

**вышел
хеджер
из тумана...**

вышел хеджер из тумана...

о прибыли, риске
и дисциплине

Бартон
Биггс

УДК 336.76
ББК 65.262.2
Б59

Barton Biggs
Hedgehogging

Copyright © 2006 by Barton Biggs
All Rights Reserved

This translation published under license with the original publisher John Wiley & Sons, Inc. via Igor Korzhenevskiy of Alexander Korzhenevski Agency

Перевод с английского *Екатерины Савиной*

Издано при содействии ООО «УК «РЕКОРД КАПИТАЛ»

Биггс, Бартон.

Б59 Вышел хеджер из тумана... О прибыли, риске и дисциплине / Бартон Биггс ; [перевод с английского Е. Савиной]. — Москва : Эксмо, 2026. — 368 с. — (Библиотека частного инвестора. От экспертов — экспертам).

ISBN 978-5-04-238886-6

В ваших руках честный взгляд на мир хедж-фондов изнутри. Автор показывает, как рождаются и рушатся инвестиционные стратегии, как толпа ошибается в ключевые моменты и как даже сильнейшие управляющие фондов переживают провалы. Через истории, наблюдения и парадоксы раскрываются главные принципы «ежей» (так автор называет хеджеров) — сосредоточенность, дисциплина и готовность идти против всех ради капитала.

Бартон Биггс — легендарный инвестор, бывший стратег Morgan Stanley и основатель хедж-фонда Traxis Partners. Его опыт охватывает десятилетия работы на глобальных рынках. Через истории взлетов, падений и агрессивных торгов автор раскрывает главные аспекты понимания рынка, которые помогут вам приумножить свой капитал.

Вы узнаете:

- как Князь Тьмы держал в страхе лучшие бизнесы;
- когда полезно стать полной свиньей на бирже;
- чем вам поможет математическая формула совершенной красоты.

УДК 336.76
ББК 65.262.2

ISBN 978-5-04-238886-6

© Перевод на русский язык. Е. Савина, 2026
© Оформление. ООО «Издательство «Эксмо», 2026



Вступительное слово

Однажды, будучи в гостях у дочери-студентки, я получил от нее неожиданный вопрос: «Папа, сколько я себя помню, ты постоянно перечитываешь эту книгу. Почему?» В этот момент я действительно задумался и понял, что это одна из любых моих книг по теме финансовой индустрии управления активами. Индустрии, которой я посвятил всю свою профессиональную жизнь.

И сейчас наступил момент, когда захотелось ненадолго остановиться, оглянуться на пройденный путь, осмыслить прошлое и заглянуть в будущее. Решение посвятить книгу ключевым профессиональным вехам и событиям пришло само собой. Двадцать пять лет работы в сфере управления активами и трейдинга, более десяти лет с основания и руководства управляющей компанией паевых инвестиционных фондов, а также непрерывное управление первым фондом фирмы, созданным по модели хедж-фонда, сделали наш выбор очевидным. Лично для меня и для всей команды «Рекорд Капитал» большая честь стать частью этого издательского проекта. Эта книга, пожалуй, лучше любой другой передает тот особый дух и атмосферу отрасли, а также эмоции и вызовы, с которыми специалисты сталкиваются каждый рабочий день.

Что же делает эту книгу примечательной и особенной?

Огромное уважение у меня вызывает сама фигура автора и главного героя. Будучи состоявшимся финансистом с успешной длительной карьерой за плечами в ведущем инвестиционном банке Morgan Stanley, он смог решиться и отправиться в самостоятельное плавание с партнерами по созданию собственного фонда. Начать все с нуля. Победить свои страхи, сомнения с помощью веры в себя и свою мечту.

Биггс описывает инвестиционный мир изнутри, таким, какой он есть, без прикрас. Ярко и точно характеризует героев, которых

ему удалось встретить на профессиональном пути. Столько раз, путешествуя по страницам книги, мне удалось оказаться мыслями и эмоциями в тех же самых ситуациях, что и персонажи произведения. Особенно было интересно сопоставлять принятые героями книги решения в тех или иных рыночных ситуациях, со своими собственными в аналогичных обстоятельствах.

Сам стиль книги, посвященной такой «скучной» теме как финансы, неожиданно напоминает остросюжетный детектив или роман. Автор иронизирует над изменчивостью успеха, где всего один шаг может разделять «абсолютный триумф» и «полный провал». Одно лишь объединяет всех менеджеров хедж-фондов — одержимость и страсть к своей профессии, по-другому в ней не выживают!

