя так называемый накопленный купонный доход. Также существуют бескупонные, или дисконтные облигации: они размещаются с дисконтом к номиналу, а выкупаются уже по номиналу, что и приносит инвестору доход.



БУМАЖНАЯ ОБЛИГАЦИЯ 19 ВЕКА

По облигациям, как и по акциям, могут быть оферты, но в отличие от акций, по которым оферты обычно происходят только в случае определенных событий и заранее непрогнозируемы, даты оферт по облигациям, как правило, заранее известны и даже прописаны в проспекте эмиссии. Тот факт, что облигацию можно принести эмитенту и он выкупит ее еще до наступления погашения, успокаивает инвесторов и повышает доверие к облигациям. К тому же часто многие облигационные выпуски не являются такими же ликвидными, как акции, и вторичный рынок по ним может быть довольно вялым.

Еще одно существенное отличие облигаций от акций заключается в их биржевых котировках. В отличие от цены акций, которые всегда указываются в абсолютных единицах — деньгах, на облигационном рынке важен не только показатель цены, но также и показатель доходности. Цена облигации определяется не в абсолютных величинах, а в относительных, а именно в процентах от номинала. Облигация может стоить как ниже, так и выше номинала — в зависимости от того, насколько силен спрос на нее.

Как и у эмитентов акций, у эмитентов облигаций существует понятие надежности, или кредитного качества. При этом для облигаций это понятие даже важнее, чем для акций, что логично, так как по своей сути облигации должны быть низкорискованными инструментами, и за большую по сравнению с акциями надежность

инвесторы «платят» отказом от части возможного дохода. «Кредитное качество» — это показатель того, насколько надежен эмитент для клиента (кредитора). Обычно, желая выяснить кредитное качество эмитента облигаций, инвесторы ориентируются на рейтинговые агентства. По шкале этих агентств AAA — самый высокий рейтинг, подразумевающий самую высокую надежность, C — так называемый мусорный рейтинг, обозначающий приближение дефолта, D — случившийся дефолт.

Самое страшное понятие на облигационном рынке — дефолт. Это невозможность компании расплатиться по облигациям — по купону или по основному долгу, а также выкупить облигации, поданные в рамках оферты. Дефолт может быть техническим: в этом случае компания хотя и допускает просрочку по выплатам, но все же производит их в течение определенного срока — в российском законодательстве это соответственно 7 дней по купону и 30 дней по основному долгу. В случае дефолта держателю облигаций приходится обращаться к поручителю по займу (если такой был) или в суд с заявлением о банкротстве компании и требованиями о взыскании долга и процентов. Если эмитент хочет и может исправить ситуацию, он может пойти на реструктуризацию — предложить инвесторам взамен их бумаг облигации нового выпуска, более длинные и (или) подразумевающие меньший процент и определенный график погашения долга.

Дефолты допускают не только корпорации, но и регионы, и целые государства. Причем в случае государств речь идет не о банкротстве, а об отказе от выплат по облигациям. Мировой рынок до сих пор помнит дефолт Российской Федерации в 1998 году. Но есть и более свежие примеры: так, в 2013 году дефолт по своим обязательствам допустил город Детройт. От этого дефолта больше всего пострадали местные пенсионные фонды, которые инвестировали свои средства в облигации Детройта.

А в 2015 году дефолт по госдолгу допустило Пуэрто-Рико, фактически являющееся одним из штатов США (а точнее, «неинкорпорированной организованной территорией»). Спасать Пуэрто-Рико США не стали.

Доходность облигации определяется по сложной формуле, в которой учитывается срок, оставшийся до ее погашения, а также ставка купона и номинал. При этом различаются разные виды доходностей: к погашению, к оферте, средневзвешенная. Они,

соответственно, рассчитываются по разным формулам. Доходность указывается в процентах годовых.

Bonds	Last	Change	Change %
5-Year Treasury	1.13	-0.03	-2.59%
10-Year Treasury	1.55	-0.03	-1.90%
30-Year Treasury	2.26	-0.03	-1.31%

ПРИМЕР РЫНОЧНЫХ КОТИРОВОК US TREASURES

Облигации, которым до погашения осталось месяц или два, считаются самыми надежными (по сравнению с более длинными выпусками того же эмитента) и иногда могут торговаться даже с отрицательной доходностью и с премией к номиналу.

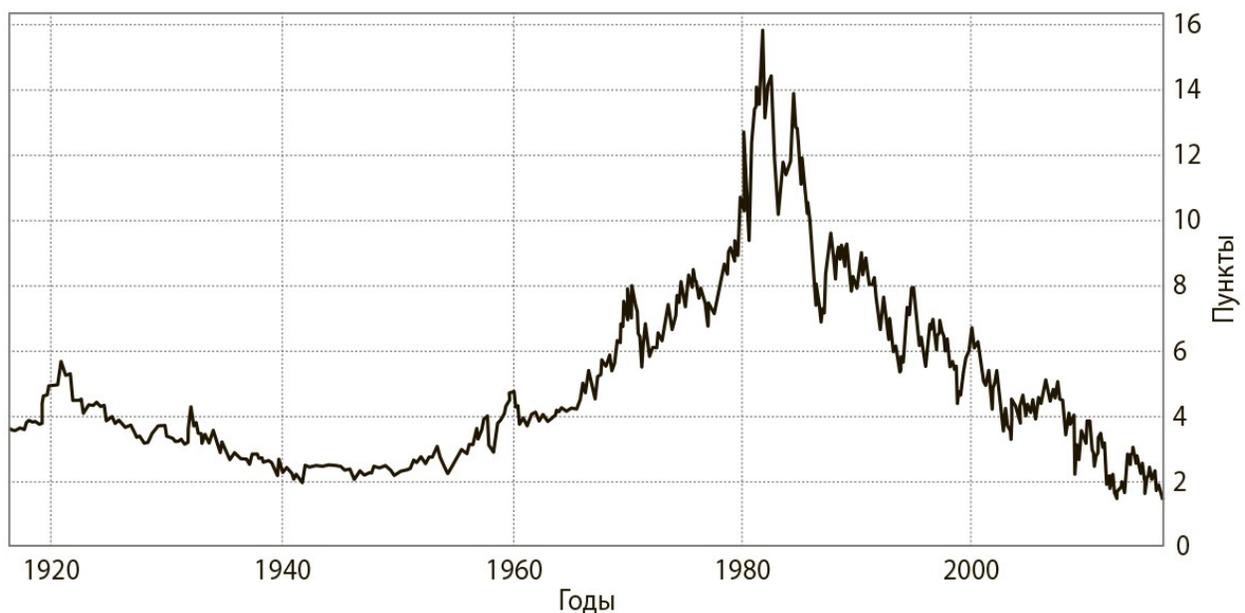


ГРАФИК КРИВОЙ ДОХОДНОСТЕЙ US TREASURES

Порой на облигационном рынке возникает перевернутая кривая доходностей, когда более короткие выпуски торгуются с более высокой доходностью, чем выпуски более длинные: обычно это означает, что участники торгов ждут понижения процентных ставок, но могут быть и другие причины.

На ожиданиях по ставкам и конкретным инструментам строятся основные инвестиционные стратегии на долговом рынке.

Например, в ситуации, когда ставки планомерно снижаются, можно попытаться заработать на росте цены облигации. Можно купить облигации в конце налогового периода, когда банкам нужна ликвидность и они распродают свои облигационные портфели. Можно проводить операции на спредах: традиционно считается, что спред, то есть разница в доходностях корпоративных облигаций и бенчмарка, в качестве которого на российском рынке выступают ОФЗ, а на американском US Treasuries, для бумаг определенного класса (кредитного качества, рейтинга, отрасли) должен быть примерно одинаковым. Если спред одной из облигаций из такой-группы отклонился от «стандартной» величины, возможно, в будущем он сократится и облигация подорожает (так как доходность ее снизится).

Особый случай — так называемые мусорные облигации с рейтингом C или даже D. В США их часто называют высокодоходными облигациями — high-yield bonds. Их волатильность обычно крайне высока, как и доходность. Фактически риски таких облигаций даже выше, чем в среднем риски акций, а на рынке junk bonds могут использоваться те же инвестиционные стратегии, что и на рынке акций, — даже интрадей-трейдинг.

Высокая доходность — понятие относительное, на каждом рынке под ним понимают что-то свое. Так, на Московской бирже в ноябре 2015 года бумаги находившегося в предбанкротном состоянии Связного банка торговались с доходностью к оферте более 250%, а бумаги допустившей дефолт ТГК-2 — с доходностью к погашению более 48%. Однако в США картина совершенно другая: в то же время инвесторы в США покупали high-yield bonds со средней доходностью около 7%.

3.3. ETF: следуй за рынком

Exchange Traded Fund (ETF) — это торгуемый на бирже фонд. Если инвестор владеет акциями ETF (их также называют сертификатами или паями), это означает, что он владеет частью портфеля акций (или других активов). При этом портфель ETF привязан к какому-либо индексу — NASDAQ, Dow Jones, S&P 500 — и полностью повторяет его структуру. Другой вариант — ETF состоит из активов, отобранных по определенному принципу. Так, например, ETF SPDR Gold Shares сформировал свои активы на 100% из золотых слитков. А фонд iShares 20+ Year Treasury Bond формирует свой портфель в соответствии со структурой индекса казначейских облигаций США Barclays U. S. 20+ Year Treasury Bond Index. Из названия индекса легко понять, что в него входят облигации со сроком погашения 20 лет и более. История ETF берет начало в 1970-х.

История ETF

1971 год	Wells Fargo организовала первый индексный фонд для институциональных инвесторов
1976 год	Vanguard запускает первый индексный розничный фонд
Начало 1980-х	Автоматизированный трейдинг и фьючерсы позволяют институциональным инвесторам покупать большие корзины акций и управлять ими
1987 год	Index Participation Shares (IPS) торгуется на AMEX
1989 год	Toronto Index Participation Shares начинает торговаться в Канаде; это первый торгуемый инструмент, на самом деле привязанный к акциям, лежащим в его основе (TIPS основан на индексе TSE-35)
1993 год	SPDR, основанный на индексе S&P 500, — первый основанный в США ETF
1996 год	WEBS (World Equity Benchmark Shares) — первый страновой ETF
1998 год	Появление секторных фондов — DIAMONDS, HOLDRs, секторных фондов семейства SPDR
1999 год	Появление фонда на основе индекса NASDAQ-100 QQQ
2000 год	В мире основано 90 новых ETF

2001
год

В 169 фондах в 10 странах сосредоточено свыше 95 млрд долл.

Сейчас активы всех ETF в мире составляют около 3 трлн долл., и управляющие ожидают, что к 2020 году эта величина достигнет по меньшей мере 6 трлн.

Тесное родство ETF с классическими взаимными фондами бросается в глаза: само существование ETF стало возможным лишь после принятия законодательства, регулирующего взаимные фонды. В отличие от них ETF часто представляют собой инвестиционный траст, но, как и взаимные фонды, ETF регистрируются в SEC и контролируются ею.

Если по акциям, входящим в состав портфеля ETF, начисляются дивиденды, они распределяются между акционерами ETF. В то же время, поскольку ETF все-таки требует управления, инвестиционная компания взимает соответствующую плату за это — обычно около 0,2% стоимости активов в год.

В отличие от классических взаимных фондов инвестор может не только покупать и держать бумаги ETF, но и покупать их с плечом, чтобы заработать больше, и даже «шортить», благо ликвидность самых раскрученных ETF сравнима с ликвидностью американских голубых фишек. А самой ликвидной в мире считается именно акция ETF. Это ETF индекса S&P 500, который управляется компанией State Street Global Advisors: его биржевой тикер имеет название SPY, а трейдеры называют его spider (паук). Средний торговый оборот SPY на текущий момент составляет более 30 млрд долл. в день.

ETF вполне подходят и для долгосрочных вложений: так, значительное число держателей акций ETF составляют пенсионные фонды, страховые компании и даже некоторые центральные банки.

Отдельная стратегия — так называемая арбитражная операция: в случае расхождения стоимости ETF с корзиной входящих в него акций покупать ETF и продавать корзину — или наоборот.

Акции ETF торгуются на бирже точно так же, как обыкновенные акции. Их число в обращении постоянно меняется в зависимости от спроса. Выше спрос — больше акций — больше базового актива куплено ETF — больше активы фонда. Их ликвидность зависит от ликвидности базового актива.



СХЕМА ВЫПУСКА АКЦИЙ ETF НА БИРЖУ

Стоимость чистых активов (СЧА) ETF в некотором роде заменяет понятие капитализации для компаний-эмитентов. СЧА ETF можно мониторить постоянно: она обновляется несколько раз в минуту (!).

Создать ETF, в принципе, можно на что угодно. Главное – иметь в наличии соответствующий индикатор. К примеру, в 2015 году на площадке NYSE Arca появился ETF Etho Climate Leadership. Его создала управляющая компания Etho Capital на основе ею же созданного индекса компаний – «климатических лидеров». В портфеле фонда нет компаний, производящих ископаемое топливо (нефтегазовых и угольных), и тех, кто избегает социальной ответственности. Это хорошая маркетинговая идея, но судить об инвестиционной привлекательности и возможной доходности такого фонда довольно трудно.

Особенно рискованным инвесторам подойдут Leveraged Exchange-Traded Funds (LETF), которые используют плечо. Так, например, ETF Pro Shares Ultra S&P 500 ежедневно показывает инвестиционные результаты, которые в два раза превышают результаты индекса S&P 500. А Direxion Daily Jr Gld Mnrs Bull 3X ETF демонстрирует 300% от ежедневного результата индекса Market Vectors™ Junior Gold Miners Index.

Эффект плеча достигается за счет использования производных инструментов от базовых активов, лежащих в основе индекса.

Само существование LETF показывает, что ETF активно используются в активных биржевых операциях. Если смотреть на годовой результат, то соотношение доходности базового актива и доходности ETF будет вовсе не таким, каким оно заявлено для ежедневных колебаний. На расхождение оказывают влияние высокие затраты на управление портфелем производных

инструментов, которые имеют ограниченный срок действия. Кроме того, не стоит забывать, что, удваивая или утраивая рост базового актива, LETF точно так же будут удваивать или утраивать его падения.

История с ETF изменила бизнес не только инвестиционных компаний и брокеров, но и портфельных управляющих. С появлением ETF, воплощающих в себе разнообразные инвестиционные стратегии и в то же время максимально простых в плане покупки и продажи, упростился и процесс вложения в акции. Инвесторы могут одной сделкой купить тот или иной ETF, и зачастую им уже не нужен профессиональный управляющий для создания сбалансированного и диверсифицированного портфеля.

3.4. Фьючерсы и опционы: следующий уровень

Производные инструменты являются как бы надстройкой над традиционными активами — акциями и облигациями. Это достижения финансовой инженерии, которыми умеют пользоваться немногие, однако эти инструменты доступны и частным инвесторам. Разберемся сначала с основными понятиями.

Фьючерс, фьючерсный контракт (futures) представляет собой стандартизированный биржевой контракт купли-продажи базового актива по оговоренной цене через определенный период времени в будущем. Срок жизни фьючерса ограничен датой исполнения (экспирации). Условия купли-продажи в будущем также детализированы в описании (спецификации) контракта. При этом сам фьючерсный контракт — это предмет купли-продажи на бирже.

Сегодня львиная доля фьючерсов, обращающихся на биржевых рынках, представляет собой беспоставочные контракты — это означает, что в день исполнения фьючерса стороны произведут друг с другом денежные расчеты, то есть один выплатит другому разницу между ценой контракта и фактической ценой базового актива. При этом расчеты будут производиться самой биржей — именно она является сегодня второй стороной (а точнее — центральным контрагентом) по всем производным биржевым инструментам.

Изначально фьючерсы были только поставочными, а в их основе лежали товары — это означало, что в день исполнения контракта покупатель фьючерса получит, например, бочку мазута или определенное количество бушелей пшеницы по цене, зафиксированной во фьючерсном контракте. Сегодня на биржах мирах торгуются фьючерсные контракты как на товары, так и на акции и даже на различные биржевые индексы.

Считается, что первые производные инструменты появились в XVII веке в Голландии во время так называемой тюльпанной лихорадки, — это были контракты на покупку тюльпанов по оговоренной заранее цене.

Поскольку фьючерс — контракт биржевой, то за его исполнением следит биржа. На практике покупатели и продавцы фьючерсов не контактируют между собой, несмотря на то что

закljučают друг с другом сделку. Все их взаимодействие, включая получение прибыли или убытков, строится через биржевую систему и ее клиринговую палату. Покупатели и продавцы фьючерса, то есть стороны, заключившие сделку, платят гарантийный взнос (так называемое гарантийное обеспечение) — в среднем от 2 до 15% от текущей рыночной стоимости базового актива. Брокер может взимать с инвесторов, торгующих фьючерсами, дополнительное гарантийное обеспечение: такое происходит в периоды длинных праздников или в моменты, когда цена на актив начинает особенно сильно колебаться, то есть значительно повышается его волатильность.

Далее с момента покупки фьючерса и до момента его исполнения трейдерам ежедневно начисляется вариационная маржа — разница между расчетной ценой базового актива и ценой сделки. Простой пример: вы купили фьючерс на акции General Electric (GE) по 30 долл., в то время как рыночная цена на акции GE составляет 29 долл. До исполнения фьючерса осталось три дня. В первый день акции GE подорожали до 29,5 долл., на ваш счет начислено 0,5 долл. вариационки. На второй день акции GE снизились до 29,3 долл., с вас списали 0,2 долл. вариационки. На третий день — день исполнения фьючерса — акции GE взлетели до 30,1 долл., вам начислили 0,8 долл. Всего вы заработали 1,1 долл., как и при инвестировании в акции.

В чем же в таком случае смысл фьючерсов? По сути, покупка фьючерсов (не в составе какой-либо сложной стратегии) является способом «отыгрывать» движения базового актива на коротких отрезках времени, направляя на эту сделку всего 10–20% стоимости этого актива. Иными словами, фьючерсы позволяют осуществлять краткосрочные спекуляции с эффектом плеча, что существенно повышает потенциальную доходность операций. Важно отметить, что и риски в торговле фьючерсами растут точно в такой же пропорции.

В США основные площадки, где производится торговля производными инструментами, — это Chicago Board Options Exchange, CBOE, и Chicago Mercantile Exchange, CME. Во втором случае речь идет о целой группе бирж, на которых обращаются контракты на валюту, процентные ставки, товары, индексы, погоду (!) и другие активы. Ежегодный оборот CME Group достигает 1 квадранта долл. в год. CBOE не раскрывает цифр по суммарному обороту, но известно, что число сделок у нее примерно в половину меньше, чем у CME: 1,3 млрд

контрактов в год против 3 млрд соответственно. Однако бизнес CBOE тоже чувствует себя неплохо и упорно растет. Основные контракты на CBOE – опционы на индекс S&P 500 и индекс волатильности.

Опцион, в свою очередь, представляет собой контракт, биржевой или внебиржевой, по которому покупатель опциона получает право (но не обязательство) совершить куплю или продажу базового актива по заранее оговоренной цене через определенное время (или в течение определенного времени).

Важно понимать, что право появляется только у покупателя опциона, а у продавца появляется твердая обязанность купить или продать базовый актив по оговоренной цене.

В соответствии с обязательствами опционы делятся на два типа: пут и колл (put и call) – соответственно на продажу и на покупку. Если инвестор купил опцион пут, то он получил право продать в будущем базовый актив по оговоренной цене, а продавец опциона пут взял на себя обязательство этот актив купить. И наоборот, инвестор, купивший опцион колл, получил право в будущем купить актив по оговоренной цене, а его контрагент, продавец опциона колл, взял на себя обязательство этот актив продать. Цена исполнения называется страйком (strike).

Весь механизм работы опционов становится более наглядным, если изложить его на примерах. Итак, допустим, на бирже есть два инвестора, один из которых ожидает роста цены акций Google, а второй рассчитывает на их падение. Первый вложил в акции Google по 730 долл. за штуку, но его гложут сомнения. Чтобы застраховать свои инвестиции, он покупает трехмесячный опцион пут на 730 долл. Данный контракт означает, что он имеет право продать акции Google по указанной цене вне зависимости от рыночной конъюнктуры в течение ближайших трех месяцев. Предчувствие не обманывает: Google начинает снижаться и через три месяца дешевет до 717 долл. Инвестор решает выйти из бумаги, и поскольку у него есть опцион пут, он продает весь свой Google за 730 долл. тому, кто продал ему опцион пут. Конечно, этот контрагент теперь в убытках: ему надо или продавать акции Google на рынке с убытком, или ждать, пока акции снова вырастут.

Что же заставляет трейдеров все же продавать опционы? Ответ прост: опционная премия. Эта премия выплачивается покупателем

опциона продавцу и в любом случае остается у продавца. Таким образом, продавая опцион, продавец надеется, что риски наступления неблагоприятной ситуации, при которой покупатель воспользуется своим правом, не очень велики, — а живые деньги уже в кармане.

Важнейшая характеристика опционного контракта — разница между ценой исполнения и текущей рыночной ценой базового актива. В зависимости от этого опционы делятся на три вида: в деньгах, вне денег и около денег. При этом для опционов пут и колл данные понятия как бы зеркальны. Так, для опционов пут понятие «в деньгах» будет означать, что цена базового актива ниже страйка опциона, «вне денег» — что цена базового актива выше страйка опциона. Соответственно, для опционов колл «в деньгах» будет означать, что цена базового актива выше страйка опциона, а «вне денег» — что цена актива ниже страйка опциона. Ну а понятие «около денег» всегда означает, что цена базового актива и страйк примерно равны.

Чем дальше опцион находится «вне денег», тем меньше за него будет премия, поскольку вероятность такого движения цены базового актива, при котором страйк приблизится к рыночной цене и опцион окажется «в деньгах», крайне невелика. Скажем, если инвестор купил опцион колл на акции Microsoft со страйком 50 долл. при цене самой акции в 53 долл., то его опцион «в деньгах» и для инвестора логично будет его исполнить. Если же инвестор купит опцион со страйком 57, то он окажется глубоко «вне денег». Исполнять опцион он будет лишь в том случае, если Microsoft вырастет до 57 долл. плюс премия по опциону, иначе в этом не будет смысла. Соответственно, продавец опциона «в деньгах» возьмет за него гораздо большую премию, чем за опцион «вне денег», а тем более «глубоко вне денег».

Стратегия знаменитого Нассима Талеба, автора книги о внезапных рыночных шоках «Черный лебедь», заключалась в том, что он делал ставку на маловероятное событие, одновременно покупая очень дешевые опционы колл и пут глубоко «вне денег». Тут следует отметить, что стоимость опциона, то есть его премия, зависит не только от того, насколько далеко страйк отстоит от текущей рыночной цены актива, но также от волатильности этого актива и длительности опциона. Талеб покупал опционы в период стагнации на рынке, когда волатильность была низка и никто не ждал «черного лебедя», так что опционы были дешевы.



НАССИМ ТАЛЕБ

В нашем примере покупатель акции Google при помощи опциона выстроил защитную стратегию. Собственно, инвестиционные стратегии с производными инструментами делятся на две большие группы: защитные, или хеджевые, и спекулятивные.

В первом случае для инвестора движение цены базового актива настолько важно, что он предпочитает потерять немного в возможной прибыли, но зато точно не допустить убытков. Так, для институциональных инвесторов — пенсионных фондов или страховых компаний — формируются безубыточные стратегии: в портфель приобретаются облигации или акции, а также фьючерсы или опционы с определенными характеристиками. Выстроенная таким образом стратегия не даст высоких доходов, но зато при любом движении рынка у клиента не будет убытков. Продажа фьючерса на актив с одновременной покупкой этого актива (или наоборот) — классическая арбитражная стратегия, позволяющая практически без всякого риска получать небольшой доход, сравнимый зачастую с размером по ставке банковского депозита.

Одновременная продажа и покупка опционов на один актив с разным страйком, но одинаковой датой экспирации позволяет ограничить свою прибыль в случае движения рынка в вашу сторону, но и уменьшить убыток, если дела пойдут плохо.

При наличии портфеля акций и ожидании роста котировок инвестор может купить опцион пут на свои активы: в таком случае он обезопасит себя от падения этих акций. В другом варианте управляющие фондами используют стратегии с покрытием — это означает, что управляющий продает опцион на акции, которые есть в портфеле. В случае если придется исполнять опцион, бумаги в наличии — в отличие от непокрытых продаж, когда инвестор продает опцион, не имея на руках соответствующего актива. Такие непокрытые продажи уже относятся к спекулятивным стратегиям, как и попытки просто увеличить с помощью опционов плечо своих операций.

Стратегий, выстроенных на основе производных инструментов, великое множество. Можно сказать, что их число ограничивается только тем математическим аппаратом, которым владеет каждый конкретный инвестор. Для оценки стоимости опционов и возможной прибыли, которую они могут принести, обычно используются математические модели, где, если говорить в общих чертах, определяется вероятность достижения страйка за период срока действия опциона и рассчитывается премия, при которой операция может быть выгодной.

3.5. Доходности, которые можно заработать на разных финансовых инструментах

Начинающего инвестора живо интересует вопрос, сколько же можно заработать на тех или иных финансовых инструментах, тех или иных глобальных рынках. Фондовый рынок США, самый развитый в мире, часто выступает бенчмарком для других рынков. Бенчмарком для рынка акций нередко считается инфляция (ее нужно «обыграть») или доходность долгосрочных (например, 10-летних) государственных ценных бумаг, так как они рассматриваются как безрисковые и нужно тоже показать доходность выше их). В долгосрочной перспективе с 1871 года и с учетом реинвестирования дивидендов рынок акций США приносил почти 9% годовых в номинальном выражении и 6–7% в реальном (по исследованию Лондонской школы экономики и банка ABN AMRO Millennium Book II: 101 Years of Investment Returns). Таким образом, рынок акций действительно обыгрывал и инфляцию, и государственные облигации.

В таблице ниже показаны оценки среднегодовой доходности и стандартного отклонения этой доходности по основным портфелям классов активов. Оценки сделаны для временного отрезка с 1926 по 2012 год для рынка США с демонстрацией двух вариантов расчета (как средняя арифметическая и средняя геометрическая). При этом выделены портфели компаний высокой капитализации, малой капитализации, средней капитализации, средне- и долгосрочных корпоративных облигаций, долгосрочных государственных облигаций, краткосрочных государственных бумаг (трехмесячных векселей — T-bill) и справочно — инфляция. Выделение таких портфелей соответствует часто выбираемым инвестиционным стратегиям (малые или средние компании, крупные компании). Еще одно возможное выделение — акции роста (с высокими мультипликаторами P/E, MV/BV) и акции стоимости (имеется в виду состоявшаяся стоимость, проявившаяся в виде рыночной капитализации).

Историческая доходность облигаций разных классов США

	Геометрическая средняя, %	Арифметическая средняя, %	Стандартное отклонение от средней доходности, %
Общая доходность компаний большой капитализации	9,8	11,8	20,2
Общая доходность компаний малой капитализации	11,9	16,5	32,3
Общая доходность компаний средней капитализации	10,9	13,7	24,6
Долгосрочные корпоративные облигации	6,1	6,4	8,3
Долгосрочные государственные облигации	5,7	6,1	9,7
Среднесрочные облигации государства	5,4	5,5	5,6
Краткосрочные гос. векселя (T-bills)	3,5	3,6	3,1
Инфляция	3	3,1	4,1

Как видно из таблицы, в среднем инвестор, вкладывая деньги в портфель акций, получает годовую премию к государственным долгосрочным облигациям США в размере 6,7%. Эту премию часто называют рыночной премией за риск (обозначения ERP или MRP).

2015 год оказался не самым удачным для инвесторов на рынке акций США. Медианная годовая доходность акций с учетом выплаченных дивидендов (показатель TSR) составила 1,3% против 18% в 2014 году и более 32% в 2013-м. В 2015 году всего шесть компаний определяли рост фондовых индексов США (тянули их вверх). Например, прирост индекса NASDAQ Composite в первом полугодии 2015 года составил чуть более 650 млрд долл., и более половины этой суммы обеспечили компании Amazon, Apple, Facebook, Gilead Sciences, Google и Netflix. Прирост капитализации компаний из S&P 500 скромнее, всего около 200 млрд долл., и обеспечена эта сумма ростом таких фондовых лидеров, как Amazon, Google, Apple, Facebook, Gilead, Walt Disney.

Резюме

- Акции по сути представляют собой право на долю в компании, с формальной же точки зрения дают права на

участие в управлении компании и получение части дохода в виде дивидендов.

- Основные инвестиционные стратегии при работе с акциями — это покупка в расчете на рост курса, продажа заемных бумаг в надежде на падение курса, покупка под оферты или для получения дивидендного дохода.
- Облигации — это долговые обязательства компаний или государства, которые оформлены в виде ценных бумаг и свободно обращаются на бирже.
- Облигации можно приобретать в надежде на рост цены, но обычно инвесторы рассчитывают на купоны (проценты) по ним.
- ETF представляют собой ценную бумагу, удостоверяющую права на долю в портфеле определенных активов. ETF свободно обращаются на бирже, и их тоже можно продавать в «шорт».
- Производные инструменты представляют собой контракты на покупку или продажу определенного актива в будущем по заранее оговоренной цене.
- При операциях с фьючерсами и опционами можно использовать плечо до 1:10. Однако риски при этом пропорционально увеличиваются.
- Производные инструменты могут использоваться как для активных рискованных спекуляций, так и для создания защитных стратегий. Все упирается лишь в математический аппарат, которым владеет инвестор, — число стратегий не ограничено.

Важно правильно рассчитывать доходность и сопоставлять полученные и ожидаемые результаты по разным финансовым инструментам. На относительно коротких временных интервалах самым рискованным инструментом для инвестора является акция (особенно акции малых компаний). Чем длиннее временной горизонт, тем сильнее портфель акций теряет свои риски (обратите внимание, что речь идет именно о портфеле, так как отдельные акции могут быть крайне рискованными; есть немало примеров, когда компании из-за ошибочной стратегии развития и игнорирования технологических новаций на рынке, как это

произошло с компанией Kodak, или из-за слишком большого долга вынуждены были уходить с рынка). Менее рискованный инструмент — краткосрочные государственные ценные бумаги (T-bills).

Глава 4

Как и зачем акции попадают на биржу

4.1. Зачем компании выходят на IPO

Выход на биржу — неотъемлемый этап жизни любого эмитента.

Часто это этап признания зрелости, желания зафиксировать оценку рыночной стоимости компании и по ней отслеживать эффективность работы менеджмента, правильно его мотивировать. Для компаний высоких технологий зачастую это вынужденный шаг после ряда раундов частных (закрытых) размещений, так как перспективы заемного финансирования доступны только компаниям с наличием активов для залога и прибылью. А многие интернет-компании не могут продемонстрировать не только чистую, но и операционную прибыль.

По данным WSJ, сейчас в мире насчитывается порядка 150 «единорогов» (от англ. unicorn). На профессиональном сленге венчурных инвесторов «единорогами» называются крупные компании, оценочная капитализация которых превысила 1 млрд долл. Это компании, которые смело могут выходить на биржу.

Яркий пример такой компании — сервис такси Uber, оценочная стоимость которого на конец 2015 года составляла почти 51 млрд долл.

Initial public offerings (IPO) — это первое предложение акций широкому кругу инвесторов на бирже. В США для выхода на IPO компания регистрирует в SEC проспект эмиссии акций и с помощью организаторов формирует так называемую книгу заявок, в которой фиксирует диапазон желаемой цены. В процессе формирования книги (когда профессиональные инвесторы подписываются на покупку акций, указывают желаемое количество) определяется и итоговая цена размещения. Как правило, эмитент совместно с организаторами определяет диапазон возможных цен, а вот итоговая цена IPO зависит от спроса, который инвесторы

предъявляют на новые акции, а также размера «переподписки» — во сколько раз число заявок превысило предложение акций эмитентом. Правила хорошего тона предполагают, что в то небольшое число дней, пока идет заполнение книги заявок, диапазон цены не смещается, но бывают и исключения (как это было с Facebook).

По своей сути IPO означает, что на биржу впервые выводятся бумаги данной компании, однако в американской практике все чаще случается, что такие акции сначала активно обращаются на внебиржевом рынке, а лишь потом выходят на IPO с уже «разогнанными» котировками. Это происходит из-за того, что все чаще компании сначала привлекают капитал в ходе инвестиционных раундов, продавая свои акции «вне биржи» (обычно специализированным портфельным инвесторам, таким как венчурные фонды), и лишь как следует окрепнув, выходят на IPO. По такому сценарию развивались многие успешные корпорации: Facebook, Twitter, Alibaba и так далее. Инвестиции на начальном этапе развития стартапа — дело очень рискованное, но и премия за этот риск исчисляется сотнями процентов, что существенно выше, чем для традиционных биржевых сделок. В конце 2015 года такими внебиржевыми восходящими звездами были Dropbox, Uber, китайская Xiaomi, космическая корпорация Space X Илона Маска, сервис по аренде жилья по всему миру Airbnb и многие другие. Все это очень крупные стартапы, IPO которых инвесторы ждут в ближайшее время.

IPO проводятся на американских биржах почти каждый рабочий день. В среднем на биржу выходит от 10 до 30 новых компаний в месяц. Чаще всего в последнее время размещаются инновационные и фармацевтические компании, а также фирмы технологического сектора. За 2014 год в ходе IPO в США компании привлекли более 70 млрд долл., а их стоимость выросла в среднем на 19%. Всего в 2014 году в США на биржу вышли 285 компаний.

Смысл IPO для компании — в привлечении акционерного капитала. Как правило, капитал используется для развития бизнеса, однако он может быть направлен также на выкуп бумаг у прежних акционеров — например, если основатель и топ-менеджмент владели акциями и теперь продают свои пакеты в ходе IPO. Также нередко средства, полученные от продажи акций в ходе размещения, идут на покрытие долгов: очень часто молодые компании избавляются от накопившейся за первые годы быстрого развития кредиторской задолженности.

В США есть определенные правила проведения размещений, которые ограничивают возможность для инвестиционных банков, являющихся организаторами размещения и выкупающих бумаги на

себя, а также для прежних акционеров и членов их семей, продавать бумаги в течение определенного времени после IPO. Это могло бы привести к резкому обвалу котировок, что негативно отразится на благосостоянии новых акционеров, купивших акции в ходе их размещения. Период, в течение которого акционерам, организаторам или топ-менеджерам запрещено продавать имеющиеся у них акции, называется периодом Lock Up.

Есть понятие «народные IPO», когда принять участие в заполнении книги заявок могут не только профессиональные инвесторы, но и все желающие. Но такие размещения редки.

К сожалению, в истории немало случаев, когда акции компании размещались по очень высокой цене и сразу после IPO лишь теряли в своей стоимости. Например, осенью 2011 года сервис онлайн-скидок Groupon провел суперуспешное IPO на NASDAQ, разместив акции по 20 долл. за штуку. Общая капитализация Groupon составила 12,7 млрд долл. — и это при выручке компании за 2010 год всего 312 млн долл. и полном отсутствии прибыли. Однако доходы быстро увеличивались, и эксперты считали, что Groupon является самой быстрорастущей компанией мира. Скептики между тем указывали, что бизнес-модель Groupon слишком слаба, а расходы непомерно высоки. К сожалению, они оказались правы: на конец 2015 года компания Groupon оставалась убыточной, а ее акции не дотягивали до 3 долл.

Почему компании по всему миру на определенной стадии развития идут на IPO? Какие преимущества извлекают из этого топ-менеджмент и акционеры и с какими последствиями этого ответственного шага им приходится мириться после того, как акции их компании становятся доступны для покупки всеми желающими на бирже?

Мотивы привлечения капитала с биржи могут быть самыми разными. Многие стремятся зафиксировать цену успеха, то есть привлечь новых собственников по более высокой цене, понимая, что в дальнейшем перспектив наращивания стоимости у компании уже не будет. Заметим, что выход на IPO означает привлечение более дорогого капитала, чем заемный. Заемный капитал дешевле собственного, во-первых, из-за меньшего риска, который берут на себя инвесторы — держатели облигаций, соответственно требуя меньшую доходность, а во вторых, из-за налоговых выгод заемного финансирования. Компании могут вычитать процентные выплаты по облигациям и кредитам из своей прибыли до налогообложения, а

вот дивиденды выплачиваются из прибыли после налогов (налога на прибыль).

Однако статус публичной позволяет компании существенно удешевить собственный капитал (на 1–3 процентных пункта) и заемный. Это связано с тем, что у компании появляется новый залоговый инструмент (в банке можно заложить акции), становится известной ее оценка; большая открытость (публичные компании обязаны раскрывать отчетность по страновым стандартам учета и отчетности, для США это US GAAP) привлекает к ней контрагентов, работников, инвесторов.

Но есть и затраты как на проведение самого IPO, так и на поддержание статуса (отчеты в SEC, общение с инвесторами, содержание совета директоров, оплата услуг аудиторов, бирж и тому подобное).

Обращение акций на биржевом рынке, особенно при значительном free-float, как это распространено среди американских компаний, усложняет управление (ведь совет директоров вынужден учитывать мнения гораздо большего числа акционеров), а также делает компанию уязвимой для враждебных поглощений. Кроме того, размещение акций всегда сопровождается неопределенностью: удастся ли привлечь требуемую сумму? Удастся ли продать бумаги по намеченной цене? Бывает, что представления основателей компаний и широкого круга инвесторов об истинной ценности бизнеса существенно расходятся.

Тем не менее в США для крупных компаний выход на биржу — это своеобразное правило хорошего тона, а также признак того, что бизнес развивается и готов к информационной открытости для всех и каждого. Статус публичной означает новый этап и вход в закрытый клуб публичных компаний.

Основатели бизнеса в ходе IPO, как правило, частично (а иногда и полностью) «выходят в кэш», то есть фиксируют прибыль по своей деятельности с момента основания компании, перепродавая инвесторам свои акции.

В ходе IPO Facebook среди инвесторов продавались акции класса А. 30,2 млн штук продал основатель сети Марк Цукерберг. За счет части вырученных от продажи средств он приобрел 120 млн акций класса В, увеличив таким образом свою долю голосов в совете директоров компании, а почти все остальные средства потратил на выплату налогов, также

связанных с продажей акций. Фонд Accel Partners (основанный венчурным инвестором Джимом Брейером) продал 38 млн акций, компании DST (контролируется российскими предпринимателями Алишером Усмановым и Юрием Мильнером) и Mail.ru – по 26 млн и 11 млн акций соответственно, на IPO также избавились от части своих пакетов основатель Zynga Марк Пинкус, инвесторы Питер Тиль и Рид Хоффман, Microsoft, Goldman Sachs. Всего существующие акционеры продали в ходе IPO 241,23 млн акций, сама компания – 180 млн акций (эмитированных дополнительно специально для размещения).

По сравнению с ценой размещения – 38 долл. – к 2016 году акции Facebook выросли более чем в 3 раза, почти до 125 долл.

Вообще рыночная оценка бизнеса компании, выражаемая в цене акции и в капитализации, является важной для крупных собственников и топ-менеджмента – ведь в широком смысле капитализация отражает представления рынка о будущих доходах и перспективах этого бизнеса. И несмотря на то что в короткие промежутки времени компания может быть слишком дешевой или слишком дорогой, на долгосрочной перспективе рыночная цена всегда отражает реальную стоимость бизнеса: ровно такую сумму готовы заплатить мировые инвесторы за вашу компанию.

Крупнейшее в мировой истории IPO состоялось в сентябре 2014 года на NYSE – причем рекордсменом стала отнюдь не американская компания, а китайский гигант интернет-торговли Alibaba Group. Корпорация сумела привлечь 25 млрд долл. Цена IPO составила 68 долл., но из-за чрезмерного ажиотажа вокруг перспективной интернет-компании цена на открытии торгов оказалась уже на 36% выше, а в течение первого дня торгов достигала 99 долл. Инвесторов не смущало даже то, что несмотря на наличие годовой прибыли в несколько миллиардов долларов компания не платила дивиденды, направляя доход на дальнейшее развитие. На конец 2015 года цена акций Alibaba снизилась по сравнению с рекордами первых дней торгов: в ноябре 2015-го капитализация компании составляла около 192 млрд долл. На середину 2016 года акции компании прибавили в цене более 40% с момента размещения. Текущая цена акции Alibaba Group – **98 долл.**



ДЖЕК МА – ОСНОВАТЕЛЬ ALIBABA GROUP

4.2. Процедура размещения акций: основные этапы

Подготовка к IPO начинается сразу после принятия решения о выходе компании на биржу с акциями для широкого круга инвесторов и может длиться год или больше. Так, для вновь созданных организаций должно пройти определенное время с момента их основания. Те, что существуют менее трех лет, могут претендовать на размещение лишь в определенных сегментах бирж для высокорисковых компаний. Организация приводит в порядок свою отчетность (в российской практике — переводит ее с РСБУ на МСФО, международные стандарты финансовой отчетности) и проводит аудит этой отчетности, так как накануне IPO она должна будет предоставить ее инвесторам. Все «дочки» компании должны быть включены в эту отчетность согласно той доле в их бизнесе, которая принадлежит «материнской» компании. Непрофильные активы, не имеющие отношения к основному бизнесу, желательно продать. Часто холдинг принимает решение вывести на IPO одно из своих подразделений, сосредоточенное на работе в определенной отрасли: чем понятнее компания и ее перспективы, тем охотнее купят ее акции. Выверяется устав, который определяет права акционеров на долю в прибыли и на участие в управлении компанией.

Инвесторы, в свою очередь, будут интересоваться динамикой показателей компании, поэтому обычно при выходе на IPO от компаний ждут аудированных показателей хотя бы за три минувших года, чтобы иметь возможность оценить динамику бизнеса. Обычно непубличные компании стараются выходить на облигационный рынок, чтобы постепенно «приручить» будущих инвесторов, зарекомендовав себя как добросовестных заемщиков.

На следующем этапе эмитент приступает к подготовке организации самого размещения. От него требуется выбрать себе биржу: как мы уже знаем, высокотехнологичные компании предпочитают NASDAQ, но крупнейшие из них считают, что достойны размещаться на NYSE как на самой большой в мире торговой площадке. Листинг на американских площадках достаточно дорогой и обходится эмитенту в несколько миллионов

долларов в год (листинг на особых секциях в Лондоне или на азиатских биржах на порядок дешевле). Эмитент имеет право самостоятельно провести IPO, но это будет сопряжено для него с огромным числом действий, поэтому ему необходимы организаторы и андеррайтеры. В их роли выступают инвестиционные банки (см. [раздел 2.4](#)). Именно они берут на себя важнейшую функцию — продажи акций конечным инвесторам, среди которых могут быть как крупные портфельные и институциональные инвесторы, так и большое число мелких физических лиц (среди которых акции распространяют по подписке брокеры, крупными инвесторами инвестбанки занимаются сами). Организаторы IPO помогают эмитенту определить структуру размещения. Она должна отвечать целям, ради которых он привлекает акционерный капитал с рынка. Какую долю акций нужно распределить между крупными фондами, а какую выпустить на открытый рынок? Какую долю бумаг выкупят на себя организаторы? Какого типа будут эти акции? Сколько будет акций типа А и типа В, как они распределятся между инвесторами, в чьих руках окажется большая часть голосов? И так далее. Андеррайтеры, в отличие от организаторов, берут на себя часть рисков и расходов эмитента, связанных с размещением, так как выкупают часть бумаг сами и потом продают их в ходе IPO. Кроме того, инвестбанки нередко становятся маркетмейкерами после размещения, поддерживая ликвидность новых акций.

На этом же этапе составляются проспект ценных бумаг, который подается для регистрации в SEC, и инвестиционный меморандум, где содержатся основные сведения о размещении: какое количество акций выпускается, для чего будут использованы привлеченные в ходе IPO средства, какие цели компания ставит перед своим бизнесом, как она будет распределять прибыль между акционерами и так далее. Обычно эмитент также определяет ценовой диапазон (price range), в котором он готов продать акции (нередки случаи, когда итоговая цена размещения выходит за этот диапазон).

Наконец, наступает время road-show — презентации для инвесторов. В ходе road-show представители компании и андеррайтеры стремятся обрисовать как можно более радужные

перспективы, не особенно отрываясь при этом от реальности, и убедить инвесторов в выгодности вложений в акции.

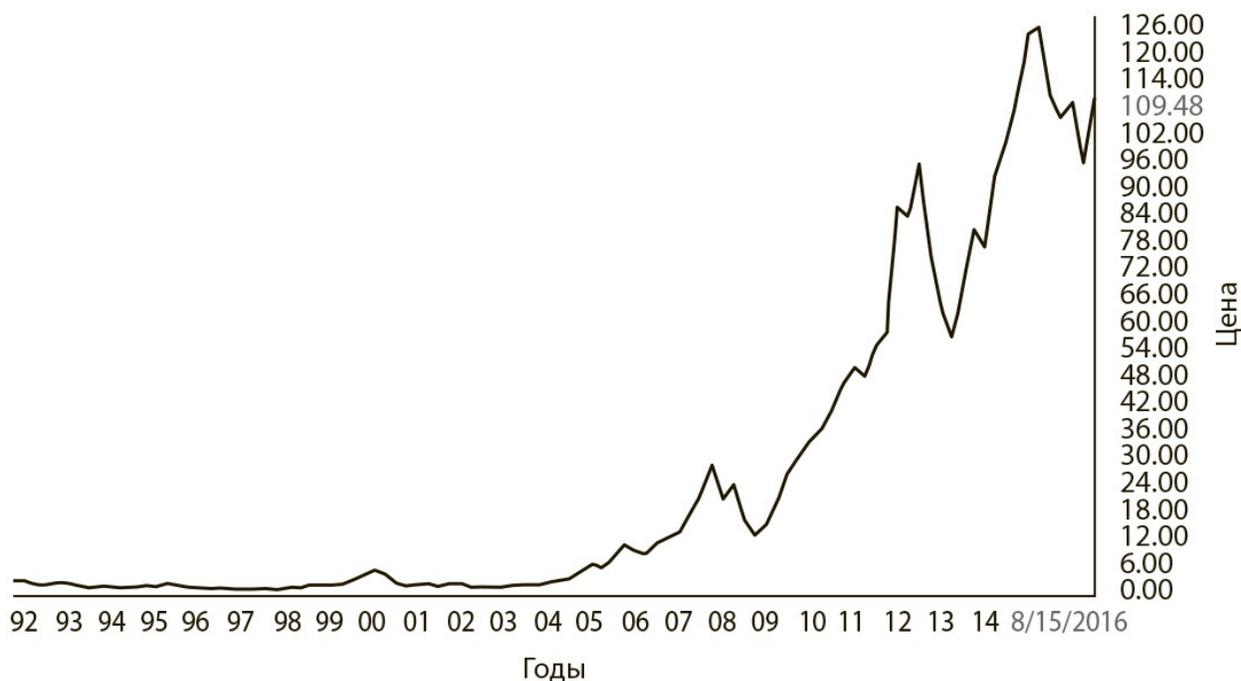
Завершается все проведением IPO — сбором заявок на акции и составлением книги заявок. Это происходит на протяжении одного или нескольких дней: за этот период эмитент понимает, сколько акций и по какой цене готовы купить инвесторы. На основе их заявок происходит pricing — определение конечной цены размещения. Заодно инвесторы получают акции согласно их заявкам и пропорционально тому объему, на который они претендовали (бумаг не всегда хватает на всех, особенно при большом спросе, в таком случае говорят о переподписке книги заявок, oversubscription). Заявки бывают разных типов. Простая заявка (strike bid) подается на определенное количество акций вне зависимости от цены. В лимитированной заявке (limit bid) указывается максимальная цена, которую готов заплатить инвестор. Currency bid представляет собой зеркальное отражение простой заявки: инвестор готов купить акции по любой цене, но на определенную сумму. Наконец, шаговая заявка (step bid) содержит указания о том объеме акций, который инвестор готов приобрести по каждой цене. Механизм удовлетворения заявок может варьироваться: так, компании, которые имеют все основания ожидать, что будут пользоваться спросом, могут прибегнуть к так называемому голландскому аукциону. Это означает, что желающие подают заявки с указанием объема и цены, затем компания устанавливает цену размещения и продает акции тем, кто указал цену не ниже установленной цены размещения. Те, кто предложил меньше денег, акций не получают. Такой механизм использовался, например, при IPO Google.

Дальше акции появляются в биржевой системе — и жизнь эмитента в новом статусе публичной компании начинается.

У компании появляются рыночная (наблюдаемая) цена акции и рыночная капитализация (как произведение цены биржевой на общее количество акций на руках держателей).

Apple (производитель персональных и планшетных компьютеров, аудиоплееров, телефонов и программного обеспечения) — уже несколько лет бесспорный лидер американского рынка по капитализации (см. график ниже).

Рыночная капитализация Apple в 2015 году составила 525 339 млн долл. (средняя оценка, так как капитализация фиксируется каждый день; есть понятие цены и капитализации открытия торгов на бирже, есть – закрытия, а также значение средневзвешенной цены и средневзвешенной цены по сделкам в течение дня). Если рассматривать компанию как отдельную страну, а ее капитализацию как ВВП, то Apple занимала 37 место по ВВП среди всех стран мира по данным на 2015 год. Ее соседи – Ирак (544 млрд долл., 36-е место) и Венесуэла (38 место с 516 млрд долл.).



ДИНАМИКА ЦЕНЫ АКЦИИ КОМПАНИИ APPLE ЗА ПЕРИОД С 1992 ПО 2016 ГОД

Apple – своеобразная компания, она много инвестирует по миру, покупая стартапы полностью и интегрируя их в свой портфель бизнес-направлений. Например, покупка в 2014 году производителя наушников и динамиков Beats Electronics дала Apple возможность запустить сервис Apple Music. Это стандартный путь для компаний новой экономики, так как правильнее бывает купить готовый креативный бизнес с его сотрудниками, чем пытаться с нуля взрастить что-то новое. На рынках с наличием ограничений на вход Apple инвестирует в ходе частных размещений акций. Так, в 2016 году компания объявила об инвестициях в размере 1 млрд долл. в китайский стартап Didi Chuxing Technology по заказу такси (основного конкурента Uber), который работает более чем в 400 городах Китая. Стоимость Didi Chuxing Technology оценивается в 25 млрд долл., одно из его направлений – создание автоматического транспортного средства (аналогичные проекты есть у американских General Motors и Lyft).

30 января 2015 года на торгах на NYSE акции американской корпорации Apple достигали 120 долл. за одну ценную бумагу, а 28 апреля 2015-го на открытии торгов цена была зафиксирована на уровне 134,46 долл., что является рекордом для бумаг Apple.

Парадокс, но акции Apple не всегда так радовали инвесторов. Более того, трудно найти такого инвестора с железными нервами, который удержал бы в своем портфеле акции этой компании на протяжении 30 лет. За период с 1992 по 1997 год акции Apple упали на 79,6% (в результате индекс S&P 500, традиционный бенчмарк для акций американского рынка,

обогнал их на 771 процентный пункт; вряд ли в мире найдется профессиональный управляющий активами, который выдержал бы такой прессинг рынка через сравнение этих двух инвестиций). И вот с 2009 года начинается история успеха (см. график выше).

4.3. Жизнь после IPO: задачи руководителя компании в современном мире

Как уже говорилось в [разделе 4.1](#), публичным компаниям выгодно, чтобы их капитализация росла. Рыночные движения могут быть разными, но в средне- и долгосрочной перспективе компаниям желательно показывать рост — и совсем хорошо, если он будет сильнее роста экономики и других компаний из той же отрасли.

Добавим, что на практике бонусы и «золотые парашюты» топ-менеджмента привязаны к котировкам акций компании, где они работают. Значительную часть таких бонусов могут составлять опционы на акции (то есть обязательства компании продать акции по определенной цене). Хорошим тоном у топ-менеджмента считается приобретать небольшие пакеты акций компаний на собственные деньги: этим они показывают, что верят в перспективы бизнеса, которым руководят, и готовы сами в него инвестировать. Управлению стоимостью бизнеса (value creation) посвящены целые курсы в бизнес-школах и исследования видных экономистов. Менеджменту компаний даются рекомендации, что следует делать, чтобы нарастить рыночную (не балансовую, не номинальную) стоимость акции. Наблюдения за публичными компаниями, их успехами и промахами дает отличную возможность сделать выводы, какие корпоративные решения создают дополнительную стоимость, а какие ведут к ее снижению. Например, многие исследования отслеживают такие решения в области инвестиционной деятельности корпораций, как покупка готовых (уже функционирующих) компаний на рынке — M&A. Что интересно, исследования показывают, что не всегда в результате таких сделок удается действительно нарастить стоимость (цена объединенной компании оказывается не выше суммы двух отдельно функционирующих). Чтобы сделать прогноз, действительно ли сделка создаст дополнительную стоимость, важно учитывать, в какой отрасли покупается компания-цель (target), за «наличные деньги» или через обмен акциями, это трансграничная сделка или нет и тому подобное.

Финансовая экономика учит и правильно подбирать источники финансирования, доказывая, что есть оптимальная структура

капитала (то есть соотношение между собственным и постоянно используемым заемным капиталом), при которой максимизируется рыночная стоимость компании (Market Value of Firm). Есть определенные рекомендации по построению корпоративного управления (числу членов совета директоров и их ротации, мотивации членов совета директоров и топ-менеджмента, раскрытию информации и правилам работы с инвесторами — многие компании даже создают специальные службы Investor Relation).

Но, конечно же, основа хорошей динамики акций и капитализации — успехи в бизнесе. Акционеры должны видеть хорошие перспективы доходов в течение относительно длительного периода (а не только в ближайшие 1–2 года). Поэтому такое важное значение имеют квартальные и годовые отчеты компаний. Чтобы хотя бы немного сгладить возможные колебания из-за выхода отчетности, эмитенты стараются публиковать их, а также важные новости до начала или уже после окончания торговой сессии. А если по деятельности компании ожидается выход какого-то судебного решения, то торги акциями могут даже приостановить на несколько часов, чтобы избежать манипуляций и излишнего ажиотажа.

Производитель самых популярных электромобилей в мире Tesla Motors вышел на IPO 28 июня 2010 года. Долгое время акции не демонстрировали значительного роста. Скачок произошел только в конце марта 2013 года. Тогда глава компании Илон Маск сообщил, что количество предзаказов на Model S, способную разогнаться до сотни за 4,2 секунды, превысило все возможные ожидания. Буквально за два месяца акции компании выросли с 35 до 100 долл. Сегодня бумаги Tesla можно купить примерно за 220 долл.



ИК «ФРИДОМ ФИНАНС» КУПИЛА САМЫЙ МОЩНЫЙ АВТОМОБИЛЬ В ЛИНЕЙКЕ TESLA 2015 ГОДА – MODELS–P85D – И ПРЕДСТАВИЛА ЕГО ИНВЕСТОРАМ

В 2014 году компания Merck зарегистрировала новое лекарство от меланомы для пациентов, которые не реагируют на существующие виды лечения. Сразу же после публикации этой новости котировки Merck подскочили до годового максимума: инвесторы были воодушевлены и даже не обратили внимания на то, что против Merck сразу же был подан иск о том, что она якобы нарушила чужой патент.

Кроме того, публичным компаниям приходится тщательно следить за своим балансом, в первую очередь не допускать чрезмерной долговой нагрузки.

Слишком большой долг — плохо, но и отсутствие кредитной истории и кредитных рейтингов и работа на дорогом собственном капитале — тоже плохо. Если у компании А нет долга, а у Б разумный долг, то при прочих равных капитализация Б будет выше (точнее, соотношение P/E по компании Б будет выше). Но, конечно, надо еще учитывать и перспективы роста (потенциал темпа роста выручки и прибыли). Интерес к наличию заемного капитала связан с тем, что долг позволяет быстрее расти, покупать конкурентов.

Важный фактор — дивидендная доходность (см. [раздел 4.4](#)) или хотя бы стремление делиться прибылью с акционерами. Хотя бывают и исключения: так, для американских инвестбанков характерна ситуация, когда сумма на бонусы их трейдерам

оказывается из года в год больше, чем чистая прибыль, остающаяся в распоряжении акционеров. Но вообще чрезмерная щедрость по отношению к топ-менеджменту может и оскорбить инвесторов. Традиционно аналитики сопоставляют сумму общего вознаграждения топ-менеджмента с общей акционерной доходностью (TSR). На общем собрании бывает очень трудно объяснить, почему надо голосовать за повышение вознаграждения, если TSR не растет, а падает.

Если компания не платит акционерам или платит, но хочет дополнительно простимулировать их, она может провести buyback, то есть выкуп акций с рынка. Так, акции на 1 млрд долл. выкупила у своих акционеров высокотехнологичная компания Micron Technology. Она не платит дивидендов, поскольку активно расширяет бизнес, но сочла нужным таким образом показать своим акционерам, что готова делиться с ними доходами. К слову, молодой и активно развивающейся компании инвесторы скорее «простят» отсутствие дивидендов, так как больше рассчитывают на быстрый рост ее бизнеса и, соответственно, капитализации, а вот для крупных, зрелых компаний дивидендный вопрос является крайне важным.

Открытость (или транспарентность) важна еще и потому, что акционеры должны иметь возможность легко оценить не только текущее положение компании на рынке, но и ее перспективы. Хотя кажется, что чем больше бизнес, тем лучше, и чем больше он диверсифицирован, тем он устойчивее, на деле, если у компании слишком много разношерстных активов, ей имеет смысл выделить часть из них в отдельные компании и продать либо вывести на биржу. Исследования показывают, что конгломераты обычно ценятся с дисконтом в 10–15% к сумме отдельных бизнесов, которые эти конгломераты формируют. «Сброс балласта» или выделение частей могут повысить капитализацию материнского холдинга, а также сделают компанию более понятной для инвесторов.

В качестве примера компании с непонятными перспективами, как ни странно, часто приводят General Electric. Пика капитализации, который пришелся на 2000 год, GE не может заново достичь уже более 15 лет, сейчас она примерно вдвое дешевле

уровня 2000 года. Аналитик Barclays Скотт Дэвис даже высказал мнение, что империя GE стала неуправляемой, многие инвесторы считают ее непригодной для инвестиций (uninvestable), слишком сложной компанией, внутри которой чересчур много разных бизнесов. Но на их выделение GE пока не идет.

Особняком стоит поглощение компании: обычно оно предваряет выкуп акций у несогласных с поглощением, и если бизнес многообещающий, то его приобретут задорого и новый владелец либо выкупит бумаги у инвесторов по хорошей цене, либо обменяет их на акции объединенной компании.

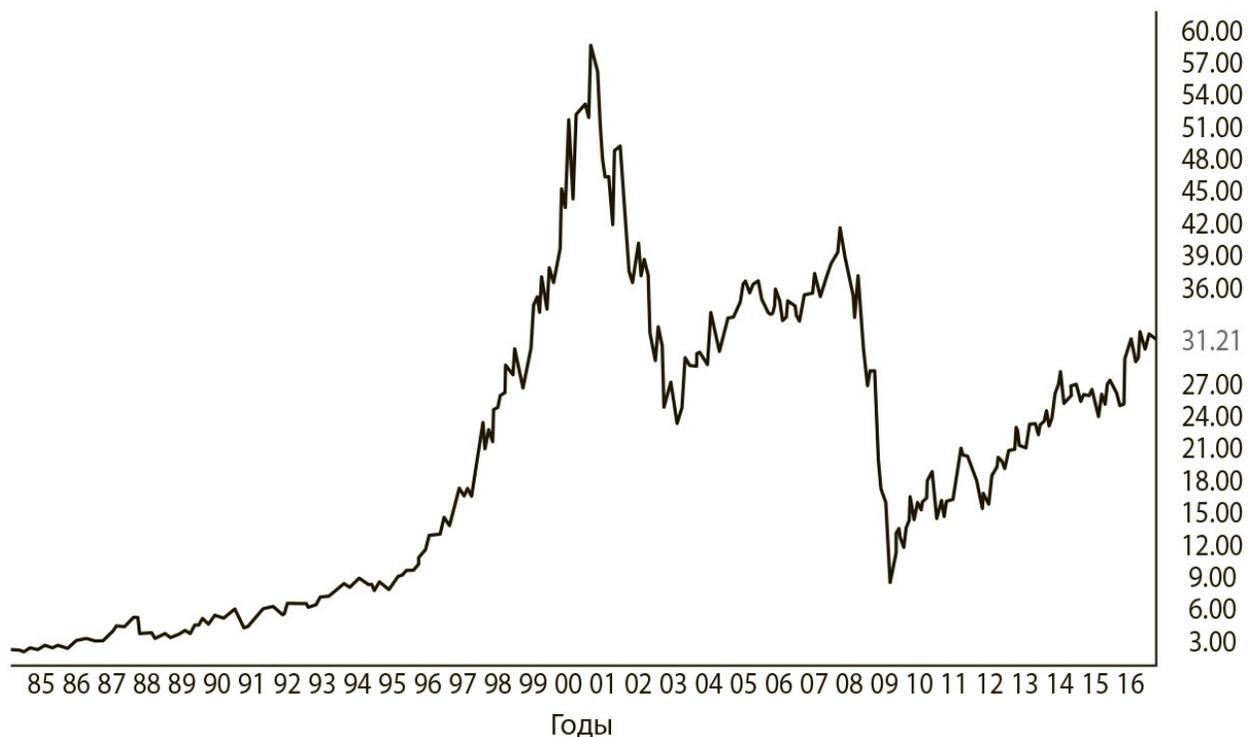


ГРАФИК СТОИМОСТИ АКЦИЙ GE ЗА ВСЮ ЕГО ИСТОРИЮ

Например, в августе 2011 года, сразу после выхода новости о том, что Google поглощает Motorola, акции последней всего за один день выросли на 54%. А в 2014 году акции Nokia выросли в два раза после того, как мобильный бизнес компании был продан гиганту Microsoft.

С чем топ-менеджменту нужно быть осторожнее, так это с покупками других компаний. Дело в том, что если в качестве покупателя выступает сам эмитент, то у инвесторов сразу

появляется масса вопросов. Самый главный, конечно, — откуда возьмутся деньги? Если сделка будет осуществлена за счет собственных средств компании, то акционерам достанется меньше прибыли (или не достанется вовсе). Если на покупку пойдут заемные средства, значит, долговая нагрузка эмитента сильно увеличится, а следовательно, ему придется много денег направлять на выплату процентов по займам и конечная прибыль упадет. Но и это еще не все. Инвесторы могут счесть, что бизнес, который компания покупает, оценен неоправданно дорого, или что у него нет перспектив, или что его инкорпорирование в компанию-покупателя займет слишком много времени и будет чересчур затратным. Словом, после поглощения компания-поглотитель может обнаружить, что ее капитализация таает. Но, конечно, это не означает, что нужно отказываться от приобретений, полагаясь лишь на реакцию рынка: акционеры не узнают об упущенных возможностях, но это может обернуться потерей серьезных прибылей, за что они также не скажут спасибо. Например, в 2009 году Johnson & Johnson, один из бизнесов которой — фармацевтика, купила за скромные 440 млн долл. хронически убыточную компанию Crucell, занимавшуюся противовирусными и иммунными препаратами. Но в 2014 году Crucell начала разработку... вакцины от лихорадки Эбола. Это может принести J&J серьезные деньги.

Не всем компаниям статус публичных оказывается по плечу. Нередки случаи, когда они проводят полный выкуп акций или делистинг — и уходят с биржи. Основатель холдинга Virgin Ричард Брэнсон писал в книге «Обнаженный бизнес»⁷: «У инвесторов обычно короткая память. Но старожилы лондонского Сити <...> вспомнили, что в ноябре 1986 года я, возлагая на это большие надежды, уже размещал акции Virgin Group на фондовой бирже, а затем, в октябре 1987 года, когда фондовая биржа потерпела крах, захотел изъять их из обращения. <...> Мой первый опыт превращения Virgin в публичную компанию был самым ужасным периодом за все время в бизнесе. Я устал от бесконечных встреч с аналитиками и собраний с инвесторами. Мне жутко не нравилось то, что я обязан отчитываться перед институциональными акционерами, которые совсем не понимали нашей философии, — я знаю, многие директора публичных компаний понимают, о чем я говорю, но могут только посочувствовать мне. Никто не понес никаких финансовых потерь, когда мы изменили свой курс; наши инвесторы получили не только ожидаемый процент от прибыли нашего предприятия, но и довольно значительные дивиденды. Мир приходил в себя от октябрьского шока, а я ожидал, что наши акции снова поднимутся в цене, особенно после того, как мы представили свои годовые отчеты: в июле 1987 года наша прибыль увеличилась за год более чем в два раза, с 14 до 32 млн фунтов стерлингов. Однако цена наших акций падала,

как падала цена на акции других компаний: со 140 пенсов при выпуске акций на биржу до 70 пенсов. Наша прибыль увеличилась в два раза, а цена акций вдвое уменьшилась – весьма странная логика! В июле 1988 года мы объявили на рынке, что проводим внутренний управленческий выкуп по изначальной цене 140 пенсов за акцию. Я не хотел подвести целую армию всех наших мелких инвесторов – включая многих близких друзей, – которые верили в нас и вложили в наш бизнес свои сбережения. Чтобы реализовать свой план, мы взяли кредит в 300 миллионов фунтов стерлингов. <...> Лондонский Сити был не прав в оценке нашего бизнеса – тогда мы чуть было не вышли из игры, но очень скоро превратились в одну из крупнейших в мире групп компаний с частным капиталом и мощной инвесторской поддержкой в придачу».

Почти через 20 лет Virgin вернулась на Лондонскую биржу в лице телекоммуникационного оператора Virgin Mobile, и на этот раз дела пошли хорошо.

Наконец, очевидно, что есть ряд вещей, которые руководитель компании, заботящийся о ее капитализации, не будет делать никогда. Он не должен манипулировать акциями или торговать на инсайте, потому что рано или поздно это неминуемо раскроется и ущерб репутации компании возместить будет невозможно (см. [раздел 1.6](#)). Он не должен скрывать убытки, потому что это также раскроется и к тому моменту компанию уже нельзя будет спасти. Наконец, он не должен обещать акционерам больше, чем может выполнить, потому что рынок реагирует на отчеты в соответствии со своими ожиданиями. Если отчетность лучше ожиданий – акции растут, если хуже – они падают.

4.4. Дивиденды: почему одни компании платят, а другие нет

Наличие дивидендов, их форма и размер, частота выплат зависят от ряда факторов. Заметим, что выплаты дивидендов не являются обязательными даже при наличии у компании чистой прибыли (традиционно именно с этим фактором увязываются дивиденды) и свободного денежного потока (FCF). Еще заметим, что не всегда дивиденды платятся в денежной форме (хотя это самый распространенный вариант). В ряде случаев компании вознаграждают своих акционеров новыми акциями или даже натурой (на заре развития капитализма одна американская компания раздавала своим акционерам талоны на похоронные принадлежности). Но если говорить о денежных дивидендах, то что определяет их размер?

Во-первых, конечно, институциональная структура, включая налоговую нагрузку, те акционеры, с которыми работает компания, и ее потенциальные инвесторы. Есть акционеры, которые не очень заинтересованы в дивидендах из-за большого подоходного налога и наличия других источников дохода. Институциональные инвесторы (страховые компании и пенсионные фонды), напротив, заинтересованы в регулярных источниках дохода, поэтому они в первую очередь предъявляют спрос на привилегированные акции, процент по которым фиксирован. Более того, государство дает им налоговые послабления при работе с привилегированными акциями. Поэтому клиентская теория дивидендной политики утверждает, что компании всегда смотрят на структуру акционерного капитала, учитывают запросы инвесторов. Зачастую запросы иррациональны, и есть даже такое понятие, как волны интереса к дивидендам, когда при прочих равных рыночная оценка (точнее — мультипликаторы, например P/E) оказывается выше у плательщиков дивидендов. Но это не постоянная ситуация, эти отрезки времени можно выявить при помощи статистики.

Есть объективные факторы, которые определяют выплаты, — это наличие прибыли (денежного потока) и величина инвестиционной программы. Хотя существуют примеры, когда ради выплат при отсутствии достаточной прибыли компании привлекают заемный

капитал и не снижают принятую величину выплат (например, дивиденда на акцию, DPS).

Коэффициент дивидендных выплат (или дивидендного выхода) рассчитывается как отношение дивиденда за определенный год (DPS) к чистой прибыли того года, за который платятся дивиденды (например, к EPS).

Убыточные компании в большинстве своем дивидендов не платят. Как уже упоминалось в [разделе 4.3](#), выплатами дивидендов не балуют своих акционеров развивающиеся компании, вкладывающие все полученные средства в развитие бизнеса.

Крупные, зрелые компании направляют на дивиденды большую часть своей прибыли. Так, Coca-Cola по итогам 2014 года направила на дивиденды 5,35 млрд долл. при чистой прибыли 7,1 млрд — более 75%.



РЕКЛАМНЫЙ ЭКРАН СОСА-COLA

С точки зрения ситуации совершенного рынка рыночная стоимость компании (MV), как доказали нобелевские лауреаты по экономике Мертон Миллер и Франко Модильяни, не зависит от величины дивидендов, так как в случае выплаты компании придется найти аналогичную сумму (то есть организовать замену),

чтобы эту сумму инвестировать. Выводы меняются на прямо противоположные (о значимости влияния дивидендов на рыночную стоимость компании и повышении стоимости при росте долга и дивидендных выплатах) при ситуации несовершенного рынка, когда вводится первое (и одно из основных) несовершенство — налог на прибыль. Так как дивиденды, проценты по займам и реинвестирование порождают разные налоговые нагрузки на компании, а ставки подоходного налога также различаются по дивидендам, доходу от держания облигаций и выгод от продажи акций, все это вместе формирует для компании понимание, целесообразны выплаты с точки зрения абстрактного инвестора или нет.

Компании могут завоевывать сердца инвесторов и без дивидендов. Так, Berkshire Hathaway Уоррена Баффетта вообще не платит дивиденды, но ее акции являются самыми дорогими и стоят более 200 тыс. долл. За 2011–2014 годы они выросли в цене на 90%. У гиганта Apple дивиденды невысокие относительно цены акции — всего 1,5% годовых; впрочем, ее акции также в последние годы радовали инвесторов своей сильной динамикой.

В то же время в составе индекса S&P 500 есть компании, чьи дивиденды составляют 10–15% годовых.

Для инвестора важен не столько сам размер дивиденда в долларах на акцию, сколько относительный показатель — текущая дивидендная доходность. Она вычисляется путем деления дивиденда на сегодняшнюю (или зафиксированную на некий момент времени, например конец календарного года) стоимость акций.

Самый интересный показатель — отношение ожидаемого дивиденда к текущей цене. Этот показатель модулирует ситуацию получения доходности при принятии инвестиционного решения сейчас. Он показывает, какую доходность заработает инвестор на дивидендах, если сегодня купит акцию и дождетя момента попадания в реестр акционеров (по большинству американских компаний дивиденды платятся четыре раза в год, так что период ожидания — 2–3 месяца). Напомним, что речь идет о «грязной» доходности, так как не учитываются налоги на дивиденды (в США — 30%, в РФ — 13% от объявленного дивиденда, в разных странах налоговые ставки различаются) и комиссионные на покупку акции.

Здесь следует отметить, что для получения дивиденда совсем не обязательно владеть акцией год или другой длительный временной отрезок. Достаточно попасть в реестр акционеров. Компании, которые платят дивиденды один раз в году, фиксируют эту дату также один раз за год. Для каждой выплаты нужна своя дата, которая зафиксирована, кто из акционеров (держателей акций) сможет претендовать на дивиденды. Так как на большинстве бирж торги реализуются в режиме T+ (на американских биржах это T+3), для попадания в реестр (когда деньги будут заплачены и сделка полностью исполнится) необходимо купить акцию (зафиксировать сделку) за три дня до даты закрытия реестра. На следующий день (он называется экс-дивидендной датой) покупатель акции уже не сможет претендовать на объявленный до этого дивиденд.

В мировой практике принято, что компании заранее оповещают инвесторов о предполагаемых дивидендах. Рассматривается этот вопрос на собрании акционеров, и дата закрытия реестра (соответствующая крайняя дата, когда можно попасть в список получателей) также известна заранее.

Постепенно компании повышают дивиденды: обычно это происходит раз в год. Такое повышение воспринимается инвесторами как признак того, что у компании все хорошо, стабильно и она развивается. Есть компании, которые 20 лет непрерывно выплачивают дивиденды и постоянно их повышают. Самые крупные из них — ExxonMobil (XOM), Johnson & Johnson (JNJ), AT&T (T), Procter & Gamble (PG), Wal-Mart Stores (WMT), Coca-Cola (KO), Chevron (CVX), PepsiCo (PEP), IBM, McDonald's (MCD). Даже в кризис они не прекращали выплату своих дивидендов. Многие из этого списка за последние 20–30 лет ни разу не нарушили традицию повышать хотя бы на 1 цент свои дивиденды из квартала в квартал. За такую ответственность их и любят акционеры. Крупнейшее рейтинговое агентство S&P отслеживает такие компании и формирует из них индекс, который называется «индекс дивидендных аристократов».

Стоит добавить, что если вы торгуете на американском рынке, то дивиденды начисляются автоматически и также автоматически с вас списывается налог на них. Традиционно американские компании выплачивают своим акционерам дивиденды четыре раза

в год. День, когда публикуются сумма и дата выплаты дивиденда, называется declaration date. День составления (закрытия) реестра акционеров — date of record. Между объявлением дивидендов и выплатой (payment date) проходит примерно два месяца, в середине этого срока составляется реестр.

Акционеры, попавшие в реестр, получают дивиденды. Таким образом, в ожидании закрытия реестра акции, как правило, подрастают примерно на величину объявленного дивиденда, а после его закрытия снижаются. Обычно фиксируется непропорциональное дивидендной сумме снижение цены акции (на меньшую сумму падает цена, что создает возможности выстраивания краткосрочных дивидендных стратегий вокруг дивидендной даты).

Сейчас крупные американские корпорации предпочитают выплачивать дивиденды из расчета 3–5% годовых от стоимости акции в долларах США — хотя многие из них могли бы направлять акционерам больше своей прибыли. Все дело в налогах на дивиденды, которые для резидентов США достаточно высоки — 30–35%. Проявляя заботу об акционерах, компании вместо выплаты дивидендов выкупают обратно свои акции. Благодаря тому, что ценных бумаг данного эмитента становится меньше, доля в акционерном капитале у инвесторов повышается. Это отличный способ замещения дивидендов, с которых надо платить налоги. К примеру, программа обратного выкупа у Apple составляет на ближайшие годы 130 млрд долл., Boeing недавно расширил подобную программу до 12 млрд.

4.5. Как ведет себя цена акций компаний после IPO на долгосрочной перспективе

IPO традиционно является не только одним из самых «горячих» событий на фондовом рынке, но и одним из самых непредсказуемых. В силу разных факторов перед IPO руководители компаний акцентируют внимание инвесторов на положительных аспектах развития компании. Они стараются работать особенно активно при проведении road show (вознаграждение многих топ-менеджеров зависит от того, насколько успешно компания сможет реализовать выход на биржу), а после IPO запал пропадает и отчетность начинает фиксировать объективное положение дел, что порой вызывает коррекцию цены акций.

Регулярно в первые дни после IPO происходит взрывной рост цены акций молодой компании. Этому способствует большое число инвесторов, которые не смогли получить акции при размещении (они покупают после старта торгов). Андеррайтеры понимают стремление компании продать акции как можно дороже, однако если их оценка спроса невелика, они будут настаивать на снижении цены размещения, чтобы продать весь желаемый объем.

Нередко после IPO наблюдается весьма стабильная динамика, когда цена ведет себя весьма устойчиво на фоне рыночных колебаний. Хороший пример — Planet Fitness. Американская сеть фитнес-клубов провела свое размещение 5 августа 2015 года по цене 16 долл. за акцию, и уже через две недели котировки выросли на 20%, достигнув максимума в 19,4 долл. 17 августа. И самое сложное в таких случаях — не стремиться быстро зафиксировать прибыль и дать динамике продолжиться. Через год, 15 августа 2016 года, акции Planet Fitness превысили 22 долл. (или +40% к цене IPO). Еще больший прирост в самые короткие сроки могут показывать высокотехнологичные компании и стартапы поздней стадии развития. Так, компания Twilio провела свое IPO 22 июня 2016 года по цене 15 долл. В первый же день торгов цена акций выросла почти в два раза, а менее чем через два месяца она достигала 66,4 долл., — более чем в четыре раза увеличившись по сравнению с ценой размещения.

Однако бывает и так, что снижение ажиотажа первых дней вызывает не просто коррекцию цены акций, а заметное снижение. Насколько оно будет длительным, зависит от многих факторов. Наиболее значительные потери после IPO были зафиксированы в такой американской компании, как Tallgrass Energy (размещение в мае 2015 года), когда цена упала на 56%. Еще два антирекорда — компании Univar (41% падения) и Ferrari (падение на 25% от цены первого дня торгов). Отдельно стоит вспомнить размещение акций социальной сети Facebook, когда выше цены IPO акции были лишь один день, сразу после чего они начали путь к более чем 50%-му снижению. Несколько раз увеличивавшийся в процессе подготовки объем акций, а также повышение цены сыграли плохую шутку: рынок не смог адекватно «переварить» такое количество. Однако позже, когда бизнес Facebook окреп и инвесторы увидели уверенный рост финансовых показателей и поверили в будущее социальной сети, акции компании начали свое «ралли»: в результате ценные бумаги не просто вернулись к цене размещения, но и превысили ее в три раза.



Важно понимать, что инвесторы, участвующие в IPO, принимают на себя более высокие риски, нежели те, кто покупает на вторичном рынке: спрос на момент размещения может быть перегрет, что может стать причиной переоценки стоимости компании. (Кроме этого, отсутствие истории торгов, а также малый срок отчетности и прозрачности создают дополнительные риски.) Награда за это может быть весьма существенной, однако не во всех случаях. Для повышения вероятности положительного исхода стоит выбирать участие в размещениях компаний — лидеров в своих сегментах. То есть IPO на рынке США происходят очень часто: каждый день размещаются несколько «новеньких». Но не все они интересны для вложения средств. Инновационные компании, пусть даже не имеющие стабильной прибыли, могут преподнести приятные сюрпризы в виде стремительного роста. Но если размещается бизнес, у которого есть более крупные конкуренты, то покупать их будет зачастую неоправданно.

Резюме

- В ходе IPO компании впервые предлагают свои бумаги широкому кругу инвесторов.
- IPO дает возможность привлечь акционерный капитал для развития бизнеса, а также для выкупа акций у тех основателей компании, кто хочет «выйти в кэш» (обналичить свои усилия).
- Нередки случаи, когда на волне IPO акции взмывают вверх, но потом «розовые очки» инвесторов спадают и акции снижаются.
- Главная цель деятельности ответственных компаний — повышение капитализации, и они всеми средствами стремятся увеличить лояльность своих акционеров: платят дивиденды, выкупают акции и, конечно, заботятся о развитии бизнеса.
- Котировки компаний могут резко реагировать на выход отчетности и другие корпоративные новости.
- Растущие компании пренебрегают дивидендами, но любят их не за это, а за высокие темпы роста бизнеса. У развитых,

стабильных компаний на дивиденды может уходить большая часть прибыли.

Глава 5

Регулирование финансового рынка: кто защищает инвестора

5.1. Финансовое законодательство: основные принципы и важные моменты

«Мир инвестирования увлекателен и сложен. Он может быть очень плодотворным. Но в отличие от банковского сектора, где вклады гарантируются, акции, облигации и другие ценные бумаги могут обесцениваться. Нет никаких гарантий. Вот почему инвестирование — это не зрелищный вид спорта. На сегодняшний день лучший способ для инвесторов защитить деньги, которые они вкладывают в рынок ценных бумаг, — исследовать и задавать вопросы», — эта цитата с сайта SEC как нельзя лучше отражает суть подхода к регулированию финансовых рынков.

Цель всего множества законов и нормативных актов, действующих в отношении финансовых рынков США, — защита конечных инвесторов, что, в свою очередь, должно повышать доверие к финансовым рынкам. С изменением рынков и совершенствованием механизмов обхода требований закона совершенствуется и законодательство. Общие принципы можно описать так.

- Инвесторы должны иметь максимально полную и достоверную информацию о бизнесе эмитентов и участников финансового рынка. Последние должны раскрывать информацию регулярно и в положенном объеме.
- Инсайдерские сделки (на основе внутренней, непубличной информации) и манипуляции (которые возможны при относительно небольшом free-float через искусственное понижение цены и скупку акций с последующим разгоном цены на суперновостях) запрещены.
- Брокеры и другие финансовые посредники, а также финансовые консультанты должны действовать, исходя

прежде всего из интересов инвестора — предоставляя ему лучшую котировку и так далее.

- Участники финансового рынка не должны внушать инвесторам неоправданные надежды и скрывать от них степень риска. Запрещается обещать определенную доходность.

Значительное число нарушений SEC выявляет с помощью своих информаторов — это зачастую сотрудники компаний, позволяющих себе нарушения (в том числе и бывшие сотрудники). Более того, информаторам положено вознаграждение — от 10 до 30% штрафов, которые SEC возьмет с нарушителей (конечно, если сведения подтвердятся). Ежегодно SEC получает несколько тысяч (!) сообщений от информаторов.

Основной комплекс законов, составивших финансовое регулирование в современном виде, появился в США после — и в результате — Великой депрессии (см. [раздел 1.3](#)). В первую очередь это Закон о торговле ценными бумагами 1934 года, создавший SEC, и Закон о ценных бумагах 1933 года. Именно эти два закона обязали эмитентов раскрывать всю правду о рисках, которые несет в себе покупка их ценных бумаг, а финансовых посредников — биржи, брокеров и так далее — действовать в первую очередь в интересах инвесторов.

Так, Закон о ценных бумагах 1933 года ввел институт регистрации ценных бумаг, цель которой — заставить эмитентов раскрывать важную финансовую информацию о себе. Важно, что и SEC, и закон требуют, чтобы предоставленная информация была точной, но не могут этого гарантировать. Но если инвесторы из-за недостаточной, неполной или неверной информации, предоставленной эмитентом, потерпят убытки, то они смогут добиться их компенсации через суд.

Далее появились закон о трастовом соглашении 1939 года, закон об инвестиционных компаниях 1940 года и об инвестиционных консультантах 1940 года. В 2002 году вследствие банкротства Enron был принят закон Сарбейнза — Оксли. Он повысил ответственность корпораций за раскрытие финансовой информации и махинации с бухгалтерскими отчетами, а для надзора за деятельностью аудиторов предусмотрел создание специального органа — Public Company Accounting Oversight Board.

В 2010 году, после кризиса 2008–2009 годов, был принят закон Додда — Франка. Его цель — обеспечение финансовой стабильности за счет повышения прозрачности финансовой системы и ее контроля. Отныне в США не должно было остаться крупных финансовых структур, банкротство которых привело бы к краху всей финансовой системы (Too Big to Fail). Также в США был создан Совет по финансовой стабильности (Financial Stability Oversight Council), задача которого — выявлять риски нарушения стабильности финансовой системы США. Если какая-либо финансовая структура несет такие риски, то он может потребовать перевода ее под надзор ФРС. Также в результате принятия закона Додда — Франка было создано Агентство по финансовой защите потребителей (Consumer Financial Protection Bureau), призванное предоставлять инвесторам полную информацию об условиях различных финансовых услуг и предотвращать недобросовестное поведение финансовых компаний. Кроме того, закон Додда — Франка ввел требование раскрывать подробную информацию о качестве исходных активов, лежащих в основе процесса секьюритизации, и результатах их финансовой экспертизы, а вознаграждение топ-менеджерам компаний теперь должно быть одобрено акционерами.

Финансовое законодательство охватывает всю инфраструктуру финансового рынка, в том числе:

- биржи и ECN;
- профессиональных участников финансового рынка, работающих с конечными инвесторами, — брокеров, дилеров, управляющих;
- депозитарии и клиринговые организации;
- взаимные фонды;
- инвестбанки и хедж-фонды;
- эмитентов ценных бумаг;
- финансовых советников и консультантов;
- рейтинговые агентства.

Можно сказать, что система защиты частного инвестора в США наиболее масштабна и охватывает все возможные сферы финансового рынка.

Многие аналитики высказывают критические замечания относительно зарегулированности фондового рынка США, который теряет эмитентов (многие уходят на азиатские площадки) и нагружает крупные инвестиционные компании излишними затратами. Впечатляющие цифры роста регуляторной нагрузки на банковский сектор приводит газета Wall Street Journal (WSJ) от 30 мая 2016 года. Например, всемирно известный J. P. Morgan — американский банк со 100-летней историей — в 2014 году объявил о планах нанять 14 тысяч сотрудников, которые должны заниматься только тем, чтобы обеспечивать выполнение регуляторных требований (в системе compliance). Борьбой с отмыванием денег там уже занимается 8 тысяч человек.

Citigroup объявляла, что должна в 2011–2014 годах нанять дополнительно 6 тысяч сотрудников для работы в риск-менеджменте (risk management), соблюдении правил (compliance) и антиотмывочном регулировании (anti-money laundering) для выполнения требований регулятора. Число сотрудников compliance в HSBC в 2013 году выросло на 1800 человек. WSJ опубликовала расчеты, сколько страниц занимают правила по реализации закона Додда — Фрэнка 2010 года. Число приближается к 25 000, и это только регулирование (без отдельного обсуждения ситуаций по судебным тяжбам и решениям). Проблема заключается в том, что инвестор не уверен, становится ли лучше ситуация с принятием решений в инвестбанковской сфере. Ведь можно следовать правилам, а можно успешно отчитываться и успокаивать надзорные органы. Но отчеты могут оказаться настолько громоздкими, что будут убивать сам бизнес.

5.2. SEC: основные функции и полномочия

Главный государственный орган в США, регулирующий финансовые рынки и надзирающий за соблюдением законов, — это Американская комиссия по ценным бумагам и биржам (U. S. Securities and Exchange Commission, SEC). SEC, как уже говорилось, приступила к работе в 1934 году. Ее первым председателем был Джозеф Кеннеди (отец будущего президента страны Джона Кеннеди). Миссия SEC — защищать инвесторов, поддерживать справедливый, упорядоченный и эффективный рынок, а также способствовать формированию капитала. SEC надзирает за участниками рынка ценных бумаг: фондовыми биржами, брокерами и дилерами, инвестиционными консультантами, взаимными фондами, управляющими компаниями, инвестиционными аналитиками и рейтинговыми агентствами. Основным надзором SEC в их отношении сводится преимущественно к лицензированию, раскрытию важной для рынка информации, поддержанию добросовестной деловой практики и защите от мошенничества.

В задачи SEC также входят интерпретация и применение федерального законодательства о ценных бумагах, внесение законодательных инициатив, надзор за саморегулируемыми организациями.

В конце 2015 года SEC возглавляла Мэри Джо Уайт — 31-й председатель комиссии и первая женщина на этом посту. Она длительное время работала прокурором Южного округа Нью-Йорка и занималась расследованием сложных случаев мошенничеств с финансовыми активами, в том числе с ценными бумагами. Председателя SEC и четырех членов комиссии выдвигает Конгресс, а назначает президент США. При этом SEC подчиняется напрямую Конгрессу. Из пяти членов высшего руководства SEC не более трех могут принадлежать к одной и той же политической партии. Интересно, что особый отдел в структуре SEC следит за тем, чтобы персонал комиссии подбирался из разных профессиональных слоев, отражая таким образом разнообразие инвесторов.

Сама по себе SEC достаточно мощная структура, в ней заняты около 3500 человек — в основном юристы, бухгалтеры, аудиторы,

следователи и аналитики. Каждый год SEC инициирует сотни исков против лиц и компаний, нарушивших законодательство о ценных бумагах. Типичные нарушения — инсайдерская торговля и мошенничество, а также предоставление ложной или вводящей в заблуждение информации о ценных бумагах и компаниях.



ГЛАВА SEC МЭРИ ДЖО УАЙТ

SEC имеет 11 региональных отделений, а ее дивизионы (департаменты) отвечают за следующие направления деятельности:

- правоприменение;
- регулирование фондового рынка;
- корпоративные финансы;
- управление инвестициями;
- анализ экономики и рисков.

SEC формирует огромную базу данных из финансовой отчетности эмитентов, которые обязаны раскрывать годовые и ежеквартальные финансовые отчеты (так называемые формы 10-K и 10-Q), а также публиковать другую информацию — в частности об офертах, а также готовящихся слияниях и поглощениях, причем делать это в электронном виде. Все отчеты накапливаются в так называемой электронной базе данных (Electronic Data Gathering,

Analysis, and Retrieval system, EDGAR), доступной для любого желающего абсолютно бесплатно. SEC также регистрирует проспекты эмиссии ценных бумаг и контролирует полноту раскрытия информации публичными компаниями.

Однако больше известны, что неудивительно, «карательные» функции SEC (именно ими занимается отдел правоприменения). Внимание SEC сосредоточено на следующих правонарушениях:

- искажение или упущение важной информации о ценных бумагах;
- манипуляции котировками;
- воровство клиентских денег или ценных бумаг;
- нарушение брокерами и дилерами обязанности руководствоваться в первую очередь интересами клиентов;
- инсайдерская торговля;
- продажа незарегистрированных ценных бумаг.

В отличие от российского аналога, Службы по финансовым рынкам Банка России, SEC может не только заниматься расследованиями случаев нарушений законодательства и налагать штрафы, но и самостоятельно, без участия полиции возбуждать уголовные дела и подавать иски в суд. Это делает SEC по-настоящему грозной силой, с которой нарушителям приходится считаться. Санкции, которые могут повлечь преступления на финансовом рынке, также довольно разнообразны — от отзыва лицензии и запрета занимать определенные должности в компаниях — участниках финансового рынка до тюремного заключения.

SEC активно работает совместно с правоохранительными органами — не только американскими, но и зарубежными. Действует при расследовании SEC совершенно так же, как и следствие: проводит неформальные беседы, анализирует отчеты профучастников и биржевые данные — словом, собирает информацию. При необходимости свидетели и подозреваемые вызываются повестками для дачи показаний. Дела, возбуждаемые SEC, всегда привлекают внимание, но это лишь вершина айсберга. Значительную часть дел удастся решить в досудебном порядке: не секрет, что многие инвестбанки и другие профучастники предпочитают заплатить сразу, чтобы не ввязываться в судебное

разбирательство, которое чревато назначением штрафа, а то и заключением в тюрьму.

В 2010 году SEC приговорила Goldman Sachs к штрафу в 550 млн долл. — на тот момент это был крупнейший штраф за всю историю SEC — за то, что инвестбанк в 2007 году продавал клиентам сложный структурный продукт ABACUS, основанный на ипотечных облигациях, не только не предупреждая о всех возможных рисках, но и зная, что крупный хедж-фонд Paulson & Co., участвовавший в создании ABACUS, делал ставку на понижение этого инструмента. В день, когда об этом стало известно, Goldman Sachs потерял 10 млрд долл. капитализации.

Особое место в деятельности SEC занимает повышение «финансовой грамотности»: этим вопросом занимается специальный отдел образования инвесторов (Office of Investor Education and Advocacy). Он отвечает на жалобы и вопросы частных инвесторов, которые можно задавать онлайн и по телефонам горячей линии.

Расследования SEC проводятся не только в случаях явных манипуляций с ценными бумагами, но и в случаях, когда такие манипуляции не доказаны, но могли быть осуществлены. Так, в ноябре 2015 года признала себя виновной и согласилась заплатить штраф в 375 тыс. долл. независимая консультационная фирма Magwood Group Research, основанная Тедом Кеннеди-младшим. Компания обвинялась в том, что не смогла должным образом проинформировать (!) ответственных лиц, что ее аналитики получили важную инсайдерскую информацию от госслужащих. В результате клиенты Magwood, хедж-фонды и управляющие могли использовать ее в торговле ценными бумагами. Расследование длилось пять лет. SEC установила: аналитики Magwood получили информацию, что программы государственного медицинского страхования Medicare и Medicaid планируют ограничить страховое покрытие на лечение рака простаты препаратом фармкомпании Dendreon. Акции Dendreon вскоре после этого рухнули на 26%. Отметим, что в самих манипуляциях акциями Dendreon никого не обвинили, но Magwood фактически пришлось заплатить штраф за то, что такие манипуляции могли иметь место.

5.3. Саморегулируемые организации и их роль

Чтобы не перегружать официальные регулирующие органы, на финансовом рынке США, как и на многих других рынках, введено саморегулирование. Его смысл — в объединении добросовестных участников рынка в профсообщества и ассоциации и в выработке ими стандартов собственной деятельности. Таким образом, компании сами поддерживают «чистоту рядов». Для инвесторов членство компании в саморегулируемой организации (СРО) становится знаком качества и признаком того, что ей можно доверять. Более того, СРО в США обладают серьезными полномочиями и ведут масштабные наблюдения и за своими членами, и за рынками. Фактически это еще один контур регулирования американского фондового рынка наряду с госорганами.

Самые крупные СРО в США — это биржи, а также FINRA и MSRB. Их деятельность регулируется SEC. При этом профучастники рынка ценных бумаг обязаны состоять хотя бы в одной СРО.

Служба регулирования отрасли финансовых услуг США FINRA (Financial Industry Regulatory Authority) была создана в 2007 году в результате объединения National Association of Securities Dealers, NASD, и саморегулируемой структуры биржи NYSE (NYSE Regulation). Надо добавить, что NASD, в свою очередь, существовала с 1938 года, когда были приняты поправки к Закону о торговле ценными бумагами в виде закона Мэлоуни (Maloney Act). Именно тогда SEC получила право регистрировать добровольные профессиональные ассоциации, которые могли самостоятельно регулировать деятельность своих членов — разумеется, под надзором SEC.

FINRA — это объединение брокеров и бирж, куда входит около 4000 брокерских компаний. При этом по численности сотрудников FINRA почти не уступает SEC и имеет 20 региональных отделений.

Цель FINRA — защищать права инвесторов и обеспечивать целостность финансового рынка. Соответствующими полномочиями службу наделил Конгресс США, хотя, как уже говорилось, это неправительственная организация. FINRA гарантирует, что:

- каждый инвестор получает базовую защиту;
- каждый, кто продает ценные бумаги, квалифицирован и лицензирован;
- ни один продукт на рынке ценных бумаг не вводит в заблуждение;
- ценные бумаги, продаваемые инвестору, соответствуют его потребностям;
- инвесторы получают полное раскрытие информации о свойствах инвестиционного продукта перед его покупкой.

FINRA разрабатывает правила для профучастников фондового рынка и следит за их выполнением, а также выдает сотрудникам таких компаний сертификаты после сдачи соответствующих экзаменов. Служба ведет базу данных всех специалистов индустрии ценных бумаг. Своих членов FINRA постоянно проверяет на предмет соблюдения профессиональных стандартов — как планово, так и в связи с жалобами инвесторов. Кстати, инвестор, недовольный работой своего брокера или управляющего, может воспользоваться услугами посредника или арбитра, предоставляемого FINRA, — это значительно дешевле и проще, чем судиться с компанией. Кроме того, специалисты службы досконально разбираются в специфике рынка ценных бумаг.

Как далеко простирается надзор FINRA? Крайне далеко, о чем может свидетельствовать такой пример: в 2015 году FINRA оштрафовала брокера Scottrade на 2,6 млн долл. за то, что компания не хранила в необходимом формате большое количество связанных с ценными бумагами электронных записей, а также не сохранила определенные категории исходящих электронных писем.

FINRA отслеживает все торги на основных биржах США и при обнаружении подозрительных транзакций проводит собственное расследование или передает дело SEC. В 2014 году служба наложила на своих членов почти 1,5 тыс. дисциплинарных воздействий, взыскала 134 млн долл. в виде штрафов и 32,3 млн — в виде реституции инвесторам, которые понесли ущерб. Еще 700 дел о мошенничестве и инсайдерской торговле было передано в SEC.

Отдельная сфера деятельности FINRA — контроль рекламы финансовых услуг. Специалисты ассоциации кропотливо просматривают рекламные ролики и объявления брокеров,

взаимных фондов и так далее, чтобы выяснить, не вводят ли эти объявления в заблуждение потенциальных инвесторов.

Еще одна влиятельная СРО на американском финансовом рынке — Совет по выработке правил для муниципальных ценных бумаг (Municipal Securities Rule Making Board, MSRB), действующий с 1975 года (в этом году Нью-Йорк, держателями облигаций которого были миллионы розничных инвесторов, чуть не обанкротился). Совет так же, как и FINRA, подчиняется SEC, в его задачи входят повышение прозрачности рынка муниципальных облигаций и защита тех инвесторов, которые вкладывают в них средства. MSRB собирает данные по муниципальным облигациям в общедоступной системе Electronic Municipal Market Accesssystem (EMMA) — в ней аккумулируется финансовая отчетность эмитентов муниципальных бондов, информация по ставкам, ценам и так далее. Для дилеров и эмитентов муниципальных ценных бумаг у MSRB есть стандарты, которых следует придерживаться. Совет также тщательно следит за тем, чтобы деньги, полученные от размещения муниципальных облигаций, не направлялись на политические кампании.

5.4. Система страхования инвесторов

Наряду с масштабной законодательной защитой частных инвесторов в США постепенно складывалась и система страхования инвестиций. Первым серьезным шагом в этом направлении стало создание Федеральной корпорации по страхованию депозитов США (FDIC). Она появилась в 1933 году и была призвана восстановить доверие граждан к банкам. FDIC охватывает все банки, входящие в Федеральную резервную систему, и другие кредитные учреждения, а также страхует депозиты. Система охватывает вклады до 250 тыс. долл.: при банкротстве банка эти деньги возвращаются вкладчику (без учета процентов). Кстати, лимит был увеличен со 100 тыс. долл. до 250 тыс. в связи с кризисом 2008 года. FDIC также ведет мониторинг финансового состояния банков и выступает санатором тех из них, которые обанкротились.

Постепенно становится ясно, что хотя гарантировать доходность от инвестиций в ценные бумаги нельзя, клиенты инвестиционных, брокерских и других компаний, работающих на фондовом рынке, также нуждаются в защите своих вложений от возможного банкротства. Так в 1970 году появилась Корпорация по защите инвесторов (Securities Investor Protection Corporation, SIPC). Для брокерских и дилерских компаний членство в SIPC обязательно. Если дела брокера плохи и он банкротится (или «находится в тяжелом положении»), то SIPC возвращает вложенные деньги и ценные бумаги его клиентам — в пределах 500 тыс. долл. (причем наличными можно получить не более 250 тыс.). При этом SIPC, естественно, не страхует от убытков, полученных от операций с ценными бумагами, а также от мошенничества.

Сейчас компенсационный фонд SIPC превышает 2 млрд долл. (как и в FDIC, этот фонд образуют отчисления компаний — членов корпорации), 99% клиентских счетов американских брокеров и дилеров подпадают под защиту SIPC. Но в отличие от FINRA и FDIC корпорация не имеет права регулировать работу входящих в нее брокеров и дилеров. Также SIPC не производит ликвидацию брокерской компании самостоятельно, она лишь передает активы клиентам.

О том, что система защиты инвесторов на американском фондовом рынке отлично отлажена, говорит хотя бы пример банкротства Lehman Brothers в 2008 году. Тогда SIPC передала активы на 92 млрд долл. со 110 тыс. клиентских счетов Lehman Brothers самим инвесторам или другим брокерам всего за неделю. Хотя, конечно, не обошлось и без накладок, и удовлетворение претензий клиентов Lehman продолжалось еще несколько лет после его банкротства.

Резюме

- Система финансового законодательства в США базируется на двух основных постулатах: 1) все компании должны предоставлять о себе правдивую и полную информацию, чтобы не вводить инвесторов в заблуждение; 2) брокеры и другие профессиональные посредники должны действовать только в интересах клиента.
- Основным регулирующим органом на финансовом рынке США является SEC.
- SEC обладает мощным следственным и репрессивным аппаратом, что делает ее грозной силой для манипуляторов и инсайдеров.
- Большая часть споров между брокерами, управляющими и их клиентами разрешается через саморегулируемую организацию — FINRA.
- FINRA берет на себя значительную часть надзора за профессиональными участниками фондового рынка: за их состоянием, отчетностью, соблюдением норм законодательства, а также добросовестностью рекламы финансовых услуг.
- Система страхования инвестиций позволяет физлицам забрать свои вложения, если их брокер обанкротился. При этом вложения возвращаются в виде наличных денег и ценных бумаг.

ПРАКТИКА

Глава 6

Как стать инвестором

6.1. С чего начать? Постановка целей и личный финансовый план

Начинающему инвестору часто бывает непросто определиться не только с финансовыми инструментами, которые он будет использовать, но и с общими направлениями своих действий. Многим сложно даже сделать выбор между такими вариантами вложения средств, как депозит и инвестиции на фондовом рынке. Что уж говорить о том, какого брокера выбрать или какую инвестиционную стратегию предпочесть. Тем важнее сразу дать себе ответы на несколько основополагающих вопросов — это подскажет направление дальнейших действий.

Самый главный вопрос заключается в личных финансовых целях. Каковы они? Надо понимать, что «иметь много денег» — это не ответ, хотя кажется, что это лучшая цель, какая только возможна. Определяя для себя цели, будущему инвестору придется исходить из тех ресурсов, которые у него есть, и, очень важно, — из тех рисков, которые он готов на себя принять.

Простой пример: многие учебники по личным инвестициям оперируют привлекательным методом — как, откладывая в день по доллару, через 30 лет стать долларовым миллионером. Однако при ближайшем рассмотрении оказывается, что этот пример включает в себя не просто сложные проценты, а реинвестирование капитала каждый месяц. При этом доходность инвестиций должна быть около 30% годовых, но, к сожалению, безрисковыми такие инвестиции могут быть разве что в странах Африки с процветающей гиперинфляцией, где 30% — нормальная безрисковая доходность. В реальности же придется смириться с тем, что фондовый рынок вряд ли даст такую доходность, особенно если вы не готовы посвятить себя ежедневной активной работе на бирже.

Еще одна популярная цель — сколотить капитал такого размера, чтобы на доход от него можно было жить, то есть стать рантье.

Достаточно простого расчета: если на жизнь семье достаточно 3000 долларов в месяц, то капитал семьи должен приносить в качестве процентов 36 тысяч в год. Значит, при ставке в 4% годовых (берем очень оптимистичную ставку по долларовому депозиту в российском банке на конец 2015 года) накопления должны составлять 900 тыс. долл. Следующий вопрос — через какой срок инвестор хотел бы получить такой капитал? Какую сумму он готов откладывать и инвестировать в месяц, исходя из реально присутствующих на рынке ставок и из того, что в долгосрочной перспективе они имеют тенденцию к снижению?

Наконец, инвестирование необходимо тем, кто уже регулярно откладывает определенную сумму, особенно если эти суммы пока не очень велики. Это нужно потому, что накопления имеют свойство обесцениваться, если не приносят доход. Причем очень важно, чтобы этот доход регулярно был выше инфляции (иначе в реальном выражении накопления все равно будут обесцениваться, просто чуть медленнее). Для тех, кто может позволить себе откладывать лишь небольшие суммы, такое обесценивание будет более чувствительным. Напомним, что ставки по банковским депозитам, за редкими исключениями, ниже инфляции, поэтому вложения в инструменты фондового рынка могут стать возможностью на длительное время остаться «в плюсе» в реальном выражении.

Личный финансовый план не обязательно должен включать труднодостижимые цели — это могут быть такие обыденные вещи, как покупка нового автомобиля в перспективе, аккумулирование определенной суммы на высшее образование для ребенка, наконец, финансовый запас на черный день или на будущее. Вообще в западном мире сбережения на старость обычно считаются главной финансовой целью, к которой должны стремиться люди. На известном финансовом ресурсе Marketwatch.com, посвященном личным финансам, регулярно появляются популярные статьи вроде «10 ошибок финансового планирования», которые поучают: не надо откладывать деньги на колледж ребенку, если это происходит в ущерб вашим пенсионным накоплениям. Разумеется, такой подход не всегда соотносится с российским менталитетом и экономической

ситуацией, но учитывать, как и на что жить, когда наступит пенсионный возраст, необходимо.

Личный финансовый план меняется на протяжении всей жизни, поэтому он может включать промежуточные цели. Ставя их, нужно обязательно учесть все вероятные возможности. Так, это могут быть:

- программы по субсидированию ставки по ипотечному кредиту для молодых семей или молодых специалистов и другие меры поддержки;
- материнский капитал за второго ребенка — его можно направить как на ипотеку, так и на увеличение пенсионных накоплений;
- индивидуальные инвестиционные счета, позволяющие получить налоговый вычет;
- любые другие виды налоговых вычетов — они позволяют получить живые деньги и использовать их по своему усмотрению;
- активы, которые на самом деле являются пассивом. Например, бабушкина квартира, которая стоит закрытой и требует ремонта, — это пассив, так как не приносит доход, а лишь требует расходов. Или машина не на ходу. Имеет смысл хорошенько подумать, нельзя ли заставить такой актив приносить деньги либо продать его, а деньги инвестировать. И так далее.

Следует трезво посмотреть на все те инвестиции, которые осуществлялись до сих пор. Например, недорогие ювелирные изделия во многих случаях не являются инвестицией, так как продать их можно лишь по цене лома. То же относится и к массе других покупок.

К грамотному финансовому поведению следует относить системное и диверсифицированное инвестирование, которое осуществляется с целью соблюдения финансового плана по достижению определенной цели.

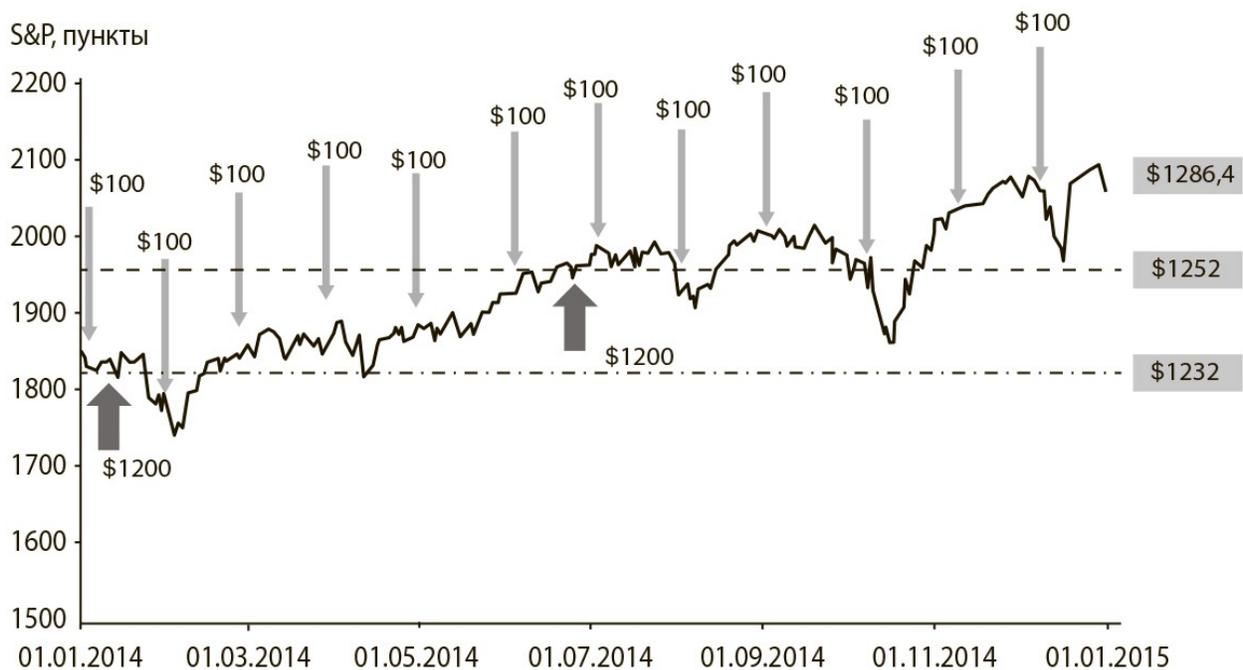
Для целей личного финансового планирования полезно разобраться в основных понятиях и прежде всего определиться, что является вашим активом, а что — пассивом. Так, квартира, купленная в ипотеку, — не актив, а пассив, причем серьезный, потому что отнимает у вас ежемесячно немалую сумму, а зарабатывает на этом банк. Например, известный

финансовый консультант Роберт Кийосаки в своем бестселлере «Богатый папа, бедный папа»⁸ предлагает такое простое и понятное определение: «Актив – то, что кладет деньги в ваш карман. Пассив – то, что вынимает деньги из вашего кармана...»

Финансовые советники также не устают напоминать в своих книгах и статьях, что при наличии больших долгов погашение долга – лучшая инвестиция.

Рассмотрим простой пример – возьмем индекс S&P за 12 месяцев и представим, что в течение года мы равномерно инвестировали в составляющие его акции (допустим, посредством ETF) 1200 долл. – по 100 долл. в первый день каждого месяца.

Доходность таких инвестиций суммарно на конец года составит 7,2%, то есть в конце года вложенные 1200 долл. превратятся в 1286,4. Если бы вся эта сумма была инвестирована сразу в начале года, то доходность составила бы 11,4%. Но в то же время вложи инвестор всю сумму, скажем, в июле, он получил бы лишь 4,4%.



ПРИМЕР ИНВЕСТИРОВАНИЯ В ETF ИНДЕКСА S&P 500 ЧАСТНЫМ ИНВЕСТОРОМ В 2014 ГОДУ

Все дело в том, что частный инвестор практически не имеет шансов угадать идеальный момент входа в рынок и, собирая крупную сумму и вкладывая ее за один раз, рискует недополучить доходность. Это особенно верно для длительных периодов. Поэтому для частных инвестиций, если речь не идет об активном трейдинге,

единственный способ — регулярные вложения и регулярное пополнение своего инвестиционного портфеля.

Зачем нужны финансовые консультанты? В США финансовые консультанты находятся под надзором SEC. Соответственно, к ним предъявляются те же требования, что и к профессиональным участникам рынка ценных бумаг: действовать в интересах клиента и не продавать ему инструменты, а именно советовать. Финансовый консультант также должен предупреждать клиента о конфликте интересов, если таковой возникает. Более того, давать советы можно лишь после того, как консультант подробно изучит финансовый профиль клиента: его знания о финансовом рынке, профессию, образование и, конечно, инвестиционные цели.

При этом всех потенциальных инвесторов консультанты по финансовому планированию буквально умоляют изучить рынок ценных бумаг и не вкладывать деньги по чьему-либо совету, не проведя хотя бы мини-исследование. Зачем же в таком случае нужен финансовый консультант? Журнал Forbes приводит слова специалиста по финансовому планированию Карла Ричардса: «Трудно быть беспристрастным в отношении собственных денег. Вы нанимаете финансового советника не потому, что он знает то, чего не знаете вы. Вы нанимаете его, потому что он — не вы. Он уберезит вас от потенциальных ошибок».

Довольно интересен с точки зрения личного финансового планирования вопрос, считать ли активом брокерский счет, с которого ведется биржевая торговля. Если придерживаться стратегии «купил и держи» и иметь инвестиционный горизонт 3–5, а то и 10 лет, то очевидно, что ценные бумаги, лежащие на таком счете, вполне можно записать в активы. Особенно если дивиденды и купоны по ним перекрывают брокерскую комиссию. Но даже если инвестиционный портфель только начал формироваться и брокерский счет пока не приносит денег, это все равно актив, который в перспективе обещает вырасти и принести хороший доход — хотя бы в виде увеличения ваших первоначальных вложений.

Гораздо сложнее обстоит дело, если брокерский счет предназначен для активной торговли. Можно применить простой подход: если торговля идет удачно и счет приносит деньги — это актив, если приносит убытки и требует денежных вливаний — пассив. Но не секрет, что торговая стратегия для активных операций требует обкатки и в течение нескольких месяцев счет может не приносить ничего. Удачей можно считать то, что размер счета не будет сильно уменьшаться. Это абсолютно нормальный этап, хотя каждому трейдеру хотелось бы, чтобы он был как можно короче. Кроме того, даже если трейдеру удалось создать

работающую торговую систему, вероятнее всего, через некоторое время на рынке наступят изменения, и разработанная система уже не будет давать прежней доходности. В таком случае потребуется пересмотреть ее или написать новую. Это в порядке вещей, когда речь идет о простых арбитражных стратегиях, для которых трейдеры пишут роботов. Увидев неэффективность в одной точке рынка (допустим, большой спред в цене базового актива и фьючерса и тому подобное), большое число трейдеров сразу устремляется туда — в результате рынок становится эффективным и возможность для простого заработка исчезает. Таким образом, активный счет требует серьезного контроля и ответственности, чтобы превратиться в действительно регулярно приносящий средства актив, а не требующий дополнительных вливаний из бюджета пассив. Опытные трейдеры серьезно выстраивают контроль риска, чтобы быть уверенными: в случае просадок они потеряют лишь часть своего торгового счета. Подробнее о риск-менеджменте мы поговорим в главах 7 и 8.

Часто возникает вопрос, с какой суммы можно начать торговать. Минимальная сумма зависит от требований конкретного брокера. Многие выставляют самые скромные требования к сумме, необходимой для открытия счета. Если говорить о серьезной торговле ценными бумагами на американском фондовом рынке, то мы рекомендуем ориентироваться на 10 тыс. долл. Это не обязательное условие, но именно при такой сумме или выше прибыль от сделок будет заметнее, а расходы на комиссионные не скажутся серьезно на размере вашего капитала (напомним, что в США комиссии взимаются за каждые 100 акций и покупать именно такими лотами выгоднее, чем меньшими объемами).

6.2. Пути инвестирования: индивидуальное и коллективное инвестирование

В зависимости от того, что ближе конкретному инвестору — тратить время на самостоятельные инвестиции и изучение фондового рынка или минимизировать временные затраты на инвестиционный процесс, — имеет смысл сосредоточиться на самостоятельном, то есть индивидуальном инвестировании или выбрать коллективную форму.

Коллективное инвестирование изначально не противостояло индивидуальному, оно выросло из первых совместных инвестиций европейских купцов в экспедиции за экзотическими пряностями и товарами в Индокитай. Вкладываясь в предприятия совместно, купцы делили и прибыль, и риски, что было довольно разумно. Из этой практики родились акционерные общества и долевое участие в капитале предприятий (см. [раздел 1.1](#)), а также так называемые паевые фонды (или взаимные фонды, mutual funds). Их пайщики, или инвесторы, точно так же совместно вкладывали деньги в инвестиционные проекты в расчете на прибыль. Первые взаимные фонды в основном были закрытыми. Считается, что в США первый фонд был организован в Гарварде для совместных инвестиций его сотрудников. Открытые взаимные фонды, то есть доступные всем желающим, возникли уже в 20-х годах XX века. Сегодня активы взаимных фондов в США превышают 15 трлн долл.

На длительном интервале инвестиции в акции серьезно обгоняют инфляцию, об этом свидетельствуют, например, исторические данные взаимных фондов.

Стоимость пая (акции) фонда каждого отдельного клиента определяется как его доля в стоимости чистых активов (СЧА) фонда. Если СЧА увеличивается за счет роста рыночной стоимости находящихся в фонде активов, увеличивается и стоимость пая. В случае падения стоимости активов пая, соответственно, дешевеют. В любой момент пайщик может продать свои доли обратно фонду, зафиксировав таким образом полученную прибыль или убытки.

Взаимные фонды управляются специальной компанией, которая берет плату за свои услуги (обычно это определенный процент от стоимости активов под управлением в год).

Доходность пяти старейших взаимных фондов США по состоянию на 2013 год

Фонд	Год основания фонда	СЧА, млрд долл.	Доходность*, % годовых за период		
			10 лет	30 лет	80 лет
Massachusetts Investors Trust	1924	6,8	8,3	10,4	10
Putman Investors Fund	1925	1,7	6,4	9,5	10,2
Pioneer Fund	1928	5,8	6,7	9,7	12,8
Vanguard Wellington Fund	1929	84	8,1	10,9	9,5
CGM Mutual Fund	1929	0,4	7,7	10	9,1
Инфляция			2,4	2,8	3,7

* Рассчитанная методом сложных процентов.

Источник: Абрамов А. Е., Акшенцева К. С., Чернова М. И. Экономика инвестиционных фондов. — М. : Дело, 2015.

У инвестиций через взаимные фонды есть два очевидных плюса. Во-первых, это удобный и наименее трудозатратный способ для инвестора с небольшими сбережениями вложить деньги в широкий и диверсифицированный портфель активов. В некоторые активы, например в недвижимость, мелкий инвестор вообще может инвестировать только через взаимный фонд. Легко подсчитать, сколько времени и средств потребуется, чтобы самостоятельно собрать индексный портфель, полностью повторяющий Dow Jones, не говоря уже об S&P 500. Но достаточно купить одну акцию взаимного фонда, соответствующего такому индексу, как инвестор получает целый набор акций лучших американских компаний, соответствующий вашим сбережениям (подробнее об ETF мы рассказываем в [разделе 3.3](#)).

Пионером индексного инвестирования считается группа Vanguard. В 2015 году активы фондов под ее управлением составляли 3,1 трлн долл., причем более 2 трлн из них приходилось именно на индексные фонды. Весной 2015 года Vanguard объявила, что снижает комиссию за управление своими фондами: группа может себе это позволить из-за огромного объема средств под управлением.

Пайщики взаимных фондов «в складчину» оплачивают услуги профессиональных управляющих, покупая квалифицированный

подход к инвестированию своих денег. Нанять личного доверительного управляющего довольно дорого, такая услуга обычно доступна людям с капиталами в несколько сотен тысяч долларов. Но пайщики взаимных фондов платят за профессиональное управление всего несколько процентов от своих вложений в данный фонд. К сожалению, в управлении взаимными фондами присутствует человеческий фактор, бывают удачливые управляющие и управляющие-неудачники (что, разумеется, напрямую отражается на фондах). Активно управляемый фонд редко может обогнать рынок на длительном интервале времени, тем не менее управляющие, которые работают с фондами-гигантами типа Vanguard или Fidelity, — это, безусловно, высокопрофессиональные менеджеры, отлично разбирающиеся в финансовых рынках. Грамотный управляющий с высокой вероятностью сможет минимизировать потери в период обвалов рынка и выбрать те бумаги, на которые стоит сделать ставку.

Специалисты по инвестициям советуют избегать абсолютно новых фондов — это касается и ETF. Частному инвестору имеет смысл посмотреть на динамику фонда и подождать, пока он не наберет хотя бы 50 млн долл. активов: именно такой объем эксперты портала Marketwatch.com считают минимальным, чтобы иметь с фондом дело.

Кроме того, стоит скептически относиться к так называемым бета-фондам, то есть тем, кто заявляет о себе как о фондах, обгоняющих рынок, — на длительном интервале это сделать очень сложно. Хорошим сигналом для инвестора послужит тот факт, что менеджеры фонда сами вкладывают в него свои средства: считается, что в этом случае управляющий будет работать более ответственно.

Важное отличие взаимных фондов США от российских аналогов, паевых инвестиционных фондов, заключается в том, что американские фонды регулярно выплачивают своим пайщикам дивиденды — обычно раз в квартал. При этом инвестор может отказаться от получения дивидендов на руки, в таком случае дивиденды будут реинвестироваться в фонд. По расчетам авторов монографии «Экономика инвестиционных фондов», один доллар, вложенный в старейший американский взаимный фонд MIT в год его основания (1924), через 89 лет (2013) принес бы пайщику 347 долл.— именно за счет дивидендов, тогда как расчетная стоимость паев MIT за тот же период выросла лишь в семь раз.

Взаимные фонды в США обязаны раскрывать огромное количество информации о себе, это максимально прозрачная

отрасль. На сайте любого фонда вы найдете не только данные о его доходности и вознаграждении управляющего (причем в разбивке — на что именно управляющая компания потратит деньги, полученные в качестве комиссии), но и актуальный состав портфеля фонда — с разбивкой по отраслям и бумагам, а также такие аналитические показатели, как коэффициенты альфа и бета, коэффициент Шарпа и некоторые другие.

С помощью коэффициентов инвестор может оценить, насколько близко управляющий подошел к цели обыграть рынок и насколько при этом он превысил средний риск. Так, коэффициент альфа показывает разницу доходности фонда и эталона (бенчмарка). Если альфа > 0 , фонд обгоняет бенчмарк, если < 0 — отстает от бенчмарка. Коэффициент бета характеризует отклонение фонда от бенчмарка: бета > 1 у агрессивных портфелей, которые и растут, и падают быстрее бенчмарка. Соответственно, бета < 1 у портфелей, менее рискованных, чем бенчмарк. Наконец, коэффициент Шарпа представляет собой отношение средней доходности фонда к среднему отклонению этой доходности, и чем он больше, тем больше доходности управляющий получает на, условно говоря, единицу риска. Правда, у коэффициента Шарпа есть ряд особенностей, которые делают его в некоторых случаях бесполезным, но тем не менее это один из самых распространенных показателей для оценки качества управления фондом.

Приобрести паи американских взаимных фондов можно через брокеров, работающих на фондовом рынке США.

Какие есть минусы у коллективных инвестиций? В первую очередь они не подходят тем, кто стремится сам разобраться в работе на фондовом рынке и не доверяет портфельным управляющим, а также тем, кто хочет активно торговать (исключение — ликвидные ETF, которыми можно торговать как акциями).

Коллективное инвестирование больше подходит тем, кто готов ежемесячно вкладывать небольшие суммы и больше не хочет ничего делать. Об индивидуальной работе на рынке можно задуматься тем, у кого есть начальный капитал для торговли. Еще одна особенность: будучи пайщиком, инвестор просто ждет прироста стоимости пая и — в случае рынка США — дивидендов.

Будучи акционером, он имеет право голоса на собраниях акционеров, получает дивиденды и участвует в реорганизации компании и запланированных ее руководителями слияниях и поглощениях. Решить, что выгоднее, например, принять участие в оферте или получить акции новой компании, может только сам инвестор. В принципе, индивидуальное инвестирование подходит тем, кто действительно любит рынок ценных бумаг и готов тратить на него время.

Есть еще одно замечание: взаимные фонды практически никогда не выходят из бумаг полностью. Если инвестор вошел в рынок вместе с взаимным фондом, он будет вместе с ним переживать все взлеты и падения (если, конечно, не заберет свои вложения, чего на падениях делать не следует). Инвестируя же самостоятельно, инвестор может избрать любую стратегию и полностью выходить в деньги, как только сочтет нужным. Он также может выстроить защитную стратегию для своего портфеля при помощи производных инструментов. Наконец, только индивидуальное инвестирование позволяет использовать финансовый рычаг (заемные средства, получаемые от брокера), серьезно увеличивая тем самым свой финансовый результат.

Но, конечно, выбор индивидуального инвестирования вовсе не означает, что инвестор не может держать у себя небольшой пакет акций взаимных фондов просто как актив на будущее.

6.3. Работа на бирже через брокера: что нужно знать

Как уже говорилось в [разделе 2.2](#), для работы на бирже частному инвестору необходим брокер. Собственно, первые шаги в инвестировании в ценные бумаги и активном трейдинге начинаются с выбора брокера, открытия у него брокерского счета и перевода туда денежных средств. Брокерских счетов у инвестора может быть несколько. Единственное ограничение — счета с налоговой защитой (аналог таких счетов в РФ появился с 1 января 2015 года, он формирует для инвестора в пределах определенной суммы налоговые льготы).

Выбор брокера основывается на тех же правилах, по которым выбирается любой поставщик финансовых услуг: он должен быть надежным, устойчивым и предоставлять максимально возможный спектр услуг по разумным ценам.

Первоначальный отбор брокеров осуществить довольно просто: в списке компаний остаются только те, что обладают соответствующими лицензиями от регуляторов на всех рынках, где данный брокер предлагает совершать сделки, а также быть членом саморегулируемой организации.

У брокерской или инвестиционной компании должны быть достаточный собственный капитал и доступная к ознакомлению на официальном сайте финансовая отчетность. Дополнительные преимущества — долгий срок работы на рынке, квалификация и опыт персонала, высокий рейтинг от признанных рейтинговых агентств, а также аудированная финансовая отчетность.

Следующий этап заключается в том, чтобы подобрать брокера, подходящего именно конкретному инвестору и его типу торговли, а также обладающего удобной торговой системой — компьютерной программой, которая позволяет иметь доступ к биржевым котировкам в режиме реального времени, выставлять на биржу заявки и совершать сделки. Тут на помощь могут прийти специализированные СМИ: они регулярно составляют всевозможные рейтинги брокеров, в том числе и по технологическим сервисам, которые те предлагают. Дело в том, что сегодня возможность совершать сделки через платформы для

смартфонов и планшетов так же важна, как лет 20 назад скорость, с которой брокер мог принять заявку по телефону.

Существует несколько типов торговых платформ: мобильные и веб-платформы, а также так называемые профессиональные платформы.

Первые обладают всеми необходимыми функциями для проведения сделок и позволяют совершать их при помощи обычного интернет-браузера или приложения на смартфоне — разумеется, с использованием специального защищенного соединения. Как правило, они имеют простой интерфейс, и разобраться, как покупать или продавать акции с их помощью, довольно просто.

Вторые устанавливаются непосредственно на компьютер и обладают самым широким спектром функций. Они подходят для опытных инвесторов, которые активно торгуют, используют сложные инструменты для анализа акций, разрабатывают собственные торговые системы с огромным числом параметров и имеют большой портфель ценных бумаг. Профессиональные платформы позволяют выставлять различные условия совершения сделок, в том числе в автоматическом режиме. Как правило, такие сложные торговые программы, позволяющие торговать на фондовом рынке США, недешевы: стоимость их использования колеблется в диапазоне от 40 до 150 долларов в месяц.

Однако для работы с американскими акциями вовсе не обязательно подключать платформу, предназначенную для профессионалов. 10–20 сделок в день вполне можно совершать и при помощи веб- или мобильного приложения, а это уже вполне серьезный объем операций, которого зачастую хватает даже опытным инвесторам.

При среднесрочном инвестировании можно обойтись и без торговой платформы, отдавая приказы брокеру на покупку или продажу ценных бумаг классическим способом — по телефону или электронной почте.

Перед выбором брокера не помешает протестировать доступность его сервисов, в частности проверить, не «падает» ли его сайт в часы пиковых нагрузок, позвонить в службу поддержки, чтобы выяснить, сколько придется ждать ответа от трейдеров или

технических специалистов компании, а также изучить, сколько может стоить совершение сделки через мобильное приложение или по телефону, так как разница в комиссионных бывает существенной.

Ряд брокеров предоставляет в числе прочего такие дополнительные услуги, как аналитика и инвестиционные консультации, а также разного рода готовые торговые стратегии. Инвестор может подписаться на них и следовать им, если у него нет времени на выработку самостоятельного стиля трейдинга. Однако следует помнить, что и создатели стратегий могут ошибаться, а их стратегии могут переживать как взлеты, так и падения.

Немаловажен и вопрос цены, которую брокер устанавливает на свои услуги: речь идет о комиссионных вознаграждениях. Размер комиссионных критичен для активных спекулянтов, торгующих внутри дня, занимающихся скальпингом и высокочастотным трейдингом. Если инвестор торгует с использованием кредитных средств или ценных бумаг брокера, то стоит изучить размер комиссий за заемные средства.

Практически все брокеры автоматически предоставляют своим клиентам возможность торговать с плечом, то есть с использованием заемных средств или ценных бумаг, предоставленных клиенту за определенную плату. Обычно у каждого брокера свой список акций, которые он готов предоставить для продаж без покрытия или на покупку которых он готов дать кредит, — это, как правило, самые ликвидные бумаги. Что же касается денег, то занять у брокера можно сумму, пропорциональную собственным средствам на вашем счету. Например, если у инвестора на счету 10 тыс. руб., то бумаг он сможет купить в среднем на максимальную сумму 40 тыс. руб., при этом за пользование заемными 30 тыс. придется платить в соответствии с тарифами брокера. В приведенном примере уровень обеспечения будет составлять 25%. Если же купленные бумаги резко потеряют в цене и собственные средства инвестора от оценки портфеля будут составлять менее 15%, то произойдет так называемый margin call — срочное требование брокера по доведению уровня обеспечения портфеля до 25%. Это можно сделать двумя способами: добавить собственные средства

(перечислить деньги на брокерский счет) или закрыть часть позиции. В противном случае позиция будет закрыта принудительно.

Как правило, брокерские компании открывают клиентам счета двух типов — cash и margin. Первый не предполагает возможности предоставления плеча (маржинального кредитования), второй предполагает. Впрочем, использовать его или нет — решает сам инвестор.

Размер комиссионных брокера обязательно надо учитывать, планируя свои инвестиции, так как прибыль по сделкам должна превышать уплаченные комиссии. Например, в среднем брокерские комиссии по операциям на американском рынке составляют 0,012 долл. за акцию, но не менее 1,2 долл. за сделку. Соответственно, чтобы «отбить» такие комиссионные, с каждых 100 акций инвестору нужно заработать 3 долл. Расчет прост: инвестор заплатит за покупку 100 акций 1,2 долл. и еще 1,2 долл. за продажу — то есть всего 2,4 долл. Заработав хотя бы 3 долл. на этой операции, или 3 цента с каждой акции, инвестор перекроет комиссии и останется в плюсе.

Очень внимательным надо быть с дешевыми акциями, от которых ожидают большого роста. Если инвестор покупает 100 акций, каждая из которых стоит по 50 центов, то он все равно заплатит 1,2 долл. за сделку и потом 1,2 долл. за их продажу. Следовательно, ему надо будет заработать не меньше тех же 3 долл., или 3 центов на акцию, то есть бумаги должны вырасти уже на 6%, а это очень серьезное движение. Логично, что чем выше стоимость самой акции, тем легче «отбить» брокерскую комиссию.

Перед стартом работы с брокерской компанией мы также рекомендуем узнать, взимается ли отдельная комиссия за вывод средств с торгового счета, и поинтересоваться самими правилами вывода средств: сколько дней заложено в правилах брокера на то, чтобы деньги пришли с брокерского счета на банковский, откуда инвестор сможет их забрать. Бывает, что брокер отводит себе на это довольно большой срок.

6.4. Как читать отчетность брокера

Став трейдером, инвестор начинает получать брокерские отчеты. Они позволяют вести подробный учет своих сделок и средств, а также дают возможность постоянно контролировать состояние своих портфелей и результативность торговли. Отчеты, как правило, формируются ежедневно, по запросу можно получить отчет за необходимый период: неделю, месяц или год.

Отчет брокера за год, распечатанный и заверенный печатью компании, является официальным документом, который подтверждает доходы и расходы инвестора на фондовом рынке, что важно для его личных взаимодействий с налоговыми органами. Российские брокерские компании по закону являются налоговым агентом для своих клиентов, и таким образом, если у их клиента по операциям за предыдущий календарный год был доход, в январе будет удержано 13% с той суммы, на которую увеличился его брокерский счет.

Отчет брокера всегда содержит дату, на которую он составляется, номер договора, фамилию, имя и отчество клиента и его код. В рамках одного договора может быть несколько счетов, и по каждому из счетов будет отдельный отчет брокера.



FREEDOM
finance

Отчет по сделкам с ценными бумагами и операциям с ними связанными
Фондовый рынок (ПАО Санкт-Петербургская биржа)

Клиент: [REDACTED] Дата составления о: 16.08.2016
Договор: Договор на оказание брокерских услуг [REDACTED] Составитель отчета: ООО ИК "Фридом Финанс"
Торговый счет: [REDACTED] Отчетный период: 17.08.2016

1. Остаток денежных средств

Наименование	T0, RUR	T+1, RUR	T+2, RUR	T0, USD	T+1, USD	T+2, USD
Входящий остаток	1,428,654.67	284,709.57	284,709.57	11,699.13	29,707.86	28,353.27
Исходящий остаток	284,709.57	284,709.57	303,081.08	29,707.86	28,353.27	27,469.17
Специальный депозитарный счет						

2. Движение денежных средств, по неторговым операциям

Дата	Тип	Сумма	НДФЛ	Валюта	Примечание
17.08.2016	Комиссия	17.58		RUR	Конвертация валюты по курсу 64,2
17.08.2016	Конвертация (вывод)	1,171,971.00		RUR	Конвертация валюты по курсу 64,2
17.08.2016	Конвертация	18,255.00		USD	Конвертация валюты по курсу 64,2

3. Состояние портфеля ценных бумаг

Наименование ЦБ	ISIN	Входящий остаток	Изменение	Исходящий остаток T0	Позиции по ЦБ на T+1	Позиции по ЦБ на T+2	Рыночная цена	НКД	Валюта цены	Стоимость ЦБ (с НКД)	Место хранения
McDonald's Corporation ao	US5801351017	42		42	42	42					ЗАО "СПб РДЦ"
Alcoa Inc. ao	US0138171014	3		3	3	3					ЗАО "СПб РДЦ"
Facebook, Inc. ao	US30303M1027	11		11	15	15					ЗАО "СПб РДЦ"
First Solar, Inc. ao	US3364331070		-6	-6	-6	-6					ЗАО "СПб РДЦ"
First Solar, Inc. ao	US3364331070		6	6	6	6					ЗАО "СПб РДЦ"
Gilead Sciences, Inc. ao	US3755581036	2		2	2	2					ЗАО "СПб РДЦ"
QUALCOMM Incorporated ao	US7475251036	2		2	2	2					ЗАО "СПб РДЦ"
Netflix, Inc. ao	US64110L1061	15		15	15	15					ЗАО "СПб РДЦ"
PayPal Holdings, Inc. ao	US70450Y1038	1		1	1	1					ЗАО "СПб РДЦ"
Cisco Systems, Inc. ao	US17275R1023	24		24	24	24					ЗАО "СПб РДЦ"
Microsoft ao	US5949181045	4		4	4	4					ЗАО "СПб РДЦ"
Chevron Corporation ao	US1667641005		-1	-1	-1	-1					ЗАО "СПб РДЦ"
Chevron Corporation ao	US1667641005	1		1	1	1					ЗАО "СПб РДЦ"
The Walt Disney Company ao	US2546871060	3		3	4	4					ЗАО "СПб РДЦ"
Starbucks Corporation ao	US8552441094	7		7	7	7					ЗАО "СПб РДЦ"
Starbucks Corporation ao	US8552441094	10		10	10	10					ЗАО "СПб РДЦ"
Ford Motor Company ao	US3453708600	22		22	22	22					ЗАО "СПб РДЦ"
Apple Inc. ao	US0378331005	146		146	147	147					ЗАО "СПб РДЦ"

ОТЧЕТ БРОКЕРА «ФРИДОМ ФИНАНС»

Заводить несколько счетов имеет смысл, если инвестор, например, хотел бы разделить сумму, вложенную в акции, на инвестиционный и спекулятивный портфели.

Брокерские отчеты в разных компаниях отличаются друг от друга, однако, как правило, все они содержат следующие основные позиции.

- Остаток денежных средств. Входящий остаток — на начало торговой сессии, исходящий — на ее окончание. Отрицательная сумма означает, что инвестор использовал все собственные свободные средства и даже взял кредит у брокера.
- Информация по операциям с денежными средствами. Сюда входят пополнение брокерского счета и выводы с него. В этом разделе отражается списание комиссии за торговую

платформу, а также начисление дивидендов по акциям, которые находятся в портфеле.

- Открытые позиции по ценным бумагам — собственно, портфель инвестора и перечень акций, включенных в него. Здесь указаны тикеры (биржевые коды) акций, количество акций, цена последней сделки за предыдущую торговую сессию и денежная оценка позиции. Если перед количеством стоит знак «минус» — значит, эти акции продали без покрытия (то есть взяли их займы у брокера и продали на бирже), рассчитывая на падение цены в будущем. Также в отчете приводится суммарная оценка всех длинных и коротких позиций.
- Информация о совершённых сделках за предыдущую торговую сессию: время, биржа (электронная площадка), название и тикер компании, тип сделки (покупка или продажа), цена, по которой произошла сделка, количество акций, денежная оценка сделки, комиссия брокера и биржи. Комиссия биржи обычно указывается в брокерских отчетах отдельно. Иногда она бывает отрицательной: с трейдера могут не списать, а наоборот, даже начислить ему комиссию за те операции, которые положительно влияют на бизнес биржи. Это возможно, если трейдер не совершает сделку по текущей цене (используя рыночную заявку), а выставляет лимитированный ордер (отложенная заявка по цене отличной от рыночной, при этом ее исполнение возможно только при появлении желающих купить или продать по указанной цене). Логика в том, что, когда трейдер покупает по рыночной цене, он забирает ликвидность с биржи, а когда он выставляет лимитированную заявку, он добавляет ликвидность.
- Обязательства клиента по уплате денежных средств показывают размер плеча, или задолженность перед брокером.
- Оценка портфеля учитывает реальную стоимость всего портфеля. Эта оценка учитывает обязательства трейдера и позволяет понять, какой размер составляют его биржевые активы на сегодняшний день.

6.5. Как покупать и продавать акции: изучаем торговую платформу

Основные типы биржевых операций — лонг и шорт.

Сделка по покупке акций называется лонг (long). Совершая такую сделку, мы рассчитываем на то, что стоимость актива вырастет в будущем. Простой пример: инвестор купил 100 акций по 12 долл. каждая. Цена выросла до 13 долл., и он продал все 100 акций. Полученная прибыль — 100 долл. за вычетом комиссий брокера и биржи. Те инвесторы, которые активно совершают именно такие сделки (с ожиданием роста цены), на языке биржевиков называются «быки». Это те, «кто поддерживает цены акций на рога», подбрасывает их вверх.

Сделка по продаже заемных бумаг (взятых в кредит у брокера) в расчете на понижение их цены называется шорт (short). Те инвесторы, которые ставят на понижение и открывают много коротких (шорт) позиций (шортят акции) на жаргонном языке брокеров называются «медведи». Например, инвестор открывает короткую позицию (шорт) по 100 бумагам по цене 14 долл. каждая, заняв 100 акций у брокера. Акция снижается до 13 долл. Инвестор покупает на рынке 100 бумаг и возвращает их брокеру. Прибыль — 100 долл. за вычетом комиссий брокера и биржи, а также процентов за пользование заемными акциями.

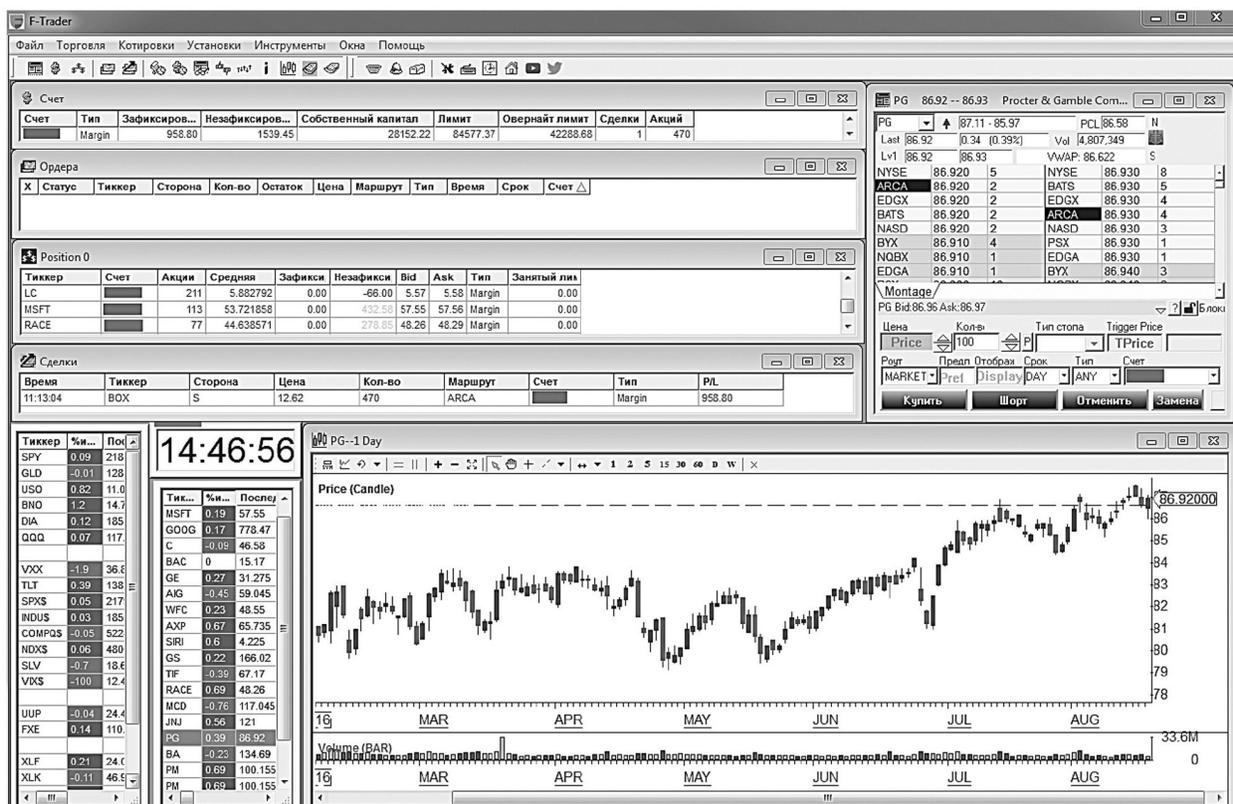
В течение одной торговой сессии, как правило, кредит брокера обычно бесплатный. Начисление комиссии за заемные средства начинается после переноса позиции на следующий день. При этом надо помнить, что если инвестор оставляет позицию, например, на выходные, когда торгов нет, или на долго длящиеся праздники, то проценты за использование средств брокера тоже будут начисляться.

Рассмотрим механизм совершения сделок на бирже при помощи торговой платформы F-Trader.

Опции любой торговой платформы можно условно разделить на две большие группы. Первая — это окна, связанные с торговым счетом, информацией о балансе, сделках, позициях, открытых заявках на покупку или продажу и совершённых операциях. Вторая группа — это все, что связано с котировками ценных бумаг: сами

котировки, графики, различные списки бумаг, которые можно дополнять и изменять, настраивая список под себя (добавляя в него любые акции, которые интересны и которые инвестор включил в свой портфель либо планирует включить).

Открыв платформу, инвестор попадает на главный экран — здесь находится основная информация о сделках, счете и его позициях. В приведенном ниже примере это разделы «Баланс счета», «Позиции» и «Статус ордеров».



ГЛАВНЫЙ ЭКРАН ТОРГОВОЙ ПЛАТФОРМЫ «ФРИДОМ ФИНАНС» С ОТКРЫТЫМИ ОКОШКАМИ «СДЕЛКИ», «ЗАЯВКИ» И «СТАКАН»

Чтобы совершить сделку, достаточно зайти в раздел «Позиции» / «Сделки». Здесь открывается котировочный стакан и появляется окно «Проверьте ордер». Если в параметрах сделки все верно, трейдер нажимает «Разместить ордер». Сделка совершена.

Информация о совершённых сделках находится в разделе «Счет» / «Сделки». В подразделе «Активность» показаны все операции за сегодняшнюю торговую сессию. Кроме того, в разделе «Счет» есть отдельная опция «Зафиксированная прибыль или

убыток». В соответствующем окне показывается сегодняшняя прибыль (или сегодняшний убыток): сколько инвестор заработал и потерял на конкретной бумаге.

В платформе также указан торговый лимит, который доступен для совершения операций внутри дня и для переноса позиции на другой день.

Котировочный стакан состоит из трех частей. В первой части (см. рис. выше) содержится следующая информация: текущая цена бумаги, ее изменения за сегодняшний торговый день, максимальные и минимальные значения цены, какое количество акций инвесторы купили и продали за сегодняшнюю торговую сессию, сколько акция стоила вчера на закрытии торговой сессии и текущие котировки первого уровня — то есть лучший спрос и лучшее предложение.

- Bid — цена спроса (лучшей цены на покупку).
 - Ask — цена предложения (лучшей цены на продажу).
- Разность между Ask и Bid характеризует уровень ликвидности бумаги.

Ценные бумаги в стакане сопровождаются условными обозначениями:

N — акция торгуется на NYSE.

Q — акция торгуется на NASDAQ.

A — акция торгуется на AMEX.

S — бумага доступна для коротких позиций, ее можно брать займы у брокеров для шортов.

Цветное поле показывает котировки второго уровня, или глубину по рынку сразу на нескольких электронных площадках (ECN). Здесь можно видеть не только лучший спрос и лучшее предложение, которые сейчас есть на рынке, но и их объем. Эту информацию, естественно, важно анализировать: трейдеру нужно знать, сколько бумаг он может купить и продать в данный конкретный момент.

Чтобы совершать сделку в основную торговую сессию, выбирать определенную электронную площадку не нужно. Инвестор просто выбирает лучшую цену, и брокер сам направляет выставленную заявку на ту площадку, где есть ликвидность и нужная цена (по наиболее ликвидным акциям разницы между электронными

площадками не будет: цены и объемы везде примерно одинаковые). Выбор электронной площадки придется делать том случае, если инвестор совершает сделку на премаркете или постмаркете — то есть до начала торгов или после их окончания (торги на американских площадках начинаются в 16:30, а заканчиваются в 23:00 по московскому времени; с 15:00 до 16:30 идет предторговая сессия, с 23:00 до 3:00 — послеторговая сессия (в летнее время; зимой торговые сессии смещаются на час вперед). Чаще всего в таком случае выбирают ARCA: именно эта электронная площадка работает на премаркете и на постмаркете с достаточно хорошей ликвидностью.

Наконец, третья часть котировочного стакана — это окно заявок, при помощи которого инвестор создает заявку и отправляет ее на биржу. Напомним, что пока ордер еще не исполнен, его можно отменить.

После того как ордер уже исполнился, отменить его нельзя. Сделки указываются в разделе с соответствующим названием. Если инвестор что-то купил («открыл лонг»), то это выделяется зеленым цветом, если что-то продал («открыл шорт») — выделяется красным цветом. В разделе «Позиции» отображаются ценные бумаги, количество акций, средняя цена покупки. Если инвестор впоследствии докупает акции, то средняя цена будет меняться.

Показатель *realized* обозначает зафиксированный финансовый результат, *unrealized* — незафиксированный финансовый результат, так называемую бумажную прибыль или убыток.

В рассматриваемой платформе есть еще одна удобная для трейдеров функция — создание алертов (или оповещений). Инвестор может задать определенный параметр, при наступлении которого будет выдаваться оповещение. Например, трейдер ждет достижения определенной цены. В таком случае он может выставить алерт, и платформа в нужный момент времени подаст трейдеру сигнал.

6.6. Приказы на покупку и на продажу: ОСНОВНЫЕ ВИДЫ

Заявки — или приказы, поручения на открытие позиций — бывают двух основных видов: рыночные (market) и лимитированные (limit).

Выставляя рыночную заявку, инвестор удовлетворяет тот спрос или то предложение, которые сейчас есть на рынке. Так, если он собирается купить «по рынку», то он удовлетворит лучшее предложение, которое сейчас есть на рынке: «встретится» на рынке с лучшим продавцом, и по лучшей цене выставленная заявка вступит в силу. То же самое справедливо и для случая, когда инвестор хочет продать «по рынку»: выставленная заявка «встретит» лучшего покупателя и по лучшей цене исполнится.

Лимитированная заявка предполагает ограничения по цене: она дает возможность купить по указанной или лучшей цене либо, соответственно, продать по указанной или лучшей цене.

Если трейдер выставляет рыночную заявку, то сделка совершается «по рынку»: ему остается выбрать опцию market и ввести только количество бумаг, которое он собирается купить или продать. Дальше требуется выбрать тип операции Buy или Sell — и сделка совершена. Рыночная заявка исполняется сразу же.

Если инвестор планирует совершить лимитированную заявку, то необходимо выбрать опцию limit и выставить в дополнительном окне ограничения, соответствующие данной заявке. Кроме количества бумаг нужно указать цену, по которой нужно будет совершить сделку (используя, соответственно, окно price).

У лимитированной заявки есть еще один важный параметр — срок действия: в отличие от рыночной, лимитированная заявка является отложенной. Невозможно предсказать, сколько времени пройдет до момента, пока найдется контрагент, согласный с вашими ценовыми условиями, или рыночная цена дойдет до указанного вами уровня. Для ограничения «срока жизни» лимитированной заявки используется поле expiration.

- Выбирая в данном поле Day, инвестор определяет, что выставленная заявка будет действовать в течение сегодняшнего торгового дня.

- Day+ добавляет к сроку действия дневной заявки еще период постмаркета.
- Immediate or cancel означает, что заявка будет исполнена мгновенно или отменена в зависимости от того, есть ли в данный момент условия для ее исполнения.
- GTC означает, что это заявка, которая будет действовать до ее отмены.

Закрывать позиции можно противоположными заявками — рыночными или лимитированными. Но активные трейдеры обычно используют для позиций особый тип приказа — так называемую стоп-заявку. Она фиксирует прибыль или убыток. Современные торговые платформы дают возможность выставять как отдельную стоп-заявку на минимизацию убытка (фиксацию прибыли), так и специальную комбинированную стоп-заявку: в ней одновременно будут содержаться и стоп-лосс, и тейк-профит.

- Стоп-лосс (stop-loss) — уровень фиксации убытка от сделки, который вы готовы понести.
- Тейк-профит (take-profit) — уровень фиксации прибыли, которого вы рассчитываете достичь по сделке.

Рассмотрим механизм выставления стоп-заявки. Обычно такие заявки выставляются по тем акциям, которые уже находятся в портфеле инвестора.

Стоп-заявки бывают как рыночные, так и лимитированные. Если в поле Route выбрать stop, а в поле stop type — market и определить trigger price — целевую цену, то при достижении ценой акции этого уровня на площадку автоматически отправится рыночная заявка на продажу. Преимущество рыночной стоп-заявки состоит в том, что инвестор гарантированно закроет свою позицию. Недостаток — инвестор точно не знает, по какой именно цене она будет закрыта. Дело в том, что цена активации стоп-заявки, которую указывают в поле trigger price, будет служить лишь некоторым ориентиром, фактическая цена исполнения будет зависеть от спреда и ликвидности.

Второй тип стоп-заявки — это стоп-лимит. Он отличается от стоп-маркета тем, что помимо цены активации инвестор также указывает цену исполнения, которая обычно выставляется на несколько центов ниже. Таким образом, в эту заявку закладывается

возможное «проскальзывание» цены, которое допускается при закрытии этой позиции.

Заявка range-stop позволяет объединить плюсы рыночного и лимитированного стопа, избавившись от их же минусов. Она дает возможность одновременно выставить и стоп-лосс, и тейк-профит. В данном случае инвестор указывает нижнюю (стоп-лосс) и верхнюю (тейк-профит) границы нахождения в позиции. Соответственно, позиция будет закрыта при достижении какого-либо из этих значений. Данная заявка воспринимается системой как единое целое, и при срабатывании одной из частей заявки (стоп-лосс или тейк-профит) вторая отменяется.

Следующий тип стоп-заявки — trailing-stop, так называемый следящий стоп. Выставляя trailing-stop, трейдер вносит в поле trailer price так называемый шаг цены. Например, трейдер выбрал шаг цены равным 10 центам. Тогда если trailing-stop выставляется при рыночной цене 9,38 долл., то после нажатия кнопки sell данная заявка выставится на 9,28 долл. — на 10 центов ниже. Если цена поднимется выше 9,38 долл. и установит новый максимум, то и стоп-заявка переместится вслед за ценой с тем же шагом в 10 центов. Но если цена акции снижается от 9,38 долл. на 10 центов — позиция закрывается. Это удобный тип стоп-заявки для тех, кто торгует внутри дня. Основная задача тут — верно выбрать шаг цены (он будет зависеть от волатильности акции). Не стоит делать шаг цены слишком маленьким, потому что акция обычно колеблется и минимальный шаг почти сразу же закроет открытую позицию. Trailing-stop обеспечивает трейдеру нахождение в позиции все то время, пока цена растет, и закрытие ее, как только происходит снижение.

Резюме

- Действия инвестора на фондовом рынке должны определяться его личными финансовыми целями.
- Финансовый план не может быть исполнен досконально, но он необходим для достижения поставленных целей.
- Взаимные фонды — один из самых простых способов для инвестора с небольшими сбережениями вложить деньги в широкий и диверсифицированный портфель активов.

- Выбор брокера состоит из оценки брокерских компаний по целому ряду параметров, в числе которых опыт работы на рынке, профессиональные рейтинги и рэнкинги, размер собственного капитала, уровень комиссионных, предоставляемые услуги и так далее.
- Не обязательно приобретать профессиональную торговую платформу за большие деньги. Современные веб-платформы предоставляют широкий набор сервисов, которых вполне достаточно для работы на фондовом рынке.
- Отчетность брокера содержит всю информацию о произведенных операциях на бирже: позициях, оценке активов, сделках, а также о размере задействованного вами плеча.
- Для открытия позиции обычно используются рыночные или лимитированные простые заявки.
- Для закрытия позиции больше подходят стоп-заявки разных видов, позволяющие выйти из позиции по конкретной цене.

Глава 7

Долгосрочное инвестирование на практике

7.1. Пассивное инвестирование: разумный старт и фундаментальный анализ

Прежде чем перейти к подробному описанию активной биржевой торговли, остановимся на так называемом пассивном инвестировании.

Считается, что основные принципы грамотного пассивного инвестирования заложил еще в конце 20-х годов XX века экономист Бенджамин Грэм, читавший в университете лекции по инвестированию и потом изложивший свои идеи в книге «Разумный инвестор»⁹. Он определил пассивного инвестора как стремящегося защитить свои вложения. По мнению Грэма, пассивный инвестор главным образом интересуется сохранностью вложенных средств и не желает обременять себя их управлением. Пассивный портфель Грэм предлагал формировать, поделив средства между облигациями и акциями, а доходность такого портфеля в итоге не должна была сильно отличаться от доходности рынка в целом.

В начале 1920-х годов на академическом поле сталкивались разные взгляды на то, как надо принимать инвестиционные решения. Противоположные точки зрения высказывали профессора Бенджамин Грэм и Джон Мейнард Кейнс. Грэм получил известность благодаря своему подходу к оценке бизнеса компаний на основе изучения их отчетности и сопоставления наблюдаемых цен с ключевыми финансовыми показателями эмитентов. Известен случай, когда Грэм выяснил из отчета Northern Pipe Line, что у той много собственных средств, вложенных в высококлассные облигации. На каждую акцию Northern Pipe Line приходилось по 80 долл., в то время как на рынке бумаги Northern Pipe Line стоили всего 65 долл. Это была удачная инвестиция, так как вскоре компания перестала накапливать наличные и начала их выплачивать в виде дивидендов, а ее акции выросли в цене.

Такой подход поиска компаний с потенциалом роста денежных выгод для инвесторов и наращивания стоимости позже получил название стоимостного инвестирования. Оно предполагает поиск инвестиционно привлекательных компаний (с сильными финансовыми показателями и потенциалом наращивания рыночной стоимости), временно несправедливо

оцененных (которые котируются по относительно низким мультипликаторам). Работа Грэма в качестве управляющего активами подтверждала правильность его теории: среднегодовая прибыль инвестиционной компании Graham-Newman, рассчитанная за 20 лет, на 2,5% превышала среднегодовую доходность американского фондового рынка, рассчитанную за этот же период.

Кейнс также известен не только как университетский профессор и автор популярных книг, но и как практикующий инвестор. Однако его взгляды на инвестирование кардинально отличались от взглядов Грэма. По мнению Кейнса, искать недооцененные акции слишком долго и сложно. Гораздо легче отлавливать настроения инвесторов и «ловить волну». Таким образом, идеи Кейнса заложили основы «поведенческого инвестирования» — ныне популярного направления в финансовой экономике, которое огромное внимание уделяет настроениям на рынке и поведению толпы. В 2013 году Роберт Шиллер, сторонник поведенческих финансов, получил Нобелевскую премию по экономике. Что интересно, эта премия была разделена с Юджином Фамой, который по своим убеждениям и публикациям отстаивает развитие рынка в сторону рациональности принятия решений.

Самым известным последователем заветов Грэма является основатель Berkshire Hathaway Уоррен Баффетт. Пожалуй, как никто другой он всей своей многолетней инвестиционной деятельностью демонстрирует преимущества рационального отбора на базе фундаментального анализа и пассивного инвестирования. Заметим, что сегодня под пассивным инвестированием понимают несколько иной вид вложения средств. Правильнее будет утверждать, что в отличие от активной торговли, которая предполагает совершение большого числа сделок, сегодняшнее пассивное инвестирование основывается на формировании портфеля перспективных растущих активов, который находится в собственности инвестора годами, а иногда десятилетиями. Конечно, пассивный инвестор тоже выходит из своих бумаг, но делает это нечасто, лишь в случае, когда больше не видит перспектив для роста бизнеса данной компании или считает, что рынок находится на пике и на акции найдутся покупатели, готовые заплатить больше, чем компания стоит. Такие выходы, а также дивиденды и составляют основной доход пассивного инвестора от его вложений. Легко подсчитать, что если пассивный инвестор рассчитывает на серьезный ежемесячный доход, то его портфель должен быть довольно большим. В целом же пассивное инвестирование больше подходит тем, кто намерен сколотить капитал в будущем, через довольно большой промежуток времени — в идеале через десятилетие или больше. Не стоит забывать, что во время падений на рынке пассивный инвестор не продает, а покупает, причем еще в большем объеме, чем обычно.

Для пассивного инвестора вложения на бирже — это не только способ приумножения и сохранения капитала, но и удобный метод управления им. Акция — это очень ликвидный актив, который можно перевести в деньги буквально одним нажатием клавиши на компьютере. Продать недвижимость на несколько миллионов долларов за секунду не получится. Период экспозиции зачастую занимает 9–12 месяцев, не менее двух-трех месяцев оформляется сделка. Для владельцев крупного капитала это нередко бывает очень важно.

Пассивное инвестирование часто описывают расхожей фразой «купи и держи», забывая при этом добавить, что основной секрет грамотного инвестирования и заключается именно в покупке правильных активов и по правильной цене. Для сегодняшних пассивных инвесторов на первый план вышли рекомендации Грэма по отбору компаний в портфель, основанные на теории так называемого стоимостного инвестирования. Иными словами, пассивный инвестор должен покупать акции таких компаний, бизнес которых на текущий момент недооценен рынком или будет расти быстрее, чем бизнес конкурентов и экономика в целом.

Об инвестиционном подходе Баффетта поговорим подробнее в главе 9, а здесь упомянем лишь две его важнейшие рекомендации. Первая звучит так: не покупать «средненькую» компанию только потому, что сейчас она стоит дешево. Если бизнес не выглядит перспективным, то с чего бы ему расти в цене? Вторая рекомендация: покупать только те компании, в бизнесе которых вы разбираетесь. Нет смысла инвестировать в Facebook, если инвестор так и не смог понять, на чем компания делает деньги. Если ему ближе и понятнее железные дороги или фармацевтика — лучше заняться выбором эмитентов из этих отраслей.

Часто под пассивным инвестированием понимают вложения во взаимные фонды, однако это не совсем верно. Среди взаимных достаточно много так называемых фондов с активным управлением. Портфельные менеджеры в этом случае пытаются отбирать акции лучших компаний и довольно часто пересматривают структуру активов. Больше подходит к пассивному инвестированию покупка «всего рынка» при помощи вложений в индексные фонды, в том числе ETF. В таком случае динамика

активов не будет отличаться от динамики всего фондового рынка. Но у пассивного инвестора есть шансы обогнать рынок и получить от своих вложений доходность, превышающую среднюю по рынку. Для этого и нужно грамотно сформировать собственный портфель.

Безусловно, портфель пассивного инвестора может состоять исключительно из ценных бумаг или содержать и такие инструменты, как валюта, золото и другие активы вплоть до экзотических вроде вложений в произведения искусства и винные коллекции.

В современном мире не обязательно связываться с покупкой и хранением наличного золота или пытаться купить недвижимость за рубежом. Составляя свой портфель в целях сохранности капитала, вы спокойно можете использовать соответствующие ETF. На американском рынке представлен широкий выбор биржевых фондов, в основе активов которых может лежать практически все что угодно, начиная от золота или нефти и заканчивая недвижимостью самого разного назначения. С 2013 года появились ETF и на Московской бирже.

Если активная торговля базируется и на фундаментальном анализе, и на технических индикаторах, то для пассивного инвестора основной инструмент — фундаментальный анализ.

Фундаментальный анализ — это способ определения справедливой (целевой) цены компании при помощи ряда ее сегодняшних финансовых показателей и прогнозов на будущее. Точнее, способ понять, какие новости и факторы определяют поведение цены. Фундаментальный анализ позволяет отделить важные для компании новости от тех, которые для нее нейтральны. Кроме того, внимание инвестора фокусируется на истории компании, на динамике ее роста в последние отчетные периоды и в будущем, а также на сравнении с конкурентами. Иными словами, инвестору необходимо понять бизнес компании, которую он собрался покупать, и оценить качество корпоративного управления (лояльности к миноритариям).

Первый важный фактор заключается в том, что фундаментальный анализ позволяет выявить компании, которые имеют потенциал роста, а именно такие бумаги нужны, чтобы составить качественный растущий портфель.

Второй важный фактор: фундаментальный анализ помогает выявить относительно недооцененные компании. Даже если трейдер торгует активно и пользуется в основном техническим анализом, ему не помешает более плотно познакомиться с компанией, некоторыми аспектами ее бизнеса, посмотреть ее

финансовую отчетность. В отличие от 20-х годов XX века, сейчас это не займет много времени, однако поможет лучше понять бизнес и выяснить, как могут повлиять те или иные новости на котировки этого эмитента. На некоторых новостях акции компании могут за один день вырасти и упасть на 10%. Но трейдеру совершенно не обязательно стремиться на этом заработать. Основная задача — проанализировать новость, чтобы предположить, как она может повлиять на будущее компании.

Мы рассмотрим фундаментальный анализ в широком смысле, который оперирует не только на микроуровне отдельных компаний, но и на макроуровне рынков и национальных экономик.

В первую очередь стоит начать с анализа мировой и национальной экономики. Даже следуя пассивной инвестиционной стратегии, необходимо понимать общий тренд движения рынков, которые в свою очередь зависят от того, растет или падает мировой ВВП и ВВП США. Это знание позволит не обманываться насчет перспектив того или иного бизнеса, ведь на растущем рынке, где зашкаливает оптимизм, даже средние по качеству компании будут расти. А на падающем рынке даже хорошие компании будут снижаться.

Прежде чем производить отбор в портфель, инвестору необходимо сделать выбор, какие компании его интересуют: быстрорастущие или зрелые, стабильные. Стабильная компания и отрасль будут обладать низким уровнем риска, но за год вырастут всего лишь на несколько процентов. Быстрорастущая отрасль может обеспечить рост на десятки процентов в год, но и риск у таких вложений высокий, капитализация может обрушиться так же внезапно, как и выросла.

Часто начинающие инвесторы поддаются обаянию очевидных историй успеха и покупают быстрорастущие акции. Однако практика учит, что успеха в инвестировании добиваются те, кто вовремя распознает перспективы компании и выходит из акций, когда потенциал роста реализован. Возьмем компанию Balchem, акции которой по данным FactSet Research Systems с конца 1985 года поднялись на 107 099% (то есть среднегодовой прирост составил 26% на фоне 13,3 по индексу S&P 500). До 1999 года акции Balchem не привлекли ни одного крупного институционального инвестора, хотя демонстрировали неплохой рост. Отчасти это было связано с тем, что компания не имела отношения к IT-технологиям и не предлагала рынку никаких новых продуктов. Расположенная в небольшом городке Ваваянда (население около 7 тысяч человек, находится примерно в 110 километрах от Нью-Йорка) компания занималась производством дезинфицирующих средств, а также вкусовых и

пищевых добавок в корма для животных. К сожалению, суперуспех роста цены за 30 лет не гарантирует высокой доходности инвестирования в будущем. Рентабельность Valchem в последние годы не растет, а отношение капитализации к прибыли (так называемое кратное прибыли, мультипликатор P/E) составляет 27, в то время как средняя величина по американским компаниям за последние пять лет находится в диапазоне 16–17. Таким образом, сейчас акции Valchem слишком дороги, а перспективы наращивания стоимости неочевидны.

Но как же компания добилась такого роста акций, такого высокого P/E? Отчасти причина — случай и удача, отчасти — наличие заделов в прошлом. В компании и в начале 2000-х понимали, что производимые пищевые хлориновые соли (с витамином B₄) для придания желеобразного состояния кормам можно использовать не только в продовольственных товарах, но и, например, для стабилизации залежей глины. А это важно при разработке месторождений и рытье туннелей. И вот благодаря технологической революции в добыче сланцевых газа и нефти появился реальный спрос на эту продукцию компании, что принесло ей сотни миллионов долларов. Это и стало пусковым механизмом для роста ее акций.

Есть и другие яркие примеры суперакций, которые могут искушать инвесторов. По данным FactSet, за последние 30 лет акции 44 американских компаний показали рост более чем на 10 000%, включая Home Depot, Amgen, Nike, UnitedHealth Group, Danaher, Altair, Kansas City Southern, Jack Henry & Associates, Apple и Altria Group. У перечисленных компаний рост биржевых цен как минимум вдвое превышал рост индекса S&P 500.

Первый показатель, который поможет понять, что происходит на биржах, — это фондовые индексы. Следующая группа — макроэкономические индикаторы, такие как ВВП, уровень безработицы, процентная ставка. Все они косвенно говорят о состоянии экономики в целом. Низкая безработица — признак хорошего тренда: больше людей пошло работать, больше людей получают деньги, больше людей начинают тратить, товары и услуги лучше продаются и так далее. Чем выше процентная ставка, тем тяжелее бизнесу получить и выплатить кредит, тем больше компаний прекратит работать, а оставшиеся поднимут цены на свои товары, что приведет к постепенному снижению экономики.

Публичные заявления глав ФРС, ЕЦБ и политиков, которые затрагивают интересы отдельных стран, секторов или компаний, а также выход макроэкономической статистики являются важными новостями для фондового рынка в целом, а также для отдельных секторов. Например, статистика по строительству новых домов в США, безусловно, в первую очередь сказывается на акциях американских строительных и тому подобных компаний.

Мы перечислили очевидные последствия изменений тех или иных макроэкономических показателей, но есть и менее явные.

Например, падение цен на нефть может отразиться на продаже автомобилей, потому что приведет к падению цен на бензин. Так, после того как нефть начала дешеветь, выросли продажи Toyota, Ford и General Motors в США, снова стали популярны спорткары, огромные грузовики и пикапы. Падение цен на нефть также позитивно отражается на авиаперевозчиках, потому что около 25% цены на авиабилет приходится как раз на топливо. Соответственно, билеты дешевеют, и у авиакомпаний растут продажи. Либо же билеты не падают в цене, но у авиакомпаний увеличивается маржа, что также очень позитивно отражается на финансовой отчетности. (Отметим, что такие связи характерны для американской экономики, но в российских реалиях падение цены на нефть не приводит к падению цен на бензин и топливо.)

Следом за макроэкономическим идет отраслевой анализ. Его цель — попытаться найти отрасли, которые на данный момент являются перспективными. Так, на протяжении 2012–2015 годов одной из самых перспективных было здравоохранение, а конкретно — биотехнологии. За этот период акции ряда соответствующих компаний выросли в несколько раз, причем речь идет о крупных организациях, а не о маленьких стартапах. Дело в том, что в периоды роста и процветания экономики (а в 2012–2015 годах ВВП США активно рос) все большее количество инвесторов, фондов и компаний готовы вкладываться в технологии продления человеческой жизни и в здравоохранение в целом. Как только появляется уверенность в завтрашнем дне, инвесторы задумываются о самой главной ценности в жизни — о здоровье.

7.2. Фундаментальный анализ: новости и события

Итак, перейдем к анализу конкретных компаний. Первое, что должно интересовать инвестора, — это финансовые показатели бизнеса. Они содержатся в годовых и квартальных отчетах, которые можно найти на сайтах компаний и в специализированных базах данных. Именно публикация квартальных отчетов оказывает сильнейшее влияние на котировки эмитента. Часто компании отчитываются перед открытием торгов, и это может обеспечить серьезный гэп на открытии — вниз или вверх, в зависимости от того, лучше или хуже ожиданий рынка идут дела. Некоторые аналитики советуют закрывать позиции перед квартальными отчетами, но можно, наоборот, «отыграть» выход отчета, открыв позицию накануне (разумеется, просчитав риски). У крупных компаний распространена практика, когда в отчете помимо собственно финансовых показателей содержатся еще и прогнозы топ-менеджмента относительно дальнейших перспектив бизнеса, и рынок это тоже учитывает. Возможная инвестиционная стратегия — выбор компаний, которые демонстрируют более высокие финансовые результаты, чем прогнозировали аналитики и показывали консенсус-прогнозы.

У ряда компаний существуют сезонные колебания финансовых показателей, которые прослеживаются в ежеквартальных отчетах. Например, сезонным является бизнес гиганта Apple. Более 70% его продаж приходится на iPhone. Новые модели iPhone выходят регулярно — в сентябре. Соответственно, потребители не стремятся покупать смартфоны в квартале, предшествующем сентябрю, все ждут новинку. Продажи падают, что, в свою очередь, вызывает снижение выручки, прибыли и так далее. Кроме того, пики продаж проходятся на конец календарного года: черную пятницу, киберпонедельник, рождественские праздники. В этот период Apple демонстрирует рекордную прибыль, при этом следующий квартал оказывается уже не столь радостным.



IPHONES 6, 5S, 4, 3GS

Кроме финансовых отчетов, инвесторы следят за обновлением продуктового ряда, анонсами и внедряемыми инновациями, а также за корпоративными действиями. Некоторые из них рассматривались в [разделе 4.3](#). Напомним, что к корпоративным действиям относится, в частности, обратный выкуп акций. Если компания выкупает акции с рынка, то таким образом она делится с инвесторами своей прибылью. Обычно обратный выкуп происходит по цене чуть выше рыночной, и, как правило, это не разовое мероприятие. Компания, например, заявляет, что в течение трех лет выкупит акции на 20 млрд долл., после чего каждый месяц выкупает акций на миллиард. Уменьшение числа акций на рынке приводит обычно к повышению их стоимости, а также увеличивает долю акционеров в компании. Именно поэтому в последнее время в США обратные выкупы акций стали своеобразной заменой выплате дивидендов. Благополучие акционеров в результате выкупов растет, и при этом решается важнейшая американская проблема: инвесторам не приходится оплачивать высокие налоги с дивидендов.

Другое корпоративное действие — сплит, или разделение (дробление) акций. Например, акция ценой 500 долл. «дробится» на 10 акций по 50 долл. Это также, как правило, положительно влияет на котировки, так как сплит производят с дорогими акциями и в результате дробления эти бумаги становятся более доступными для инвесторов, что позитивно влияет на спрос на данные акции и

теоретически может поднять их цену. Так, в 2014 году Apple, акции которой стоили около 700 долл., разделила их на семь, так что стоимость одной акции оказалась на уровне 100 долл. Обладатели одной акции Apple теперь владели семью. В день сплита котировки поднялись более чем на 1%. Сплит также сделал бумаги Apple более удобными для включения в индекс Dow Jones Industrial Average.

Бывает и обратный сплит: дешевые акции превращаются в более дорогие. Смысл этой операции тот же: сделать бумаги более удобными для широкого круга инвесторов.

Слияния и поглощения по-разному отражаются как на бизнесе, так и на котировках. Если рынок считает, что обе компании справедливо оценены при слиянии либо покупаемая компания справедливо оценена при поглощении, то акции будут расти. Если за поглощаемую компанию платят слишком дорого — акции «поглотителя» пойдут вниз. В целом стоит отметить, что акции покупающей компании почти всегда идут вниз: инвесторам часто не нравится, что деньги расходуются на покупку, которую придется «переваривать», а будет ли положительный эффект для бизнеса, еще неизвестно. Компания, которая поглощается, очень часто растет на бирже, особенно если за нее переплачивают. Рыночные котировки в этом случае приблизятся к уровню, по которому ее покупает компания-«поглотитель».

Ряд других событий — продажа-покупка акций инсайдерами, вторичное размещение акций и тому подобное — меньше влияет на котировки. Надо понимать, что если финансовый директор или руководитель компании вдруг продает ее акции — это не всегда является негативным сигналом. Зачастую большинство CEO в США получают свои бонусы именно акциями. Зато на рынок могут повлиять рекомендации аналитиков, целевые цены инвестбанков и кредитные рейтинги: повышение целевой цены авторитетным инвестиционным домом или повышение кредитного рейтинга приводит к росту, а обратные новости — к падению.

При этом сильнее всего на котировки влияют именно неожиданные новости. Если прибыль увеличилась так, как ожидали инвесторы, это не вызовет бума котировок, в отличие от роста выручки или прибыли, которого никто не ждал. Ожидания и сюрпризы играют большую роль на фондовом рынке.

7.3. Учимся читать отчетность компаний

У всех эмитентов мира, включая американских, выделяют три основных финансовых документа: балансовый отчет (balance sheet), отчет о прибылях и убытках (P&L) и отчет о движении денежных средств (CF statement).

Балансовый отчет показывает, какие у компании активы и пассивы на балансе и сколько их. Пассивы — правая часть (условно, так как многие балансовые отчеты выстроены в виде длинной простыни, где сначала показаны имеющиеся активы, начиная с денежных средств, потом обязательства и в итоговых строках — собственный капитал). В пассивах показаны все источники формирования бизнеса компании, ее собственный капитал и заемные средства (обязательства, включая краткосрочные и долгосрочные). Обязательства, в свою очередь, делятся на заемный капитал (собственно долг, привлекаемый на постоянной основе, за который приходится платить) и на спонтанные обязательства (например, товарную кредиторскую задолженность и задолженности по налогам и заработной плате).

Собственный капитал представлен уставным капиталом, добавочным капиталом и нераспределенной прибылью (которая не была распределена в свое время на дивиденды).

Активы — левая часть. Это все, что имеется у компании и обеспечивает производство продуктов или услуг, то есть обеспечивает получение доходов компании. Активы аналогично пассивам делятся по сроку жизни — на долгосрочные (внеоборотные) и краткосрочные (оборотные). К ним относятся здания и сооружения, оборудование, товары на складах, наличные деньги, то есть деньги на счетах, вложения в капитал других компаний и в ценные бумаги, займы другим компаниям, наличность в кассе, дебиторская задолженность и так далее. Активы в сумме всегда равны пассивам. С развитием бизнеса, с реинвестированием прибыли активы компании всегда растут.

Показатели, на которые в первую очередь обращают внимание в активах, — это наличные средства (есть ли они, сколько их), в пассивах — размер обязательств, в первую очередь краткосрочных. Крайне опасна ситуация с отсутствием высоколиквидных активов

(денежных средств, ликвидных запасов продукции, дебиторской задолженности, которую можно продать) и большой величиной краткосрочных обязательств, срок погашения которых может наступить очень скоро. Вызвать опасения должен и большой общий долг, который часто сопоставляется с операционной прибылью или выручкой. Например, если чистый долг (то есть постоянно используемые платные заемные средства за минусом денежных средств из активов баланса) в четыре и более раз превышает операционную прибыль (аналитики рассчитывают такой показатель, как Net Debt/ЕВITDA), то это тревожная ситуация. По успешно работающим компаниям этот коэффициент чистого долга обычно не превышает 2–3 (отраслевые особенности безусловно влияют на целевое значение).

Однако однозначно говорить о том, что высокие долги — это плохо, а большой запас наличных — хорошо, нельзя. Много зависит от отрасли и от того, на какой стадии своего развития находится бизнес. Для понимания отраслевой специфики стоит сравнивать финансовые показатели с показателями компаний-конкурентов и среднеотраслевыми (медианными) значениями и делать вывод, исходя из полученных оценок.

Наличие денежных средств (cash и эквиваленты) на балансе компании часто порождает жаркие дискуссии между менеджментом и инвесторами-активистами, которые энергично критикуют политику компаний и требуют более эффективного управления (как это было с Apple). Главный аргумент таких инвесторов: зачем держать деньги на счете или оборачивать их под небольшой процент, если компания не знает, как ими правильно распорядиться? Деньги нужно вернуть инвесторам. Например, выплатив дивиденды. По результатам 2015 года суммарно на счетах компаний нефинансового сектора США скопилось более 1,7 трлн долл. При этом 504 млрд долл. находилось у пяти высокотехнологичных компаний (Apple, Microsoft, Alphabet, Oracle, Cisco). Чтобы понимать масштаб накопленных сумм, отметим, что в 2015 году капитальные затраты всех нефинансовых компаний США составили 885 млрд долл. Суммарный размер долга — около 6,6 трлн долл. (это данные, которые в целом по рынку или по

отдельным компаниям аналитик может найти в финансовой отчетности и годовых отчетах компаний).

Самая большая сумма «наличных» (на самом деле эти деньги размещены в основном на депозитах и в краткосрочных ценных бумагах) у Apple — 217 млрд долл. (раньше было гораздо больше — 600 млрд, и только программа выкупа акций и повышения дивидендов немного снизила к 2016 году огромный запас денег у компании). Второе место по «кубышке» занимает Microsoft — почти 100 млрд долл. Активисты требуют выплат дивидендов или выкупа акций, но проблема в том, что большая часть названной суммы (1,2 трлн долл.) находится на счетах компаний за пределами США. Репатриация этих сумм для возврата акционерам породит большие налоговые выплаты, на что менеджмент компании и ключевые акционеры идти не хотят.

Если баланс показывает статичную картину, срез на отчетную дату, то отчет о прибылях и убытках рассказывает о динамике бизнеса компании за определенный период (например, год или квартал). Именно поэтому он очень важен.

Рассмотрев ежегодные отчеты Apple, можно сделать выводы, почему акции этой компании демонстрировали рост и столь любимы инвесторами (по крайней мере, до момента издания этой книги).

September 28, 2013

Net sales	\$ 170,910
Cost of sales	<u>106,606</u>
Gross margin	<u>64,304</u>
Operating expenses:	
Research and development	4,475
Selling, general and administrative	<u>10,830</u>
Total operating expenses.	<u>15,305</u>
Operating income	48,999
Other income/(expense), net	<u>1,156</u>
Income before provision for income taxes	50,155
Provision for income taxes.	13,118
Net income	<u>\$ 37,037</u>
Earnings per share:	
Basic	\$ 40,03
Diluted	\$ 39,75
Shares used in computing earnings per share:	
Basic	925,331
Diluted	931,662
Cash dividends declared per common share	\$ 11,40

Apple Inc.

UNAUDITED CONDENSED CONSOLIDATED STATEMENTS OF OPERATIONS

(In millions, except number of shares which are reflected in thousands and per share amounts)

	Twelve Months Ended	
	September 26, 2015	September 27, 2014
Net sales	\$ 233,715	\$ 182,795
Cost of sales ⁽¹⁾	140,089	112,258
Gross margin	<u>93,626</u>	<u>70,537</u>
Operating expenses:		
Research and development ⁽¹⁾	8,067	6,041
Selling, general and administrative ⁽¹⁾	14,329	11,993
Total operating expenses.	<u>22,396</u>	<u>18,034</u>
Operating income	71,230	52,503
Other income/(expense), net	1,285	980
Income before provision for income taxes	72,515	53,483
Provision for income taxes.	19,121	13,973
Net income	<u>\$ 53,349</u>	<u>\$ 39,510</u>
Earnings per share:		
Basic	\$ 9,28	\$ 6,49
Diluted	\$ 9,22	\$ 6,45
Shares used in computing earnings per share:		
Basic	5,753,421	6,085,572
Diluted	5,793,069	6,122,663
Cash dividends declared per share	\$ 1,98	\$ 1,82

ГОДОВЫЕ ОТЧЕТЫ APPLE ЗА 2013–2015 ГОДЫ

Из отчетов следует, что выручка у Apple непрерывно растет (см. таблицу вверху, Net Sales — выручка), что является позитивным сигналом для инвестора. Второй показатель — это чистая прибыль (net income), она также высокая и планомерно растет. Растущий тренд финансовых показателей крайне важен для поддержания оптимизма инвесторов. Полезно бывает сопоставить прибыль и выручку, что дает понимание, сколько центов прибыли зарабатывает компания с каждого доллара выручки. Часто аналитики соотносят с выручкой не только чистую прибыль, но и операционную (operating income), доналоговую. Плохо, если этот показатель рентабельности продаж снижается или систематически оказывается ниже, чем у конкурентов.

Наконец, отчет о движении денежных средств (cash flow) позволяет дополнить анализ бизнеса отслеживанием реальных денежных потоков в разрезе операционной, инвестиционной (которая не отражена в P&L) и финансовой деятельности компании. Здесь важен показатель денежного потока от операционной, то есть

основной, производственной деятельности. Если он положительный, то даже у компании, терпящей убыток по прибыли, бизнес может выкарабкаться. Возможно, слишком много денег пока уходит на выплаты по расчетам с контрагентами и долгам (об этом расскажет денежный поток от финансовой деятельности). Если же денежный поток от операционной деятельности отрицателен — дела плохи. Значит, у компании слишком много издержек, которые перекрывают все доходы, приносимые ее бизнесом, и приход денег не превышает отток.

Следует упомянуть и о таком интересном аналитическом показателе, как EBITDA, — это чистая прибыль до уплаты налога на прибыль, вычета амортизационных отчислений и уплаты процентов по заемным средствам. Он не представлен в финансовой отчетности и является аналитическим (конструируемым, без жесткой фиксации, как реализовать расчет). Наиболее близкий показатель к EBITDA — операционная прибыль (operating income). Данный показатель также позволяет понять, как в целом обстоят дела у компании в ее основном бизнесе.

Отдельно следует сказать о темпах роста. Именно они помогают прогнозировать, что будет с компанией в будущем. Если за последние 10 лет она стабильно росла на 3–4% в год, то логично предположить, что компания имеет высокие шансы продолжить расти теми же темпами. Однако на фондовом рынке немало компаний демонстрируют и очень высокие темпы роста — как правило, на ранних этапах развития своего бизнеса. Дело в том, что у любого бизнеса есть две фазы роста — интенсивная и стабильная. Маленькая компания может быстро увеличивать выручку несколько лет подряд, но в какой-то момент темп роста доходов резко снижается, например с 20% до 5%. Этот переходный момент очень критичен для инвесторов, потому что он в корне меняет модель оценки компании инвесторами в сторону понижения прогнозов. В такой ситуации ее акции могут обрушиться, даже если бизнес остается хорошим и прибыльным.

Компании могут не только зарабатывать на операционной деятельности, но и получать доходы от инвестиций или от дивидендов «дочек». Прибыль может быть связана и с продажей или покупкой другой компании. Яркий тому пример — Yahoo! В третьем квартале 2014 года компания показала феноменальную чистую прибыль — 6,8 млрд долл. против 297

млн годом ранее, хотя ее выручка не менялась уже довольно давно. Взлет объяснялся просто: Yahoo! продала небольшую долю в Alibaba Group, в которую она инвестировала еще в 2005 году.

Перейдем к относительным показателям, или так называемым мультипликаторам. Именно эти относительные коэффициенты дают возможность выявить степень недооцененности или переоцененности акций. Самые популярные из них позволяют ответить на вопрос, насколько высоко рынок оценивает компанию: она дорога или дешева, хорошо ли работает. Обычно для этой цели берется показатель капитализации или цены акции (price) и соотносится с ключевыми финансовыми результатами. Но есть мультипликаторы и на основе натуральных операционных показателей (например, для социальных сетей важно количество участников). Приведем основные.

EPS (earnings per share) — прибыль на акцию. Этот индикатор показывает размер прибыли, который приходится на одну акцию.

P/S (price-to-sales) — цена на выручку или кратное выручки. Этот показатель демонстрирует, сколько готовы платить инвесторы за один доллар выручки компании. Чем выше этот показатель, тем больше инвесторы готовы платить за акции. Данный показатель сравнивается с аналогичными компаниями отрасли. Компании, имеющие более низкий показатель P/S по сравнению с другими в отрасли, называются недооцененными, а имеющие более высокий P/S — переоцененными. Обычно P/S рассматривают вместе с показателем P/E. В отличие от P/E целесообразнее в знаменателе рассматривать не только рыночную капитализацию, но и долг, то есть суммарную величину всех платных пассивов по рыночной оценке. Аналитики обозначают эту суммарную оценку аббревиатурой EV. Таким образом, мультипликатор принимает вид EV/Sales.

P/E (price-to-earnings) — рыночная цена акции к прибыли на акцию, или кратное чистой прибыли. Индикатор демонстрирует, во сколько годовых прибылей оценивается компания, то есть это определенный показатель окупаемости инвестирования. Высокий P/E обычно говорит о том, что инвесторы готовы платить за акции компании очень высокую цену в надежде, что в будущем она сможет существенно нарастить свою прибыль. Для многих IT-

компаний из-за того, что у них практически отсутствует прибыль, P/E (или PER) оказывается выше 100 или даже 200. Для большинства традиционных компаний значение находится на уровне 16–19.

P/BV (price to book value) — рыночная цена акции к балансовой оценке собственного капитала. Этот показатель используется для поиска явно недооцененных акций относительно бенчмарка в единицу. Как правило, этот индикатор выше 1, то есть рыночная цена акции превышает «бухгалтерскую» стоимость компании, что естественно, поскольку рыночная цена призвана отражать не столько стоимость активов, сколько оценку бизнеса в целом с учетом будущих доходов и возможного роста показателей в следующих периодах. Однако на практике немало компаний имеют P/BV меньше 1. Например, на момент написания этой книги это было справедливо в отношении акций большого числа банков и в США, и в России.

Net debt/EBITDA — чистый долг к EBITDA. Индикатор показывает, сколько лет понадобится компании, чтобы выплатить свой долг в текущих условиях. Если ее наличные запасы больше, чем общий долг, то данный индикатор может быть и отрицательным. Считается, что «нормальным» значением коэффициента являются цифры до 2–3.

ROA (return on assets) — коэффициент рентабельности активов и ROE (return on equity) — коэффициент рентабельности акционерного капитала. Эти показатели представляют собой соответственно отношение прибыли к общей стоимости активов компании и чистой прибыли к собственному капиталу. Данные мультипликаторы позволяют оценить доходность или отдачу по капиталу либо эффективность, соответственно, активов и собственного капитала (Equity), показывая, сколько чистой отдачи приносят те и другие. Чем выше данные относительные коэффициенты, тем более эффективно работает эмитент.

Главный недостаток описанных финансовых коэффициентов — игнорирование риска и требований инвесторов по отдаче на капитал. В непосредственном виде ни ROA, ни ROE не диагностируют создание рыночной стоимости. Поэтому многие аналитические агентства предоставляют инвесторам еще один аналитический показатель — стоимость капитала (WACC). Чем

больше компания зарабатывает доходности на вложенный капитал по сравнению с WACC, тем выше потенциал создания стоимости.

Спред эффективности = $ROC - WACC$.

Индекс эффективности = $ROC / WACC$.

$$ROC = \frac{\text{операционная прибыль} - \text{налог на прибыль}}{\text{вложенный капитал}} = \frac{EBIT \times (1 - T)}{E + D}$$

Например, если в 2016 году отдача по капиталу компании составит 16%, а WACC равен 20%, то компания не нарастит рыночную стоимость, а наоборот, ее «проест». Чем значительнее будет эта разница, тем больше потеряет компания в стоимости и сильнее упадут цены акций.

Объективным недостатком приведенных выше показателей является то, что они рассчитаны на основе прошлых результатов. Но покупая компанию сегодня, инвестор не покупает компанию в прошлом — он основывается на своих прогнозах относительно ее будущего. Для оценки потенциала компании в ближайших кварталах используются мультипликаторы, рассчитанные исходя из ожидаемых финансовых показателей, — например, отношение текущей капитализации к ожидаемой чистой прибыли, *forward price/earning*. В СМИ и на специализированных сайтах такие показатели рассчитываются на основе консенсус-прогноза — мнений аналитиков крупнейших инвестбанков и фондов.

EV (*enterprise value*) — стоимость бизнеса как суммы всех элементов его капитала по рыночной цене. Рассчитывается как сумма рыночной капитализации эмитента и чистого долга (*net debt*). EV в основном используется для расчета сравнительных коэффициентов. Самый популярный из них — EV/EBITDA, смысл которого близок к P/S и P/E, — оценить стоимость компании в отношении ее операционной прибыли. Чем меньше значение данного мультипликатора, тем дешевле можно купить компанию. «Золотое правило оценки» говорит, что компании обычно покупаются за 8 EBITDA (то есть на развитых рынках мультипликатор равен восьми). На развивающихся рынках

(Восточная Европа, Россия, Северная Африка, Азия, Латинская Америка) справедливая оценка ниже, так как выше политические риски (возможной национализации, рейдерских захватов, изменения правил игры на рынке и тому подобного). Обычно аналитики исходят из оценки 6 EBITDA.

7.4. Методы оценки компаний: выбираем лучших

Прежде чем говорить об оценке компаний, следует сказать несколько слов о справедливой цене акций. Среди экономистов есть разные точки зрения по этому вопросу. С одной стороны, с точки зрения технического анализа справедливая цена — это текущая рыночная цена. Считается, что на конкретный момент цена учитывает весь комплекс факторов, влияющих на бизнес компании, все ее прошлые достижения и падения и весь будущий потенциал, который известен рынку. Если бы рынки были абсолютно эффективными, то такое утверждение было бы верно.

С другой стороны, фундаментальный анализ считает, что рынок может и не учитывать все факторы и рыночная цена часто отклоняется от справедливой (равновесной, обоснованной). Но в перспективе рыночная цена должна прийти к справедливой цене. Именно в фундаментальном анализе и используются различные методы оценки компании, чтобы выбрать недооцененные рынком компании и их акции и заработать на этом в будущем.

Первый метод оценки компаний и выяснения их справедливой стоимости — сравнительный. Он наиболее прост в применении и, кроме того, помогает учесть сразу комплекс факторов.

Как ясно из названия, метод основан на сравнении финансовых показателей двух или более сходных компаний. Цель — выбрать наиболее перспективную из них. Для сравнения обычно используются рассмотренные выше мультипликаторы. При этом важно, чтобы бизнес аналогов, которые вы подобрали, был в принципе сопоставим — и по сути (отрасли, бизнес-модели), и по размеру, и по ожидаемым темпам роста.

Чтобы продемонстрировать сравнительный анализ, возьмем для примера две американские телекоммуникационные компании — Verizon и AT&T.

Сравнение Verizon и AT&T по мультипликаторам, рассчитанным на начало 2016 года

Мультипликатор	Verizon	AT&T
P/S	1,45	1,5
P/E	19,2	32,73
Forward P/E	11,4	12,04

Если показатель P/E строится по отчетной прибыли (чистой прибыли за последний финансовый год), то forward P/E в расчете исходит из текущей рыночной капитализации и прогноза прибыли (например, годовой чистой прибыли за текущий финансовый год).

В обычных условиях чем ниже показатель, тем лучше: значит, компания оценена инвесторами дешевле. Поскольку бизнес компаний-аналогов схож, есть шанс, что со временем мультипликаторы более дешевой компании «подтянутся» вслед за мультипликаторами более дорогой. В нашем примере Verizon с точки зрения сравнительного анализа более интересна для инвестиций — и не только потому, что ее мультипликаторы меньше, чем у AT&T, но и потому, что Forward P/E меньше текущего показателя P/E, — то есть по ожиданиям аналитиков компания в будущем будет более эффективна, чем сегодня.

Сравнительный анализ может быть и более масштабным — скажем, с изучением пяти-шести сходных компаний. В таком случае можно вычислить средний показатель для группы компаний, а потом выбрать компании, не дотягивающие до среднего. Ведь с большой долей вероятности в будущем их мультипликаторы все же приблизятся к средним значениям.

Но тут есть несколько нюансов. Говоря о росте мультипликаторов, мы в нормальной ситуации подразумеваем, что он произойдет за счет числителя, то есть капитализации. Надо учитывать, что мультипликатор вырастет и в том случае, если уменьшится знаменатель, то есть доходы компании снизятся. Но о динамике доходов инвестору расскажет финансовая отчетность. Кроме того, сравнение компаний не отменяет необходимости разобраться в их бизнесе. Различие в мультипликаторах может объясняться вполне объективной разницей в перспективах бизнеса. Вероятно, у более дорогой компании есть запатентованная

уникальная технология, или она работает на более перспективном рынке, или более дешевая компания страдает от непосильных долгов.

Сравнительный метод — практически единственно возможный при оценке компаний, которые выходят на IPO и еще не имеют репрезентативной отчетности за достаточный период времени. Перед размещением они раскрывают свои финансовые показатели в обязательной к опубликованию форме S1, а стоимость компании можно узнать из новостей об IPO. Там обычно указывается диапазон цен, по которым компания рассчитывает продать свои акции. Сравнив показатели с цифрами конкурентов, можно сделать предположение о том, насколько справедливая оценка компании предлагается на IPO.

Существует достаточное количество сайтов и интернет-сервисов, позволяющих не только узнать новости компаний, но и получить их финансовые показатели и даже сравнить компании между собой.

Из большого числа западных порталов с массивами информации по фондовому рынку отметим Finviz.com, Google Finance и Yahoo Finance.

Econoday.com — удобный сайт с макроэкономической статистикой, здесь есть отдельный календарь по американской и мировой макроэкономике.

На портале Breefing.com публикуются удобные календари квартальных отчетов компаний, а также график предстоящих IPO.

Tradingeconomics.com также содержит макроэкономическую статистику в виде таблиц с массивами данных и подходит для более глубокого анализа. Здесь можно сравнить США, Китай и Еврозону по среднему росту ВВП, безработице, размеру госдолга и ряду других показателей.

Новостных сайтов достаточно много — это Bloomberg, Wall Street Journal, MarketWatch, Reuters. Новости и аналитику лучше получать из нескольких источников: инвестору необходимо видеть ситуацию с разных сторон, чтобы составить о ней полное представление.

Второй метод оценки стоимости компаний — это метод чистых активов. Он основан на том предположении, что корзина активов целиком (то есть компания) должна стоить столько, сколько входящие в нее активы по отдельности. Конечно, речь идет не о балансовой оценке отдельных активов, а об их рыночной стоимости.

Рассмотреть применение метода чистых активов проще всего на примере. Вернемся к истории Yahoo! и Alibaba. Напомним, что в 2005 году Yahoo! купила за один миллиард 40% акций Alibaba. На момент написания этой книги капитализация Yahoo! составляла 31

млрд долл. Компания владеет 15% акций Alibaba, и этот пакет, исходя из капитализации Alibaba, оценивается в 25 млрд долл. Кроме того, Yahoo! владеет пакетом 35% Yahoo Japan, который оценивается в 7 млрд долл. Таким образом, два актива, которые принадлежат Yahoo!, стоят почти столько же, сколько и вся Yahoo!. Но при этом Yahoo! — одна из крупнейших интернет-компаний, которая сама зарабатывает деньги. К тому же у нее есть наличные на балансе. Почему же тогда капитализация Yahoo! не учитывает все составные части ее бизнеса? Ответ на этот вопрос — в понятии conglomerate discount. Смысл его в следующем: владение конгломератом не подразумевает однозначного владения дочерними компаниями, ведь миноритарные акционеры Yahoo! не могут принять решения о продаже этих пакетов акций, а если даже оно будет принято большинством голосов, то холдингу при продаже придется заплатить большие налоги. В результате из выручки в размере 25 млрд долл. инвесторам достанется не более 16–18 млрд.

Третий метод оценки — метод дисконтирования денежных потоков (discounted cash flow, DCF), то есть приведения всех будущих доходов компании к текущему моменту. При помощи этого метода аналитики пробуют сосчитать все будущие доходы и расходы компании (строят финансовые модели и прогнозируют выручку, расходы, прибыль, инвестиции в оборотный капитал и капитальные вложения) и затем пересчитывают их (дисконтируют по определенной ставке, отражающей стоимость денег на рынке и риски инвестирования в эту компанию) к текущей дате, получая справедливую стоимость компании. Таким образом, чтобы реализовать этот метод, нужно построить прогноз свободных денежных потоков по годам (обычно используется предположение о бесконечном горизонте жизни компании, который разбивается на два отрезка — прогнозный и постпрогнозный) и обосновать ставку (или ставки, так как они по годам могут меняться) дисконтирования. Часто ставкой дисконтирования выступает WACC компании.

Этот метод довольно распространен среди аналитиков инвестбанков и фондов, но его недостаток в том, что будущие денежные потоки, которые мы дисконтируем, приводя их к сегодняшней стоимости, — это только прогнозы. От изменения

любого из десятков показателей, заложенных в расчетную модель, итоговая величина может меняться на десятки процентов.

Сегодня современному инвестору доступны самые разные сервисы для анализа и сравнения компаний. Консенсус-прогнозы аналитиков дают подсказки о будущей динамике выручки и прибыли компаний. Для составления портфеля можно воспользоваться сайтом Finviz.com и его фильтрами (Screener). Если ваша цель — надежные и крупные компании, можно выбрать компании из индексов S&P 500 или Dow Jones. Можно отсортировать компании по показателю рыночной капитализации (market capitalization): выбрать только крупные или, наоборот, компании малой или средней капитализации. Напомним, что по доходности малые и средние компании часто обыгрывают «крупняки».

При помощи фильтра целевой цены (target price) можно выявить компании, у которых целевая цена выше, чем текущая, или выбрать акции с определенным (заданным) потенциалом роста (upside). Конечно, при этом следует помнить, что целевая цена — это лишь мнения и расчеты аналитиков. Фильтр IPO date позволяет выбрать компании, у которых IPO было давно или, наоборот, недавно. Вкладка fundamental включает ряд уже рассчитанных мультипликаторов: можно сортировать компании по показателям P/E и forward P/E и так далее. Однако все это лишь первое приближение, позволяющее отобрать пул акций для более тщательного анализа.

Facebook отличается стабильно высоким показателем P/E: так, весной 2016 года он равнялся 73. Для пассивного долгосрочного инвестора такие цифры могут показаться страшными. Почему же люди покупают Facebook или другие компании с таким высоким показателем, неужели они согласны с тем, что их инвестиции будут окупаться 73 года? Но открыв финансовые отчеты эмитента, можно видеть, что чистая прибыль Facebook растет бешеными темпами: 53 млн долл. в 2012 году, 1,5 млрд в 2013-м, почти 3 млрд в 2014-м и 4,67 млрд долл. в 2015 году. Значит, теоретически компания способна резко наращивать чистую прибыль ежегодно. Каждый год ее P/E при прочих равных условиях будет существенно снижаться. Именно в расчете на это инвесторы и покупают акции крупнейшей социальной сети мира. Поэтому важно не только изучать текущие финансовые показатели компании, но и смотреть на их динамику.

Крупнейшие компании на NYSE с низким ожидаемым P/E (ниже 15) на январь 2016

№	Тикер	Компания	Сектор	Капитализация, млрд долл.	Ожидаемый P/E	Цена акции, долл.
1	AAPL	Apple Inc.	Потребительские товары	594,49	12,26	109,22
2	T	AT&T Inc.	Технологии	258,18	13,88	41,86
3	WFC	Wells Fargo & Company	Финансы	247	11,58	48,61
4	JPM	JPMorgan Chase & Co.	Финансы	238,5	10,62	65,89
5	VZ	Verizon Inc.	Технологии	217,59	13,17	53,17
6	PFE	Pfizer Inc.	Здравоохранение	214,15	13,29	35,14
7	ORCL	Oracle Corporation	Технологии	170,68	13,68	41,21
8	INTC	Intel Corporation	Технологии	166,21	12,82	35,02
9	BAC	Bank of America	Финансы	155,34	9,86	15,15
10	CSCO	Cisco Systems, Inc.	Технологии	154,91	12,61	30,72
11	IBM	IBM Corporation	Технологии	154,85	11,37	160,44
12	C	Citigroup Inc.	Финансы	135,92	9	46,63
13	AMGN	Amgen Inc.	Здравоохранение	130,91	14	174,31
14	ABBV	AbbVie Inc.	Здравоохранение	108,45	11,77	66,83
15	GILD	Gilead Sciences Inc.	Здравоохранение	106,38	6,9	80,7
16	CVS	CVS Health-Corporation	Здравоохранение	104,38	14,83	97,55
17	AGN	Allergan, Plc	Здравоохранение	101,66	14,9	253,3
18	QCOM	QUALCOMM	Технологии	91,82	13,13	62,28
19	BA	The Boeing Company	Промышленные товары	83,98	13,97	134,72
20	USB	U.S. Bancorp	Финансы	74,13	12,68	43,22

Приведем пример типичных финансовых коэффициентов, которые инвесторы сопоставляют по компаниям и медианным значениям по отрасли. Продемонстрируем их на показателях компании Walmart.

Цена акции на 3 июня 2016 года — 70,87 долл. Максимальная наблюдаемая цена за 52 недели составляла 74,14 долл., минимальная — 56,3 долл. Изменения цены за выделенные промежутки времени (фиксация на 3 июня):

Price % Change	
Один день 1-Day:	0,11%
месяц 1М:	5,78%
Три месяца 3М:	7,15%
6 месяцев 6М:	20,04%
1 год (52 недели):	5,37%
С 1 января по 3 июля 2016 года:	15,61%

Дивидендная доходность — 2,82%, квартальные выплаты — 50% чистой прибыли направляется на дивиденды.

Экс-дивидендная дата — 9 марта 2016 года.

Дата выплаты дивиденда — 4 апреля 2016 года.

Темп роста выручки (средний за пять лет) — 2,71% в год.

Дивидендная таблица

Income Statement (USD, M)		
	Последний финансовый год LFY	
Total Revenue:	482 130,00	Выручка
EBITDA:	33 559,00	
EBIT:	24 105,00	Операционная прибыль
Income Before Tax:	21 638,00	
Income After Tax:	15 080,00	Посленалоговая прибыль
Net Income	16 300	

Общий долг, деленный на собственный капитал по балансу, — 62%.

Отношение чистой прибыли к выручке по отрасли — 1,9%, по Walmart — 3,5% (за 2015 год)

Announcement Date	Ex. Date	Pay Date	Payment Type	Record Date	Dividend Type	Gross Amt / Adj Pct
18-Feb-2016	07-Dec-2016	03-Jan-2017	Cash Dividend	09-Dec-2016	Final	0,5
18-Feb-2016	10-Aug-2016	06-Sep-2016	Cash Dividend	12-Aug-2016	Interim	0,5
18-Feb-2016	11-May-2016	06-Jun-2016	Cash Dividend	13-May-2016	Interim	0,5
18-Feb-2016	09-Mar-2016	04-Apr-2016	Cash Dividend	11-Mar-2016	Interim	0,5
19-Feb-2015	02-Dec-2015	04-Jan-2016	Cash Dividend	04-Dec-2015	Final	0,49
19-Feb-2015	05-Aug-2015	08-Sep-2015	Cash Dividend	07-Aug-2015	Interim	0,49
19-Feb-2015	06-May-2015	01-Jun-2015	Cash Dividend	08-May-2015	Interim	0,49
19-Feb-2015	11-Mar-2015	06-Apr-2015	Cash Dividend	13-Mar-2015	Interim	0,49
20-Feb-2014	03-Dec-2014	05-Jan-2015	Cash Dividend	05-Dec-2014	Final	0,48
20-Feb-2014	06-Aug-2014	03-Sep-2014	Cash Dividend	08-Aug-2014	Interim	0,48
20-Feb-2014	07-May-2014	02-Jun-2014	Cash Dividend	09-May-2014	Interim	0,48
20-Feb-2014	07-Mar-2014	01-Apr-2014	Cash Dividend	11-Mar-2014	Interim	0,48
21-Feb-2013	04-Dec-2013	02-Jan-2014	Cash Dividend	06-Dec-2013	Final	0,47

Резюме

- Пассивное инвестирование основывается на формировании портфеля перспективных растущих активов, который находится в собственности инвестора в течение нескольких лет, а иногда и десятилетий.
- Доход пассивного инвестора — это дивиденды, а также поступления от продажи акций, входящих в его портфель.

- Фундаментальный анализ — это способ определения справедливой цены компании при помощи ряда ее сегодняшних финансовых показателей и прогнозных построений, которые опираются на понимание влияния макро- и отраслевых факторов на денежные потоки, которые компания демонстрирует.
- На стоимость акций компании оказывает влияние множество событий — от выхода ее регулярных отчетов до новостей о слияниях и поглощениях, смене гендиректора и ключевых акционеров.
- Баланс компании показывает размер и состояние бизнеса эмитента в статике, а отчет о прибылях и убытках, а также движении денежных средств — в динамике. Для поиска перспективных акций важно находить компании с сильной динамикой роста основных финансовых показателей и небольшой долговой нагрузкой.
- Относительные показатели, или финансовые коэффициенты, индикаторы, позволяют лучше оценить эффективность бизнеса компании за ряд лет, а также сравнить ее с аналогами.
- Сравнительный метод, метод оценки чистых активов и метод дисконтирования денежных потоков — основные для определения справедливой стоимости компании в фундаментальном анализе.

Глава 8

Активный трейдинг на практике

8.1. Активный инвестор: что важно знать

В отличие от пассивного инвестора, который совершает сделки редко и готов ждать отдачи от инвестиций годами, активный трейдер покупает и продает акции часто, а его горизонт инвестирования является краткосрочным. Обычно он не превышает нескольких недель, а на практике может составлять даже считанные часы или минуты. Активный инвестор зарабатывает не только на росте, но и на падении акций, продавая дорогие бумаги, чтобы откупить их дешевле, а также использует маржинальное кредитование для увеличения прибыли от своих операций.

Для трейдера операции на бирже — в первую очередь способ постоянного заработка. Точную границу между трейдингом и инвестированием провести сложно, однако определенным индикатором может служить срок, на который покупается тот или иной финансовый актив. Как правило, покупка акций с намерением держать их год и дольше говорит об инвестиционном характере операций, меньшие горизонты — о спекулятивном трейдинге.

Горизонт инвестиций определяет и особенности активной торговли, и они совершенно иные, чем при пассивном инвестировании.

Первое, что следует знать активному инвестору, — это как воспринимать потери. Если пассивный инвестор за счет длительного срока инвестиций и глубокой диверсификации обычно оказывается в плюсе, то у активных, даже самых опытных, убыточные сделки неизбежны.

Невозможно в 100% случаев войти в сделку на минимуме и выйти на максимуме (или наоборот, в случае стремления заработать на понижении цены). Проскальзывания, промедления во времени и просто рыночное движение «не в ту сторону» всегда будут мешать совершать «идеальные сделки».

На самом деле это нормально: начинающим трейдерам приходится учиться не переживать не только по поводу убытков, но и по поводу упущенной (якобы) прибыли. Гораздо важнее уметь контролировать эти убытки и обеспечивать необходимый процент прибыльных сделок. Важно управлять своими эмоциями, не становиться их заложником и целенаправленно идти к поставленной цели. На первых этапах обучения трейдингу трейдеру следует определиться, какой тип торговли наиболее комфортен именно для него. Так, если трейдер не может заснуть, потому что перенес позицию на следующий день, то ему лучше вообще не переносить позиции, а сосредоточиться на внутрисуточном трейдинге. Многие трейдеры полностью распродают свой портфель перед летним отпуском, чтобы спокойно отдыхать и не думать о неожиданностях, которые может преподнести фондовый рынок.

Важнейший элемент работы активного трейдера — управление рисками. В [разделе 6.1](#) мы рассмотрели вопрос, какую сумму рекомендуется выделить для биржевых операций. Добавим, что, хотя трейдер имеет полное право пополнять свой торговый счет, если сумма на нем приблизилась к нулю, следует воспринимать эту ситуацию как экстренную, которая должна заставить задуматься, продолжать ли заниматься торговлей на бирже без серьезного переосмысления своей стратегии и не надо ли сделать паузу. Так или иначе, торговля на бирже должна иметь одну простую цель — приращение капитала.

Перед стартом работы на бирже каждый трейдер должен сформулировать ответы на следующие вопросы (эти ответы в дальнейшем станут своеобразными индикаторами для построения успешной торговой стратегии).

— Какая доля убыточных сделок определяется трейдером как приемлемая?

— Какой период убыточных сделок может выдержать торговый счет?

— Какую максимальную сумму (или долю) убытка, включая комиссии, допускается получить на одной операции?

— Какое максимальное плечо он планирует использовать?

Основную опасность для трейдера, особенно начинающего, представляет маржинальное кредитование. Несложно понять

почему: размер максимальных потерь прямо пропорционален плечу брокера. Так, если трейдер занял у брокера 300 долл. и с учетом собственных 100 купил акций на 400 долл., то при падении цены актива на 10% его потери составят 40 долл., что равно 40% собственных средств. Поэтому рекомендуем при первых шагах в трейдинге использовать минимальный размер плеча либо отказаться от него вовсе.

Текущий уровень маржи — отношение собственных средств к портфелю ценных бумаг, в торговой платформе указывается в процентах. Чем ниже это значение, тем больше в портфеле доля заемных средств. Если значение приближается к 25% — это тревожный звонок. 25% означает максимальное, «четвертое» плечо. Если это значение падает ниже 20%, то трейдер находится в зоне риска. Если падение продолжится, то позиции могут быть закрыты принудительно, в том числе без его участия (такое возможно, особенно если брокеру не удалось быстро связаться с трейдером). Принудительное закрытие, или margin call, предполагает значительную потерю собственных средств брокера, и важно не допустить такой ситуации.

Краеугольный камень контроля рисков — ограничение возможных потерь. Это делается при помощи стоп-заявок, которые мы уже рассмотрели. Необходимо сказать, что в среднем стоп устанавливается на величине минус 2–5% от цены акции (однако каждый трейдер определяет свой индивидуальный уровень в зависимости от стратегии). При использовании заемных средств стоп-лосс необходимо устанавливать еще ближе к цене входа: он будет тем «короче», чем больше плечо.

Если пассивный инвестор практически не выставляет заранее значений, по которым он будет продавать свои акции, то активному инвестору перед открытием позиции всегда необходимо четко определить три ключевые точки:

- по какой цене происходит вход в позицию;
- где будет установлен стоп-лосс;
- где будет установлен тейк-профит, уровень, при котором сделка принесет достаточно прибыли и может быть закрыта.

Только определившись со всеми тремя точками, трейдер получит четко сформулированную полноценную торговую идею.

Активные трейдеры могут пользоваться фундаментальным анализом, но значительно большую роль в их работе играет анализ технический. Если речь идет о сделках на интервалах внутри дня и даже в несколько дней, фундаментальные показатели не играют практически никакой роли.

Технический анализ представляет собой метод прогнозирования будущей цены акции исходя из прошлых движений ее цены и особых закономерностей, действующих на фондовом рынке. Можно сказать, что технический анализ, а вместе с ним и активный трейдер руководствуются только текущим объемом спроса и предложения на данную акцию.

Основные понятия технического анализа, которые необходимо знать активному трейдеру, следующие.

- Тренд — движение цены в определенном направлении. Тренд может быть восходящим и нисходящим.
- Уровень поддержки — горизонтальная линия, соединяющая по меньшей мере два локальных ценовых минимума акции.
- Уровень сопротивления — горизонтальная линия, соединяющая по меньшей мере два локальных ценовых максимума.

Если локальных минимумов или максимумов, поддерживающих данный уровень, много и они сформировались давно, то говорят о сильном уровне поддержки или сопротивления. Часто при «пробитии» сопротивления этот уровень становится уровнем поддержки — и наоборот. Отсюда же известно понятие «психологический уровень»: замечено, что часто уровнями поддержки и сопротивления становятся круглые значения цены или индекса.

У трендов также есть линии сопротивления и поддержки, которые проводятся не горизонтально, а по направлению движения тренда, и объединяют его максимумы или минимумы.

- Боковик, боковой тренд — движение цены в определенном диапазоне, без ярко выраженного роста или снижения.
- Simple Moving Average — простая скользящая средняя, среднее значение цены акций за определенный период. Скажем, 20-дневная SMA — сумма цен закрытия (или средних за день) за 20 предыдущих дней, деленная на 20. Чем короче

период, используемый для расчета скользящей средней, тем ближе она к рыночным котировкам. Чем этот период длиннее, тем более сглаженной по отношению к графику цен будет график SMA.

- Exponential Moving Average — экспоненциальная скользящая средняя, где, в отличие от SMA, у значений цен разный вес: чем ближе день к текущему моменту, тем выше его вес в показателе.
- MACD, Moving Average Convergence/Divergence — схождение и расхождение скользящих средних. Обычно для этой цели берется разность двух скользящих средних с разными периодами.
- ATR, Average True Range — средняя волатильность акции за день. Рассчитывается как средняя величина разброса от минимального до максимального значения цены за день на протяжении определенного периода.

Сигналы на покупку или продажу, которые подают технические индикаторы (например, индикатор MACD), не должны входить в противоречие с трендом, который демонстрирует рынок. Например, сигнал на продажу во время ярко выраженного растущего тренда требует или дополнительного обоснования, или игнорирования. При этом все индикаторы, которые использует трейдер, должны соответствовать друг другу по периодичности: если позиция удерживается 1–2 дня, то минутные графики и построенные на их основе уровни поддержки и сопротивления, разумеется, не пригодятся.

8.2. Формируем инвестиционный портфель: диверсификация и отбор инструментов

На фондовом рынке США инвесторам доступны для покупки акции более 7 тыс. эмитентов. Возникает закономерный вопрос: сколько акций при этом следует включить в активный торговый портфель трейдеру? Практика показывает, что при активном инвестировании оптимальное число бумаг в портфеле — от 8 до 12. Такое количество позволяет держать их в поле зрения и подробно проанализировать перед покупкой.

Как правильно распределить средства портфеля между акциями? Самый простой и практичный ответ — равномерно. Когда предпочтение отдается каким-то конкретным бумагам, риски повышаются. Ведь есть шанс, что именно эти бумаги поведут себя хуже, чем ожидалось.

Можно ли торговать только одной бумагой? Это довольно рискованно: в этом случае общий торговый результат зависит лишь от одной бумаги. Диверсификация, то есть снижение рисков путем использования не одного, а нескольких инвестиционных инструментов, всегда предпочтительнее.

Диверсификация важна и в том случае, когда речь идет не об активной торговле, а о формировании всего инвестиционного портфеля, пусть даже и пассивного. Суть диверсификации — в снижении рисков инвестиционного портфеля. Инвестор предполагает, что даже если одна часть его портфеля не даст ожидаемого дохода или принесет убыток, то остальные части портфеля компенсируют потерянное или хотя бы позволят сохранить большую часть капитала.

В широком смысле прежде всего говорят о диверсификации по классу активов. Это означает распределение средств между акциями, облигациями, депозитами, сюда можно добавить такие активы, как золото, недвижимость и так далее. Так, депозиты традиционно считаются низкорисковым активом, как и часть облигаций (государственных, а также крупнейших компаний). Акции крупных компаний обладают средним риском, а акции новых и небольших компаний вместе с высокодоходными облигациями являются высокорисковыми активами. Золото же —

традиционно «защитный» актив, по общей логике инвесторы предпочитают его тогда, когда фондовый рынок не демонстрирует рост.

Еще один способ диверсификации — распределить портфель между высоколиквидными (самый ликвидный актив — наличные деньги) и низколиквидными активами (самый низколиквидный актив — предметы искусства, антиквариат и элитная недвижимость).

Для российского инвестора актуальна страновая диверсификация — распределение средств между российскими и иностранными активами. Речь тут идет не только о ценных бумагах, но и о валюте. Высокодиверсифицированный по страновому принципу портфель будет включать в себя бумаги нескольких стран, как развитых, так и развивающихся.

Научный подход к диверсификации предполагает расчет корреляции для активов, которые вы планируете включить в портфель. Они должны иметь отрицательную корреляцию. В таком случае при падении одного актива инвестор получит доход от роста другого. Классический пример — так называемые защитные акции (акции компаний пищевой и фармацевтической промышленности). Обычно они растут даже в условиях экономического спада и при снижении акций компаний других отраслей. Еще один вид диверсификации — отраслевой: включение в портфель бумаг компаний из разных секторов экономики. Наконец, стоит упомянуть и о таком виде диверсификации, как распределение средств между акциями растущих и крупных компаний.

При отборе акций для активной торговли рекомендуем применить биржевой фильтр (например, Screener на сайте Finviz.com). Возможности фильтра довольно широки: параметры, по которым сортируются акции, делятся на *descriptive* — общие, *fundamental* — фундаментальные и *technical* — технические. Важно помнить: если трейдер отбирает бумаги до 16:00 по московскому времени (то есть до начала торгов в США), то данные на сайте будут за предыдущий торговый день. После 16:00 начинают транслироваться данные с бирж по текущему торговому дню.

Первое, что необходимо сделать при помощи фильтра, — отсортировать ликвидные акции, отбросив низколиквидные.

Показатель, который в этом поможет, — средний объем торгов (average volume). Если указать в соответствующем фильтре Over 500K, то он отберет акции, которые торгуются объемом больше 500 тыс. штук в день. Именно такие бумаги считаются на фондовом рынке США ликвидными.

Нельзя недооценивать важность ликвидности для инвестора. Если акция имеет низкую ликвидность, то продажа даже 1000 бумаг может стать проблемой: выход из позиции, вероятно, растянется на несколько дней, а если продавать пакет акций разом, то цена акции может сильно упасть. Кроме того, по низколиквидным акциям обычно выше спреда, чаще происходят гэпы и проскальзывания, а брокеры не предоставляют по ним возможность маржинальных операций.

Еще один недостаток низколиквидных акций в том, что любой относительно крупный покупатель или продавец может повлиять на их цену, исказив таким образом график цены и технические показатели. Анализ движения цены в этом случае даст искаженные сигналы.

Второй важный фильтр при отборе акций для активного трейдинга — это цена (price). В этом фильтре необходимо выбрать Over \$5, чтобы отсеять слишком дешевые бумаги.

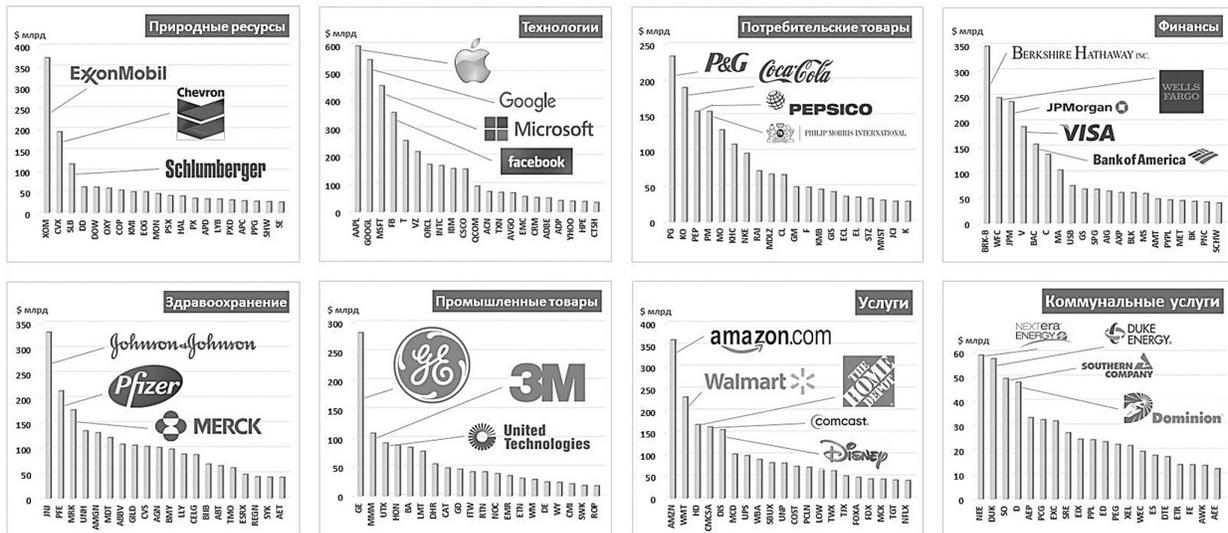
Дело в том, что в США акции дешевле 5 долл. считаются низкокачественными. Брокеры не дают совершать по ним короткие продажи и требуют стопроцентного обеспечения при покупке. Кроме того, с точки зрения брокерских комиссий (которые в США начисляются на каждые 100 акций вне зависимости от их цены) покупка дешевых акций крайне невыгодна для трейдера.

Следующий набор фильтров зависит от того, какую позицию и на какой срок собирается открыть трейдер. Как правило, активные инвесторы ведут поиск быстрорастущих акций. В таком случае используются следующие фильтры.

- **Изменение цены бумаги за период** (Perfomance и Perfomance 2). Это два абсолютно одинаковых фильтра, комбинация которых может дать интересный результат: например, можно отобрать акции, которые росли за последние полгода, но снижались в течение последнего месяца. Для такой комбинации в первом Perfomance выбирается пункт Half up, а в Perfomance 2 — Month down. Таким образом можно отобрать бумаги, которые находятся на локальном минимуме, но в растущем тренде.
- Разного рода фильтры, задающие **положение цены относительно скользящих средних** с разными периодами:

20-Day Simple Moving Average (20-дневная простая скользящая средняя), 50-Day Simple Moving Average (50-дневная простая скользящая средняя), 200-Day Simple Moving Average (200-дневная простая скользящая средняя). Если тренд нужен растущий, то выбирается индикатор «цена выше скользящей средней» (Price above SMA...), если ведется поиск нисходящего тренда, то необходимо выбрать индикатор «цена ниже скользящей средней» (Price below SMA...):

- Price below SMA20 — цена ниже 20-дневной скользящей;
- Price above SMA20 — цена выше 20-дневной скользящей;
- Price crossed SMA20 — цена пересекает 20-дневную скользящую;
- Price crossed SMA20 below — цена пересекает 20-дневную скользящую вниз;
- Price crossed SMA20 above — цена пересекает 20-дневную скользящую вверх.



КАРТА АМЕРИКАНСКОГО ФОНДОВОГО РЫНКА. НАИБОЛЕЕ КРУПНЫЕ КОМПАНИИ СЕКТОРОВ. (ПО ВЕРТИКАЛЬНОЙ ОСИ – КАПИТАЛИЗАЦИЯ)

- Чтобы дополнительно сузить выбор акций, можно задать фильтр, который отберет **акции, находящиеся вблизи своего годового максимума**, — годового максимального или минимального значения (52-Week High/Low). Обновление максимума — признак того, что рост будет продолжен. Значения можно использовать разные:

- New high — новый максимум;
- 5% or more below high — 5% или более ниже максимума;
- 0–3% below high — в пределах 3% ниже максимума;
- 0–5% below high — в пределах 5% ниже максимума.

И так далее.

Просеивая акции через ряд фильтров, трейдеры отбирают несколько десятков компаний, из которых в дальнейшем выбираются, как правило, самые ликвидные.

Для дополнительного отбора акций можно применять и ряд других фильтров. Например, на сайте Finviz.com существует фильтр под названием «необычный объем» (Unusual Value). Этот фильтр показывает акции, объем торгов по которым оказался выше среднего. Как правило, объем выше среднего для акции означает, что в нее приходят новые инвесторы. Это может служить косвенным сигналом о том, что акция будет расти в цене в ближайшие дни.

В идеале при открытии длинных позиций трейдеры ищут акции, которые преодолевают локальное сопротивление впервые либо пробили его, вернулись к нему и снова от него отскакивают. Теория технического анализа говорит о том, что именно такие бумаги обладают высоким краткосрочным потенциалом для движения вверх.

В случае открытия короткой позиции можно использовать такие же фильтры, применяя их «зеркально»: искать акции с текущей ценой ниже скользящей средней — например, ниже 20-дневной скользящей средней Price below SMA20, новый минимум за последние 20 дней, New low и другие.

8.3. Среднесрочный трейдинг: готовимся к торговле

Среднесрочный трейдинг представляет собой активную биржевую торговлю со сроком закрытия сделок от нескольких дней до нескольких недель (обычно двух-трех, иногда дольше). Ввиду такого горизонта для среднесрочного трейдера важно оценивать краткосрочные, локальные тренды на временном отрезке в один-два месяца. Именно поэтому трейдеры этого типа работают по дневным и часовым графикам акций. Уровни поддержки и сопротивления, которые важны для среднесрочного трейдера, формируются в течение нескольких месяцев или в крайнем случае года.

Ежедневные действия среднесрочного трейдера можно разделить на три этапа.

- 1.-Подготовка к торговле.
- 2.-Торговые операции на бирже.
- 3.-Анализ торговых операций.

На первый взгляд, самый важный из них — торговля. Но это не так. Торговля — результат работы трейдера на этапах подготовки и анализа.

При подготовке к торговому дню изучаются новости и графики выхода макроэкономической информации и корпоративных отчетов (если таковые происходят в этот период), отбираются бумаги для открытия позиций, а также планируются условия совершения сделок — выбираются уровни тейк-профита и стоп-лосса. Торговые операции при этом представляют собой лишь четкое следование намеченному плану.

Чем тщательнее проанализированы ошибки предыдущих периодов и проведена подготовка к торговой сессии, тем больше шансов на успех получает трейдер во время торгов. Таким образом, все три этапа важны для достижения положительного результата в торговле и пренебрегать каким-либо из них не следует.

Все условия для входа в позицию и выхода из нее, а также другие важные ограничения торговли должны быть зафиксированы в виде торгового плана. Это сделает операции на бирже более структурированными и упростит анализ торговли, который

проводится по завершении биржевого дня. Важно отслеживать динамику торговых операций, отмечать закономерности, корректировать и совершенствовать свою торговую стратегию.

Пример торгового плана

- 1.-Среднесрочная торговля.
- 2.-Цена бумаги от 5 долл. до 30 долл.
3. Как осуществляется вход в позицию:
 - а) лонг после пробития горизонтального сопротивления или поддержки (пробитие определяется по цене закрытия);
 - б) лонг (шорт) после обновления максимума (минимума) (пробитие определяется по цене закрытия);
 - в) лонг после отскока от поддержки (наклонной в том числе) вверх, если основная тенденция (дневки за три месяца) растущая;
 - г) шорт после отскока от сопротивления (наклонной в том числе) вниз, если основная тенденция (дневки за три месяца) падающая;
 - д) вход осуществляется рыночными заявками в районе цены закрытия (1–2 минуты до закрытия основной сессии).
4. Выход из позиции:
 - а) выход полностью при достижении обозначенного уровня максимального убытка в сделке;
 - б) фиксация части прибыли при положительном движении цены на уровне прибыли **+2 от выбранного уровня стоп-лосса**; при этом стоп-лосс передвигается вслед за ценой на величину, равную разнице между ценой входа и ценой фиксации части прибыли; при дальнейшем положительном движении цены двигается на более высокий уровень прибыли **с шагом 0,5–1 от уровня стоп-лосса**.
- 5.-Максимальный убыток по отдельной позиции – **1–3 ATR** (Average True Range, средний истинный диапазон – разница между дневным максимумом и минимумом цены акции, – усредненный за несколько дней) на акцию, но не более 5% от позиции.
- 6.-Стоп-лосс выставляется исходя из сложившего рисунка на графике:
 - ниже (выше) пробитого сопротивления (поддержки) – стоп-лосс ставится в район следующего локального минимума (максимума);
 - при обновлении максимума (минимума) стоп-лосс ставится ниже (выше) минимума (максимума) предыдущего дня;
 - при отскоке от поддержки (сопротивления) стоп-лосс ставится ниже (выше) уровня поддержки (сопротивления).
- 7.-Портфель распределен минимум между десятью позициями.
- 8.-Используемое кредитное плечо – 1,2.

Подготовка к торговле занимает обычно 1–1,5 часа в течение дня. Этого времени достаточно, чтобы почитать последние новости и посмотреть графики индексов, основных товаров и акций крупнейших корпораций. Несмотря на то что в среднесрочной торговле основной упор приходится на теханализ, трейдеру

необходимо понимать и общее настроение рынков — видеть оптимизм или, напротив, возможные угрозы.

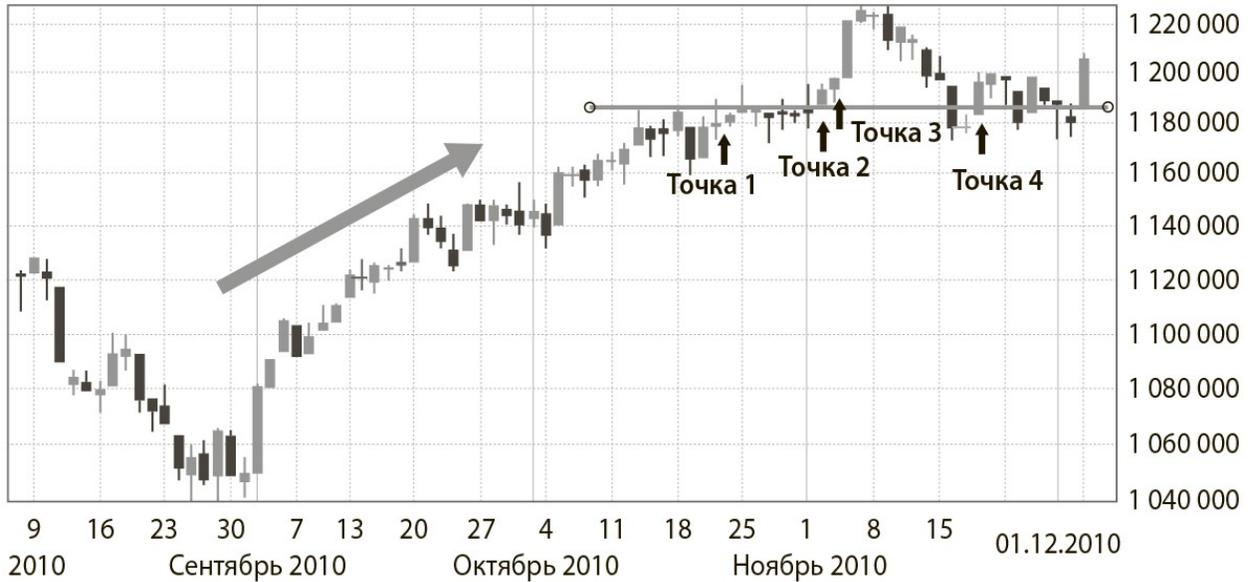
На этом же этапе подготовки происходит отбор инвестиционных идей для включения в портфель, а также проверка прежних идей из портфеля: являются ли они все еще перспективными?

В [главе 7](#) мы рассмотрели способы, при помощи которых можно произвести первоначальный отбор акций для инвестиционного портфеля среднесрочного трейдера. Теперь рассмотрим, как формируются конкретные инвестиционные идеи и как они превращаются в сделки.

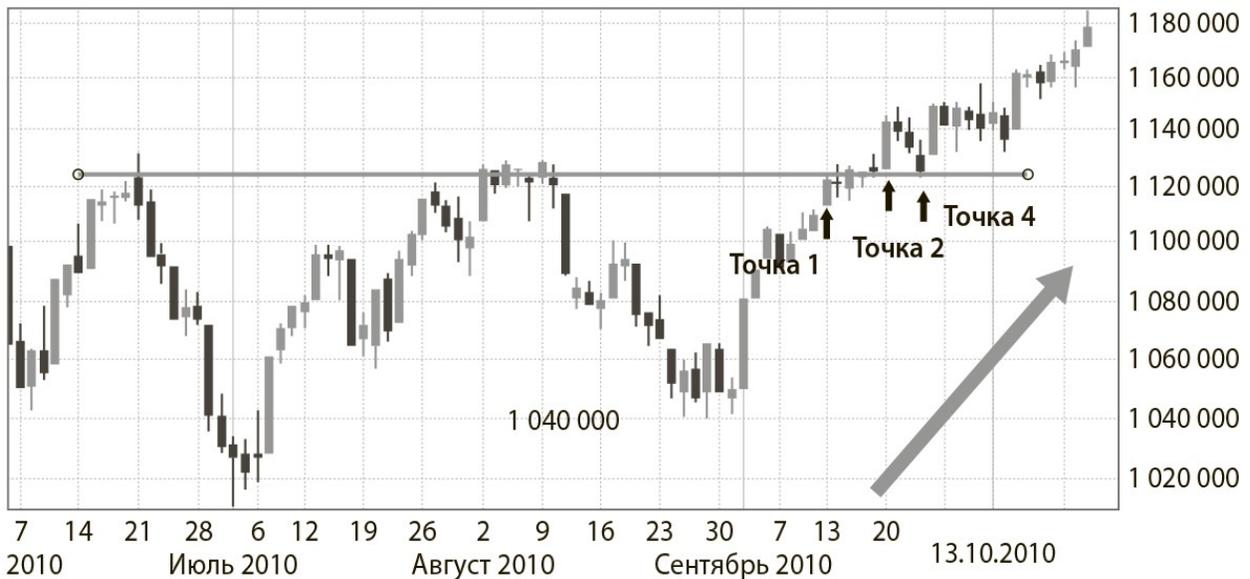
Обратимся снова к открытию длинных позиций. Допустим, трейдер выбрал две акции, ценовые движения которых говорят о возможном росте. Но у одной бумаги пока рост лишь намечается: цены только преодолевают локальное сопротивление, а у другой активный рост длится несколько торговых дней. Теория технического анализа говорит о том, что можно покупать и ту и другую, но предпочтение следует отдать первой бумаге, где только намечается растущий тренд. Задача трейдера — купить акцию в начале активной фазы роста. В этом случае существенно повышаются шансы захватить большой отрезок роста и, соответственно, больше заработать. Покупая уже активно растущую несколько дней акцию, трейдер рискует застать лишь небольшую часть растущего тренда, что сократит потенциальный доход от сделки.

Самый простой признак начала роста в теханализе — пробой уровня сопротивления. Особенно сильным рост может быть в случае, когда пробиваемый уровень сопротивления достаточно сильный или если до того, как его пробить, акция долгое время не совершала сильных движений, — в таких случаях говорят о боковике, или о консолидации. Чем дольше акция находилась в боковике, чем меньше движений в нем совершала цена, чтобы его преодолеть, тем лучше с точки зрения теханализа. После выхода из такого плотного боковика цены часто «выстреливают» и начинают показывать активный рост. Когда пробой уровня сопротивления состоялся, активные трейдеры рекомендуют открывать позиции, даже если цена уже ушла вверх от этого уровня.

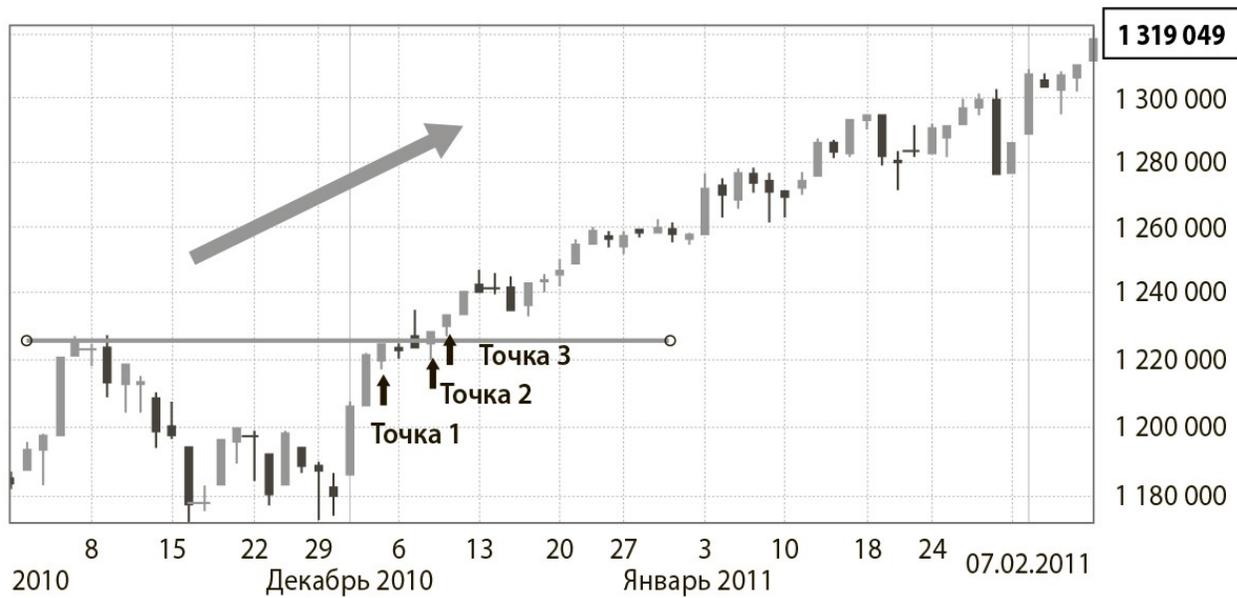
приведем примеры возможных точек входа в длинную позицию с учетом пробоя линии сопротивления на примере дневных свечей индекса S&P 500. Во всех примерах оптимальным моментом для входа является точка 2 — именно она дает возможность захватить все движение индекса вверх. Однако и остальные три точки являются правильными точками входа, просто возможностей для заработка они дадут меньше.



ЧЕТЫРЕ ВОЗМОЖНЫЕ ТОЧКИ ДЛЯ ПОКУПКИ АКЦИЙ



ЧЕТЫРЕ ВОЗМОЖНЫЕ ТОЧКИ ДЛЯ ПОКУПКИ АКЦИЙ



ЧЕТЫРЕ ВОЗМОЖНЫЕ ТОЧКИ ДЛЯ ПОКУПКИ АКЦИЙ

Важно запомнить: анализируя графики цены на этапе подготовки, начинающий трейдер может подумать, что определить оптимальную точку входа в позицию очень просто. Однако так кажется лишь при изучении уже состоявшихся событий и анализе графиков цен акций в прошлом. На деле правильный выбор точек входа в позицию и условий ее закрытия — сложнейшая работа. Подробный и четкий предварительный план торговли нужен как раз для того, чтобы не запаниковать во время торгов и не совершить спонтанных действий, которые приведут к убыткам или не дадут получить достаточно прибыли от позиции.

После того как трейдер наметил точку входа, ему требуется определить точки выхода из позиции. Их может быть две: уровень *стоп-лосс* — приказ на закрытие позиции, ограничивающий убытки от сделки, и *тейк-профит* — приказ на выход из сделки с достаточной прибылью. Еще раз напоминаем: прибыль должна покрывать брокерскую и биржевую комиссию, а также плату за пользование заемными средствами брокера, если они использовались.

Положение стоп-лосс стоит начать выбирать по графику. Стоп следует размещать под ближайшим к текущей цене минимумом или под уровнем сопротивления, который был преодолен. После этого

необходимо проверить, насколько стоп-лосс согласуется с волатильностью акции.

В соответствии с теорией технического анализа рекомендуется следующее соотношение: стоп-лосс должен находиться в диапазоне 1–3 ATR, лучше всего немного больше 1 ATR. Смысл соотнесения стоп-лосса с ATR состоит в том, чтобы, ограничивая убытки, не реагировать на незначительные движения цены, но не пропустить при этом ее серьезное падение. ATR помогает выставить стоп-лосс на оптимальный уровень. Именно по этой причине не стоит ставить стоп-лосс на величину меньше 1 ATR, так как его может «выбить» обычным внутрисуточным движением, после чего цена спокойно пойдет в нужную сторону, а трейдер упустит прибыль и потеряет на комиссионных.

Важно помнить: если цена пошла против вашей позиции, нельзя сдвигать стоп-лосс ниже в сторону движения цены в надежде, что потом она развернется! Сдвигая стоп-лосс, трейдер неминуемо увеличивает свои риски.

Тейк-профит проще всего привязывать к уровню стоп-лосса: соотношение между стоп-лоссом и минимальным тейк-профитом должно быть 1 к 2. Таким образом, минимальный уровень тейк-профита лежит в диапазоне 2–6 ATR.

Для выставления уровня стоп-лосса всегда используется тип заявки «стоп-маркет». Для выставления уровня тейк-профита используется тип заявки «лимит».

Рассмотрим пример: трейдер готовится открыть лонг по акции, которая стоит 35,30 долл. ATR этой бумаги составляет 56 центов. Ближайший уровень сопротивления — 34,48 долл. Стоп-лосс можно поставить сразу под ним, на 34,47 долл.: потери с одной акции составят $35,30 - 34,47 = 83$ цента, или 1,5 ATR. Эта величина приемлема для уровня стоп-лосса. Теперь надо определиться, на каком уровне выставить тейк-профит. Если слева на графике, то есть в ближайшем прошлом, есть максимальные уровни, которых акция достигала недавно, то можно ориентироваться на них. Допустим, уровень, недавно мешавший цене подрасти, находился в пределах 36,5–36,4 долл. Вполне вероятно, что эта отметка будет и дальше мешать цене расти. Таким образом, на уровне 36,60 долл. можно задать минимальный уровень тейк-профита. Теперь нужно

проверить соотношение между стоп-лоссом и тейк-профитом. Трейдер теряет 83 цента, если закроет позицию по стоп-лоссу. Если цена пойдет вверх, то, закрыв позицию по минимальному тейк-профиту, он заработает 1,36 долл. Соотношение между стоп-лоссом и тейк-профитом 1:2 выдержано не полностью, но все же принятые уровни достаточно близки к нему, поэтому принимать окончательное решение, стоит ли открывать эту позицию, необходимо на основе дополнительной информации (каков внешний фон, относится ли акция к растущему сектору и так далее).

Мы рассмотрели общие правила определения точки входа в сделку, выставления стоп-лосса и тейк-профита для длинной позиции. Соответственно, для короткой позиции необходимо применять те же рекомендации в зеркальном отражении:

- выбрать точку начала нисходящего тренда (по пробою уровня поддержки вниз);
- выставить уровень стоп-лосса выше уровня поддержки, а уровень тейк-профита — ниже на 2–6 ATR.

Бумаги, отобранные для открытия короткой позиции, должны готовиться пробить вниз сильную поддержку. В идеале — после долгой консолидации, что обеспечит после пробития вниз активный падающий тренд. Стоп-лосс, соответственно, выставляется выше максимума предыдущего дня.

Необходимо помнить, что если в целом рынок растет и настроения инвесторов оптимистичные, то возможностей для открытия коротких позиций будет меньше, чем для открытия длинных позиций.



Capital One Financial Corporation

Лонг от 68,53 долл.

Стоп-лосс на 65,92 долл.

Мин. тейк-профит: 74,28 долл.

ПРИМЕР ТОРГОВОЙ ИДЕИ НА ПОКУПКУ



Kimberly-Clark Corporation

Шорт от 128,82 долл.

Стоп-лосс на 131,55 долл.

Мин. тейк-профит: 123,92 долл.

ПРИМЕР ТОРГОВОЙ ИДЕИ НА ПРОДАЖУ

8.4. Среднесрочная торговля: реализуем инвест-идеи

После того как трейдер сформулировал инвестиционные идеи и составил торговый план, наступает пора действовать. Среднесрочный трейдер может себе позволить не проводить за торговым терминалом весь день. Если заявки стоп-лосса и тейк-профита выставлены, то рынок требует внимания лишь в моменты совершения сделки и наибольшей торговой активности. Обычно наиболее активно цены акций двигаются в первые 2–3 часа с момента открытия торгов и в последний час торговой сессии.

При среднесрочной торговле и открытии позиций на несколько дней внимание трейдера, как правило, сосредоточено на окончании торговой сессии. В последний час торгов требуется:

- проверить состояние текущего портфеля: сравнить цены бумаг, которые находятся в портфеле, с уровнями выбранных стоп-лоссов, определиться, какие позиции будут закрыты с убытком, а какие — с прибылью, какие будут оставлены на следующий день и потребуется ли при этом передвинуть уровни стоп-лосса и тейк-профита;
- сравнить текущие цены бумаг из списка отобранных инвестиционных идей с выбранными уровнями входа, а также определить, какие бумаги будут включены в портфель в следующую торговую сессию и в каких пропорциях;
- за 5–10 минут до закрытия реализовывать выбранные действия: при наличии соответствующих сигналов закрывать позиции или открывать новые.

Также рекомендуется внимательно следить за рынком и портфелем в первые часы после открытия торгов. В этот период движения цен традиционно наиболее сильны.

Торгуя, нельзя забывать о времени публикации макроэкономической статистики и важных пресс-конференциях руководителей ФРС, ЕЦБ и глав государств. Если эти события будут происходить во время основной торговой сессии, то во время их появления возможно резкие колебания цен практически всех активов. Волатильность увеличивается, а движения цен становятся хаотичными. Применять в эти моменты традиционные приемы теханализа невозможно. Если не получилось открыть позицию до таких событий, лучше отложить открытие до момента, когда все новости уже выйдут и рынок перестанет на них резко реагировать.

Важно помнить, что при входе в позицию выше предполагаемого оптимального уровня необходимо пересчитать возможные потери, которые будут, если позиция закроется по заранее определенному стоп-лоссу. Вход оправдан, если уровень стоп-лосса будет по-прежнему находиться в диапазоне от 1 до 3 ATR. Также следует рассмотреть повторно уровень тейк-профита: остается ли он в диапазоне 2–6 ATR и не надо ли его передвинуть с учетом явных уровней сопротивления.

Выше упоминалось о такой ошибке, как перемещение уровня стоп-лосса вслед за неблагоприятным движением рынка. Еще один просчет — усреднение позиции, если рынок пошел против позиции трейдера. Обычно это делается с той же целью, что и передвижение стоп-лосса: чтобы «переждать» неблагоприятное движение цены, а потом «заработать больше». Однако такая тактика — самообман. Подобные попытки приводят не к заработку, а к потере денежных средств. Если ошибка имела место, она обязательно должна быть указана при анализе торговой сессии вместе с причиной. На бирже не место эмоциям, и задача трейдера — придерживаться первоначального плана торговли или корректировать его исходя из объективных показателей.

Как рекомендуют поступать опытные трейдеры, если уровень тейк-профита вот-вот будет достигнут, а акция продолжает расти? В этом случае лучше закрывать позицию постепенно, продав сначала по минимальному тейк-профиту около трети или половины позиции. Оставшуюся часть можно попытаться закрыть по более высоким ценам. Также рекомендуется передвинуть уровень стоп-лосса на уровень минимального тейк-профита, чтобы защитить себя не от убытков, а от потери прибыли.

После закрытия биржевого дня наступает время анализа. Если трейдер торгует каждый день, то по окончании торгов стоит писать краткий комментарий по итогам трейдинга. Он должен включать:

- небольшое резюме по рынку в целом;
- описание действий по отбору ценных бумаг и пересмотру портфеля, а также причин, побудивших это сделать;
- описание совершённых сделок с указанием причин закрытия позиций.



17.10.2011

SPY – индекс S&P 500 скорректировался вниз от уровня сопротивления (**-1,91%**). Это снижение вписывается в рамки растущего тренда. Вероятнее всего, движение вверх будет продолжено.

Открыты позиции лонг по двум акциям:

1. **CHKP** (58,05) – цена опустилась на бывшее сопротивление; скорее всего, здесь цена найдет поддержку и рост продолжит;
2. **ADP** (50,98) – то же самое: цена на бывшем сопротивлении, ждем отскока вверх.

ПРИМЕР ЗАПИСИ С АНАЛИЗОМ ТОРГОВ

8.5. Интрадей-трейдинг: как торговать внутри дня

Определение «интрадей-трейдинг» говорит само за себя: внутридневной трейдер никогда не переносит позиции на следующий день. Самый длинный период, в течение которого интрадей-трейдер держит позицию открытой, — несколько часов, обычно же он составляет не больше часа или даже нескольких минут.

Мы не будем рассматривать скальпинг — совершение большого числа сделок длительностью в несколько секунд в расчете на движения цены в несколько десятых процента. Такая торговля требует автоматизированного подхода, то есть создания специальной компьютерной системы — торгового робота. Наша задача — рассказать о классической биржевой торговле, к которой относятся описанные выше среднесрочный и внутридневной трейдинг.

Интрадей-трейдинг имеет два существенных преимущества по сравнению со среднесрочным трейдингом. Во-первых, для многих людей он психологически комфортнее, чем трейдинг, предполагающий удерживание позиции в течение нескольких дней: в конце торгового дня трейдер закрывает терминал и больше не думает об открытых позициях. Во-вторых, интрадей-трейдинг дешевле для тех, кто использует плечо: внутри дня комиссия за пользование кредитом брокера обычно не взимается.

Но есть у внутридневного трейдинга и недостатки. В силу особенностей торговли интрадей-трейдер обычно совершает больше сделок, чем среднесрочный трейдер. При этом их доходность при прочих равных условиях обычно ниже, чем доходность среднесрочных операций, так как движения цены внутри дня обычно меньше, чем те, что продолжаются несколько дней. Фактически диапазон движений цен акций внутри дня ограничен их ATR, то есть редко превышает 3–5%. Более активное движение возможно лишь в дни сильной волатильности всего рынка или при появлении сенсационных новостей. Поэтому для внутридневной торговли, особенно новичкам, лучше ограничить количество сделок некоторой величиной, например пятью или

десятью. В таком случае появляется больше возможностей внимательно отнестись к каждой открытой позиции. Также это правило позволит не терять слишком много на комиссионных, если совершаемые сделки не приносят достаточно прибыли.

Торговля интрадей, как и среднесрочная, состоит из:

- подготовки;
- торговли в течение биржевого дня;
- анализа торговых операций.

Основное, что использует для планирования сделок интрадей-трейдер, — ценовые графики. Именно из них он извлекает информацию о том, куда может пойти тренд во время очередной торговой сессии. Самое важное при этом — ценовые движения последних нескольких дней и уровни поддержки и сопротивления, которые формируются на протяжении последнего месяца. При этом для оценки перспектив движения бумаги внутри дня можно прибегнуть к изучению показателя ATR. Если акция прошла путь, равный ATR, за пару часов с начала торгов, то, скорее всего, больше сильных движений по этой бумаге в этот день ждать не стоит. Кстати, для внутридневных трейдеров подходят волатильные акции с ATR больше 4–5%, которые в среднесрочной торговле скорее опасны, чем прибыльны.

Еще одно преимущество внутридневного трейдинга заключается в том, что, как правило, тренды внутри дня более предсказуемые, чем наблюдающиеся на протяжении нескольких дней. Весьма распространена ситуация, когда в начале торгов акция начинает активное движение, а через несколько часов происходит коррекция и все возвращается к первоначальным ценовым уровням.

Отбор акций для портфеля интрадей-трейдера имеет некоторые особенности. Для простоты его можно осуществлять при помощи фильтров на сайте Finviz.com, но параметры фильтров будут иными, чем у среднесрочных трейдеров. Так, отбор бумаг начинается со среднего объема и цены. Однако по среднему объему выбираются акции с оборотом более 1 млн штук в день (Over one million). Это связано с тем, что для быстрых внутридневных сделок нужны более ликвидные акции, чем те, которые подходят для среднесрочной торговли. Фильтр Price тоже необходимо настроить на более высокую цену — Over 30, отобрав бумаги дороже 30 долл.

Напомним, что комиссия на американском рынке зависит от количества акций, а не денег в сделке. В дешевых бумагах действительно бывают серьезные ценовые движения даже внутри дня, но комиссионные издержки неоправданно велики.

Как правило, интрадей-трейдером рекомендуется отбирать самые ликвидные бумаги, удовлетворяющие определенным условиям, например признакам растущих акций, которые мы разбирали ранее. Кроме того, интрадей-трейдер может свободно пользоваться десятиминутными, пятиминутными и даже минутными графиками. Бывает, что на этих таймфреймах видны те уровни сопротивления и поддержки, которые не видны на дневных и часовых графиках. При этом данными уровнями можно эффективно пользоваться внутри дня. Сильным уровнем считается тот, который наблюдается в течение нескольких дней подряд.

Если среднесрочному трейдеру необходим контроль убытков, то для интрадей-трейдера он еще важнее. По сути, это краеугольный камень внутридневной торговли. Поэтому при выборе момента входа в позицию следует в первую очередь ориентироваться на то, какой уровень стоп-лосса можно установить, и выбирать только те сделки, потери в которых будут минимальными, а уровень поддержки позволит поставить стоп-лосс как можно ближе к цене входа в позицию.

Традиционный алгоритм действий интрадей-трейдера внутри торгового дня обычно такой.

- Анализ открытия рынка. Довольно часто торги начинаются с гэпа; кроме того, в первые минуты торгов распространены очень волатильные движения. Поэтому не рекомендуется совершать сделки в этот момент. Стоит подождать несколько минут после открытия и только тогда открывать позиции.
- Соотнесение текущих цен на акции с тем уровнем входа, который был намечен для открытия позиций. Если тот уровень, который был выбран в качестве точки входа, уже пройден, то можно просто открыть позицию по текущей цене. Если же уровень входа еще не пройден, то, чтобы не следить за движением цены постоянно, можно выставить стоп-заявку на вход.

- После открытия позиции выставляются уровни стоп-лосса и тейк-профита.
- При необходимости, если цена идет в нужную сторону, закрывается часть позиции и передвигаются уровни тейк-профита и стоп-лосса вслед за движением цены.
- Перед закрытием торгов, если позиция не достигла ни одного из уровней (ни стоп-лосса, ни тейк-профита), позиция закрывается самостоятельно.

Самое благоприятное время для интрадей-торговли — начало торговой сессии. Однако так же, как и для среднесрочных трейдеров, тут действует правило пропускать первые несколько минут из-за хаотических колебаний цен.

Как и в случае со среднесрочным трейдингом, при торговле внутри дня рекомендуется вести торговый дневник, чтобы анализировать общее состояние рынка, описывать процедуру отбора акций и операции, которые совершались в ходе дня.

В завершение обратим внимание на еще один важный аспект. На рынке весьма распространены случаи, когда интрадей-трейдер за весь день так и не может найти подходящий момент для открытия позиций. И это нормально, ведь задача трейдера — находить сделки с максимальным потенциалом к прибыли, а не покупать и продавать акции ради самого факта трейдинга.

Резюме

- Активный трейдер зарабатывает на средне- и краткосрочных операциях, причем делает ставку не только на рост, но и на падение цен.
- Активная торговля строится в основном с использованием инструментов технического анализа.
- Среднесрочный трейдер ориентируется на заработок на движении цены, которое продолжается несколько дней или недель.
- Интрадей-трейдер торгует внутри дня, не перенося позиции на ночь. Его доходы ограничены рамками однодневного движения цены.
- Первоначальный отбор акций производится по нескольким основным параметрам, в первую очередь — по цене и

ликвидности. Чем короче интервал нахождения в позиции, тем важнее для трейдера ликвидность выбранного актива.

- Главная цель трейдера — выбрать правильные параметры для входа в позицию. Рекомендуется входить в сделку в начале активной фазы роста (и, соответственно, в начале активного падения при открытии позиций «шорт»).
- Для входа в позицию трейдеры используют ряд технических индикаторов: скользящую среднюю, ценовой максимум, уровни поддержки и сопротивления.
- Открытие позиции обязательно сопровождается определением уровней стоп-лосса и тейк-профита: первый ограничивает потери, второй обеспечивает приемлемый размер прибыли от сделки.

Глава 9

Истории успеха: как они смогли заработать

9.1. Джесси Ливермор: как угадать тренд и заставить всех тебя ненавидеть

«Я устал от борьбы. Не могу продолжать больше... Я — неудачник. Я искренне сожалею, но это единственный выход для меня», — написал великий трейдер Джесси Ливермор жене перед тем, как застрелиться в нью-йоркском отеле Sherry-Netherland. Трагическая смерть Ливермора подвела черту под выдающейся жизнью человека, который фактически создал теханализ и даже после разорения оставил семье 5 млн долл.

В 1906 году Ливермор продал без покрытия большой объем акций железнодорожной компании Union Pacific — 5000 штук. Рынок рос, но Ливермор перенес позицию на следующий день. Он сделал это накануне большого землетрясения в Сан-Франциско. Несмотря на то что рынок поначалу слабо отреагировал на эту новость, Ливермор удвоил свою короткую позицию. Серьезное падение началось лишь на третий день, и на этой сделке Ливермор заработал 250 тыс. долл.

В конце 1906 года Ливермор решил, что «бычий» тренд скоро сменится на «медвежий». Несколько раз он открывал короткие позиции — и несколько раз рынок шел против него. Но Ливермор к этому времени уже активно пользовался риск-менеджментом, стоп-лоссами и тем, что сейчас назвали бы усреднением: планируя приобрести большой объем, он выстраивал позицию ступенчато, покупал одну пятую часть и смотрел на дальнейшее движение цены. Если она двигалась в нужном направлении, он поэтапно наращивал позицию. При этом Ливермор старался не допускать потерь больше, чем 10%. Поэтому известный трейдер пережил несколько движений рынка против него и все-таки дождался обвала. Считается, что он подтолкнул одну из «фишек» к падению, намеренно зашортив

большой объем этих акций, а потом усилив ставку на понижение. Осенью 1907 года Ливермор сделал состояние на биржевом крахе — за один день заработал 1 млн долл. Разумеется, при помощи коротких продаж. На следующий день, зная, что Морган собирается влить в рынок ликвидность, и признавая, что дальнейшая работа на понижение может просто похоронить американский фондовый рынок, Ливермор начал покупать и на покупках заработал еще 3 млн. Пожалуй, это один из первых крупнейших случаев инсайдерской торговли.

Постепенно Ливермор сформулировал для себя набор правил торговли. Самые важные из них сводились к тому, что нужно пытаться зарабатывать на сильных движениях цены. Особенно сильные движения происходили во время разворотов трендов. И хотя Ливермор совершал сделки вместе с рынком, когда тот двигался в тренде, наступал момент, когда тренд должен был вот-вот развернуться. В этот момент Ливермор первым вставал против рынка, предчувствуя уже надвигающийся разворот. Известно, что сигналы к такому развороту Ливермор находил, анализируя графики цен и объемов торгов. Много лет наблюдая за движениями цен, он обнаружил, что после длительного роста рынок притормаживает: объемы торгов остаются большими, но цены уже не растут. Это предвещало разворот тренда. Ливермор также обнаружил, что разворот часто происходит после того, как на фоне роста объемов торгов дневной максимум оказывается выше, чем максимум предыдущего дня, но закрывается рынок ниже, чем накануне. Предвестниками скорой смены тренда выступали отдельные голубые фишки — лидеры своих отраслей. Они разворачивались раньше, пока акции второго эшелона (а вместе с ними и индексы) росли. Таким образом, благодаря теханализу Ливермор одним из немногих смог загодя выйти из длинных позиций и открыть короткие перед крахом 1929 года, в то время как рынок продолжал хаотично расти, а большинство трейдеров продолжали скупать бумаги.

К осени 1929 года Ливермор уже держал открытые короткие позиции по большому ряду голубых фишек: United States Steel, General Electric, Montgomery Ward и других. Причем это был не первый и даже не второй раз, когда великий трейдер пытался

зашортить рынок. В течение безумного роста 1929 года он несколько раз открывал короткие позиции и вынужден был закрыть их с убытком. Однако Ливермор не сдавался: он знал, что рынок должен рухнуть. На октябрьском крахе рынка он заработал 100 млн долл.

Мы назвали Ливермора человеком, создавшим теханализ. В самом деле, его сделки основывались на ценовых закономерностях. Из книги в книгу, из статьи в статью кочует информация, что юный Джесси нанялся мелким служащим в брокерскую контору и в его обязанности входила запись котировок. Согласно легенде, именно тогда он понял, что ценовые движения имеют свойство повторяться. Но сохранившиеся высказывания и записи Ливермора доказывают: он прекрасно понимал и фундаментальные причины стоимости компаний. Так, 22 октября 1929 года на волне биржевого обвала Ливермор сделал публичное заявление, адресованное тем, кто обвинял его в крахе рынков: «Очень глупо думать, что какое-либо лицо или группа лиц могут искусственно вызвать снижение на фондовом рынке... То, что произошло, — неизбежный результат долгого периода циничных манипуляций с ценными бумагами. Это привело к тому, что их цены выросли в несколько раз в сравнении с их реальной стоимостью»¹⁰. Ливермор прекрасно понимал, что на рынке надулся пузырь, и просто ждал, когда тот лопнет. Он смотрел в лицо реальности и занял верную позицию.

Важно, что Ливермор прекрасно понимал, как большие объемы могут двигать рынок. В те времена не было дарк-пулов («пулов темной ликвидности»), где крупные сделки совершались втайне от большого числа участников рынка. Поэтому Ливермор организовал себе подобие дарк-пула: в 1929 году, делая крупные ставки на понижение, он формировал портфель, используя услуги более ста брокеров США.

Всего за пять лет огромное состояние Ливермора было растрачено из-за развода, судебных исков и прочих жизненных проблем. В 1934 году его признали банкротом. По злой иронии судьбы он так и не избавился от обвинений в организации краха 1929 года, хотя просто следовал тренду, в который никто не верил.

9.2. Уоррен Баффетт: с любимыми акциями — вместе и навсегда

В конце августа 1983 года 53-летний Уоррен Баффетт пришел в мебельный магазин Nebraska Furniture Mart, чтобы поговорить с 90-летней дамой — хозяйкой магазина. Баффетт спросил, во сколько она оценит свое предприятие, и пожилая дама с ходу назвала сумму 60 млн долл. (речь шла о 90% акций предприятия). Она считала, что совершила отличную сделку, но на самом деле отличную сделку совершил Баффетт. В 1983 году оборот Nebraska Furniture Mart составлял 90 млн долл., а в 1984-м он вырос до 115 млн. Новый проект Баффетта был самым крупным местным магазином мебели и товаров для интерьера, отличался отличной рентабельностью, а купил его известный миллиардер всего за 0,7 годовой выручки, или за 4 годовых прибыли. Это отличный пример того, какие компании и за какую цену предпочитает приобретать «оракул из Омахи».

Баффетт, пожалуй, самый известный инвестор. «Поступать как Баффетт», «думать как Баффетт» призывают посвященные финансам СМИ и книги во всем мире. Но инвестировать как Баффетт не так-то просто. Дело в том, что его стратегию можно коротко описать так: покупайте хорошие компании по низкой или справедливой цене — и желательно навсегда. И это не фигура речи. «Независимо от предлагаемой цены мы никогда не продаем стабильные компании, принадлежащие Berkshire». «Мы хотим оставаться владельцами акций неограниченное время, пока есть основания рассчитывать на удовлетворительный темп роста внутренней стоимости компании». «Мы намерены оставаться постоянными владельцами акций трех основных компаний: Capital Cities/ABC, GEICO и The Washington Post. Даже если цена этих акций резко повысится, мы не будем их продавать. Точно так же мы не собираемся продавать ценные бумаги компаний See's или Buffalo Evening News, даже если нам предложат за них сумму намного выше той, в которую мы их оцениваем»¹¹. Эти и подобные высказывания можно найти во всех письмах к акционерам и эссе Баффетта.

Почти полувековая история Berkshire Hathaway подтверждает, что самой высокой доходность от инвестиций Баффетта была для тех, кто вкладывал деньги в его идеи в самом начале, — семьи и

друзей. Те, кто инвестировал в Berkshire в 90-х и 2000-х, тоже неплохо заработали, но гораздо меньше самого Баффетта. Если вы хотите стать миллионером через несколько десятков лет, вам надо инвестировать прямо сейчас. Такой подход пугает, но, как показывает личный пример Баффетта, отлично работает.

Важнейшее качество, которым должна обладать компания, чтобы ее купил Баффетт, — понятность бизнеса. Еще одно качество — лидерство. Баффетт инвестирует в таких гигантов, как Coca-Cola, Gillette, Wrigley Jr. Company, IBM, RBI Preferred (компания, владеющая сетью Burger King), See's (производитель сладостей), Heinz. Или в компании поменьше, которые знаменитый миллиардер старается купить целиком, чтобы поставить во главе своих людей. Что бы ни покупал Баффетт, он подходит к этой сделке как к покупке частного предприятия или его доли.

Если посмотреть на весь портфель Berkshire, то окажется, что около половины его составляют производственные компании, такие как The Dow Chemical Company. Потом идет большой портфель банков, страховых и других финансовых компаний (Bank of America Corporation, Wells Fargo, дешевый страховщик GEICO), а затем — ретейл. Баффетт не любит новые отрасли экономики, такие как IT. Его цель — высокая конкурентоспособность, которой компания будет обладать через 10 лет. Баффетт не верит в эффективность рынка. Напротив, по его мнению, инвесторы часто «не видят» истинную стоимость компании, будучи не в силах правильно оценить бизнес, потому что запутаны топ-менеджментом и разного рода специалистами по слияниям и поглощениям.



ЧАРЛИ МАНГЕР (СЛЕВА) и УОРРЕН БАФФЕТТ (СПРАВА)

Так что же такое «стоимость» по Баффетту? Это всего лишь такая отдача от капитала, которая оправдывает с учетом риска сумму, заплаченную за бизнес или долю в нем.

Баффетту категорически не нравится заемный капитал. Он всячески подчеркивает, что Berkshire старается не использовать заемные средства, а если вдруг такое случается, то они должны быть получены под фиксированный процент и на долгий срок. Когда нужен капитал, Баффетт использует отложенные налоговые обязательства и средства, аккумулированные в принадлежащих Berkshire страховых компаниях. Так что страховые активы играют роль не только хорошей инвестиции, но и «кармана», куда можно при необходимости залезть.

Баффетт и члены его семьи, а также Чарли Мангер («условный преемник» и заместитель председателя правления Berkshire Hathaway) вместе со своей семьей 90% своих денег вкладывают в акции Berkshire. Более того, состав акционеров Berkshire на протяжении ряда лет почти не меняется. По словам Баффетта, 98% держателей акций на конец года имели их на руках и в начале года.

Каждый год Баффетт пишет письма своим акционерам, где поясняет принятые за год решения и иногда делится советами, как

надо инвестировать. В письме, написанном в 2012 году, он выделяет три группы инвестиций.

1.-С фиксированным доходом (депозиты, облигации). Их Баффетт рассматривает как беспроходные, так как они в большинстве своем не покрывают инфляцию и вместо увеличения капитала его величина снижается.

2.-Спекулятивные инвестиции, не порождающие текущий доход (прибыль и дивиденды), но на которые инвесторы ставят в надежде продать дороже, чем купили (предметы антиквариата и ряд компаний без прибыли, но с перспективами роста выручки). Эти инвестиции очень рискованны, и Баффетт не рекомендует их рядовому инвестору.

3.-«Дойные коровы», которые благодаря практически вечному спросу на них (удовлетворение базовых потребностей человека, включая напитки, страхование, транспорт и так далее) будут долго формировать денежные потоки для владельцев. При правильном менеджменте и качественном корпоративном управлении эти организации будут платить дивиденды и наращивать рыночную стоимость своих акций. Именно такие компании должны быть под прицелом инвесторов. Самое главное при инвестировании в них — не переплатить.

В 2014 году Баффетт сообщил в своем ежегодном послании, что счастлив, так как большинство акционеров Berkshire разделяют его философию. Они проголосовали против распределения прибыли в виде дивидендов, то есть за то, чтобы полученный доход был реинвестирован.

9.3. Джордж Сорос: отрефлексируй это¹²

Биография Сороса в чем-то перекликается с биографией Джесси Ливермора: оба родились в бедных семьях и превратились со временем в богатейших людей, оба имеют репутацию «гениев зла», игроков, которые обваливают рынок ради собственного обогащения, повергая биржи в хаос и разоряя массы людей. Однако есть и отличия. Рынок был единственным делом Ливермора, его страстью и смыслом жизни. Интересы Сороса весьма обширны: он политик и филантроп, и его влияние на мировые элиты достаточно велико, чтобы им не пренебрегать. Однако не будем останавливаться на его политической деятельности, а вспомним те времена, когда Сорос еще стремился зарабатывать на рынке.

Сорос начал работать трейдером в середине 50-х (после периода работы коммивояжером). Из трейдера начинающий финансист быстро стал аналитиком по ценным бумагам, но ему всегда хотелось большего — попробовать себя в деле настоящего управляющего активами.

В 1966 году Сорос создал фонд объемом 100 тыс. долл., но из-за проблем с регулированием быстро закрыл его. После серии экспериментов с фондами в 1970 году был основан Soros Fund Management, позже переименованный в Quantum Fund. Деньги самого Сороса первоначально составляли в нем небольшую долю, которая постепенно росла: Сорос вкладывал сюда всю прибыль фонда и собственные комиссионные, которые он получал как управляющий. За 11 лет, к 1981 году, активы фонда выросли более чем в 33 раза, с 12 млн долл. до 400 млн, но потом случились убытки и инвесторы забрали деньги. Активы упали вдвое. В 2011-м Quantum Fund прекратил работу, и теперь этот фонд занимается только управлением средствами самого Сороса и его семьи. Инвесторы после закрытия фонда получили 1 млрд долл. Однако на рынке до сих пор работают другие фонды из линейки Quantum.

Сорос стал финансистом нового типа: преодолевая всевозможные ограничения, он стремился работать в офшорах и торговать на тех рынках, где в данный момент ему виделись возможности для заработка. Quantum Fund был хедж-фондом, стремившимся заработать любой ценой. Фонд использовал заемный

капитал и оперировал на рынках валюты, ценных бумаг и сырья. Закрыв его Сорос накануне вступления в силу в США закона Додда — Франка, который обязывал хедж-фонды раскрывать всю информацию о своих инвесторах, активах и инвестиционной политике. Такие правила Соросу оказались не по душе.

Любопытно, что Сорос разработал собственную торговую стратегию (основанную на его же теории рефлексивности), отталкиваясь от того же постулата, что и Баффетт, согласно которому на самом деле теория эффективного рынка не работает и рынки часто бывают неэффективны. «Ценовые суждения участников всегда основаны на предпочтениях, а преобладающее предпочтение влияет на рыночные котировки, — писал Сорос в своей книге «Алхимия финансов»¹³. — Но существуют случаи, когда предпочтения влияют не только на рыночные котировки, но и на фундаментальные условия. Именно в этом случае рефлексивность приобретает большое значение. Когда так происходит, рыночные котировки следуют по особому пути. Кроме того, они играют особую роль: не просто отражают фундаментальные условия, а сами становятся частью фундаментальных условий, которые формируют эволюцию цен. Это рекурсивное взаимоотношение делает эволюцию цен неопределенной, а так называемую равновесную цену — нерелевантной». Впрочем, Сорос называл свою теорию философской и всячески подчеркивал, что она родилась еще до того, как он решил применять ее в спекуляциях, поэтому неудивительно, что на практике, судя по приводимым самим же Соросом примерам, теория рефлексивности сводится к простому манипулированию ценами. В «Алхимии финансов» Сорос описывает также, как впервые «использовал свою модель»: он опубликовал отчет о том, как можно легко вызвать приток инвесторов в фонды недвижимости США (Real Estate Investment Trusts, REIT). Сорос назвал это «самоусиливающимся процессом». Управляющие REIT радостно последовали рекомендациям Сороса, а тот хорошо заработал на росте. Главное — надо успеть выйти из актива до того момента, когда самоусиливающийся рост сменится самоусиливающимся спадом, пояснил Сорос. В этот момент надо пытаться заработать на понижении — и на падении REIT Сорос тоже заработал. Самое интересное в деятельности Сороса заключается в

том, что его нельзя однозначно назвать манипулятором. Он выбирал для своих атак активы, которые и должны были обвалиться. Усиливал ли Сорос это падение, провоцировал ли его? Точных сведений нет, и правду мы, скорее всего, так и не узнаем.

Самой удачной сделкой Джорджа Сороса считается ставка на падение британского фунта стерлингов: ее он совершил в сентябре 1992 года. В то время Великобритания находилась в курсовом механизме европейской валютной системы. Фактически этот механизм обеспечивал определенные рамки для колебаний европейских валют относительно друг друга. По оценкам Сороса, фунт стерлингов был переоценен, о чем говорил ряд параметров, в том числе ставки в Великобритании и Германии, а значит, был готов к падению. В течение августа и сентября 1992 года Quantum Fund на собственные и заемные средства скупал фунт небольшими партиями и аккумулировал на своих счетах 5,5 млрд фунтов. 16 сентября он одновременно продал все позиции — фунт обвалился и по отношению к доллару, и по отношению к марке.

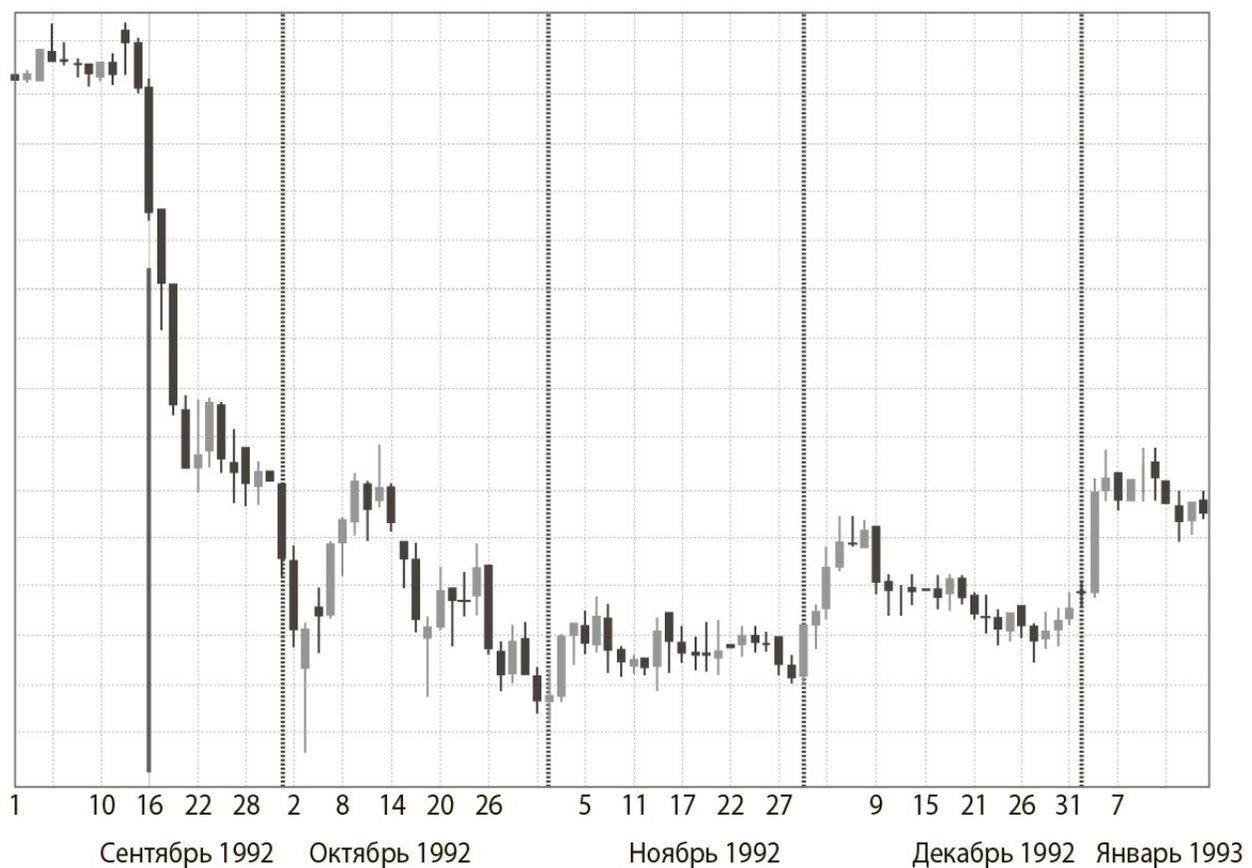


ГРАФИК ФУНТА ОСЕНЬЮ 1992 ГОДА

Курс обрушился, и за один день это принесло Соросу несколько сотен миллионов долларов (обычно в прессе фигурирует цифра в 1 млрд). Великобритания тщетно пыталась удержать валюту, но подняв ставку несколько раз и потратив несколько миллиардов из резервов, она все же прекратила поддержку фунта. В СМИ курсирует информация, что накануне, 15 сентября, Сорос разговаривал с главой Bundesbank, получив от него сведения по политике в отношении ставок. Это также могло помочь ему в операциях против фунта. Однако сам обвал фунта поддерживал не только Сорос, но и большое число трейдеров и управляющих фондами. То, что фунт переоценен, понимали не в одном лишь Quantum Fund. Другое дело, что без «вклада» Сороса обвал вряд ли был бы таким масштабным.

На этом истории с манипуляциями не закончились. В 2002 году Сороса приговорили к штрафу за торговлю акциями банка Société Générale с использованием конфиденциальной информации.

Те обрывочные сведения о действиях Сороса, которые существуют на рынке, приправленные сухим остатком его теории рефлексивности, позволяют сделать простой вывод: Соросу везло тогда, когда он сам мог режиссировать события. Когда его политическое влияние давало сбой, инвестиции тоже не удавались. Так, в 1997 году офшор Сороса Mustcom купил 25% акций российского ОАО «Связьинвест» за 1,87 млрд долл., а потом вынужден был продать этот актив за цену в несколько раз меньше.

«У меня нет какого-то особого набора правил, следуя которому, я веду игру на финансовых рынках. Я был всегда более заинтересован в том, чтобы понять изменения, которые происходят в правилах игры», — так витиевато Сорос описал в «Алхимии финансов» свои правила по входу в позицию и выходу из нее.

Резюме

- Джесси Ливермор доказал своей торговлей, что теханализ работает. Особенно когда трейдер понимает, что происходит с рынком на фундаментальном уровне.
- Тем, кто хотел бы повторить стратегию Уоррена Баффетта, придется запастись вечностью: она предполагает именно

такой срок владения выдающимися активами.

- По сути, стратегия торговли Джорджа Сороса заключалась в том, чтобы пытаться влиять на рынки и извлекать из этого выгоду.

Словарь инвестора – основные термины

ИРО — первичное размещение акций компании среди инвесторов.

Акция — долевая ценная бумага, обеспечивающая право на участие в капитале и управлении компании и на ее будущие доходы в виде дивидендов.

Аск — цена предложения.

Бид — цена спроса.

Волатильность — статистический финансовый показатель, характеризующий изменчивость цены актива.

Интрадей-трейдинг — торговля внутри дня, без переноса позиций на следующий день.

Лонг — покупка финансового актива.

Облигация — долговая ценная бумага, обеспечивающая право на возврат основной суммы (тела) долга и получение процентов (купонного дохода).

Опцион — срочный контракт, дающий покупателю право (но не обязанность) купить (или продать) актив в будущем по указанной цене. Продавец опциона при этом обязан безоговорочно исполнить заявку покупателя, если он таким правом воспользовался.

Поддержка — уровень, который цена акции не может преодолеть при падении.

Пробой — преодоление ценой уровня сопротивления или поддержки.

Свеча — обозначение движения цены на графике в определенном временном интервале.

Скользящая средняя — индикатор, используемый в теханализе, основанный на средних значениях цены за определенный интервал.

Сопротивление — уровень, который цена акции не может преодолеть при росте.

Тикер — буквенный код идентификации акции на бирже и в биржевом терминале.

Тренд — направление движения цены финансового актива.

Фьючерс — срочный контракт, обязывающий поставить или купить актив в будущем по указанной цене.

Шортить — продавать бумаги, взятые у брокера в долг.

Примечания

- [1.](#) Дословно — взаимодействие с органами государственной власти. Также — деятельность специально уполномоченных сотрудников крупных коммерческих структур (GR-менеджеров) по ведению работы компании в политическом окружении. *Прим. ред.*
- [2.](#) Philippe Jorion; William N. Goetzmann, Global Stock Markets in the Twentieth Century, *The Journal of Finance*, Vol. LIV, No. 3, June 1999.
- [3.](#) Нассим Николас Талеб. Черный лебедь. Под знаком непредсказуемости. — М. : КоЛибри, Азбука_Аттикус, 2015.
- [4.](#) М. : Олимп-Бизнес, 2008.
- [5.](#) М. : Олимп-Бизнес, 2010.
- [6.](#) М. : Олимп-Бизнес, 2001.
- [7.](#) М. : Эксмо, 2009.
- [8.](#) М. : Попурри, 2012.
- [9.](#) М. : Альпина Паблишер, 2016.
- [10.](#) Цит. по: Смиттен Р. Жизнь и смерть величайшего биржевого спекулянта. — М. : Омега-Л, 2007.
- [11.](#) Цит. по: Баффетт У. Эссе об инвестициях, корпоративных финансах и управлении компаниями. — М. : Альпина Бизнес Букс, 2007.
- [12.](#) Отсылка к теории рефлексивности, разработанной Соросом и описанной им в книге «Алхимия финансов». *Прим. ред.*
- [13.](#) Сорос Д. Алхимия финансов. — М. : Инфра-М, 2001.

Максимально полезные книги

Если у вас есть замечания и комментарии к содержанию, переводу, редактуре и корректуре, то просим написать на be_better@m-i-f.ru, вы поможете нам исправить недочеты и стать лучше.

[Наши электронные книги](#)

[Дарите электронные книги](#)

Заходите в гости:

mann-ivanov-ferber.ru

blog.mann-ivanov-ferber.ru

facebook.com/mifbooks

vk.com/mifbooks

twitter.com/mifbooks

instagram.com/mifbooks

youtube.com/user/mifbookstv

[Дерево знаний](#)

[Предложите нам книгу](#)

[Ищем правильных коллег](#)

Для корпоративных клиентов:

[Полезные книги в подарок](#)

[Корпоративная библиотека](#)

[Книги ищут поддержку](#)

Над книгой работали

Коллектив авторов «Фридом Финанс»

Никита Коньков, Евгения Обухова, Наталья Харлашина, Тимур Турлов,
Георгий Ващенко

Главный редактор *Артем Степанов*

Ответственный редактор *Ольга Киселева*

Литературный редактор *Марина Лейко*

Арт-директор *Алексей Богомолов*

Дизайн обложки *Сергей Хозин*

Верстка *Екатерина Матусовская*

Корректоры *Антон Снятковский, Мария Кантурова*

ООО «Манн, Иванов и Фербер»

mann-ivanov-ferber.ru

Электронная версия книги подготовлена компанией

Webkniga.ru, 2016