*Руслан Сторчак.
Основатель, CEO
УК «Рекорд Капитал»*



Оглавление

Вступительное слово	5
Примечание от редакции	11
Введение	13
Глава 1. Ужин инвестиционного клуба Triangle: продираясь сквозь джунгли, в которых обитают ежи	18
Кибицинг, позолота и сэндбэггинг	19
То, что ты прохвост, еще не значит, что ты не умеешь зарабатывать	21
Инвестиционные джунгли: как ежи убивают свою золотую гусыню	24
Глава 2. Новые «ежи», возможно, и были золотыми мальчиками, но кровь у них все равно красная	27
Трое из Goldman Sachs	28
Суперзвезда Иэн спит со своим портфелем и скрипит зубами во сне	30
Улыбчивый Гилберт перестает улыбаться	34
Что стало с молодым гением в технических акциях	38
Глава 3. Шорты по нефти, грубая шутка, которая обернулась против нас	40
Измученные шортом по нефти	43
Глубокий анализ может завести в глубокую беду	45
Годы доверия вылетели в трубу	47
Чему меня научило начало XX века: рынок изменился не так уж сильно	51
Глава 4. Шорты — не для слабонервных	55
Князь Тьмы	55
Сага о Карибском казино	56
Истеричные клиенты и враждебно настроенные брокеры	60
Муки все дьются и дьются	63

Глава 5. Одиссея создания хедж-фонда — отчаянное и лихорадочное приключение	67
Большая охота на деньги	68
Джим-Триггер: сначала инвестируй, а вопросы потом	73
Фонды фондов — клиенты не из легких	74
В поисках нового мессии	80
Головная боль, бессонница и мрачные мысли	82
Глава 6. Изнурительное турне в поисках инвесторов: кровь, пот, труд и слезы	85
Питер Великий: инвестиционный нимфоман	85
Нон-стоп презентации: интерес — апатия — недоверие — враждебность	88
Наконец-то передышка: ужин с по-настоящему великим инвестором	92
Размер — враг доходности	96
Путешествия с Чарли	98
Встреча с Маргарет Тэтчер	100
Тяжелое настроение дома	103
Глава 7. Призраки прошлого не отпускают перед стартом	106
А. У. Джонс — первопроходец	107
Ничто так не отрезвляет, как удар в челюсть	113
Великий медвежий рынок и бездонная яма в животе	116
Глава 8. Ежи бывают всех размеров и форм	123
Нужно мужество, чтобы быть свиньей — totis porcis	124
Бородатый пророк апокалипсиса	128
В поисках смысла среди шума и болтовни	135
Что делает инвестора суперзвездой?	138
Глава 9. Жестокость долгосрочных рыночных циклов	149
Деньги частных инвесторов приходят и уходят в самый неподходящий момент	150
Разница между секулярными и циклическими медвежьими рынками	153
Бычьи рынки и пузыри: Япония и США	157
Секулярный медвежий рынок 1969–1974 годов	159
Глава 10. Битва за инвестиционное выживание: только эгоцентрики или глупцы пытаются поймать вершину и дно рынка каждый раз	165
Большие надежды на европейские прямые инвестиции (но мир так не работает)	169

Наблюдая за Американскими фондами прямых инвестиций — и дивисься	172
Толпа всегда ошибается в моменты рыночных экстремумов	177
Фактор тещи — и другие контриндикаторы	180
Глава 11. От одного поколения к другому. Бисмарк и фонд Йельского университета	184
Лесные уголья для детей, унаследовавших капитал	184
Фонд Йельского университета: от банкротства и забвения к лучшим результатам	189
Глава 12. Мистицизм природы и глупость группового мышления	199
Числа Фибоначчи — вещь мощная, но для анализа рынков слишком загадочная	204
Адам Смит во всем этом уже давно разобрался	206
Групповое мышление, оно же групповое заблуждение, или почему инвестициям нужны споры, а не согласие	207
Но и единоличное принятие решений тоже опасно	212
Коллективного разума не бывает	214
Глава 13. Пузырь интернет-компаний. И все же я по-прежнему выберу кондиционер	217
Dow на 36 000 от Джима Глассмана: подстрекательский вздор	219
Топа улюлюкала	222
Следующий бычий рынок: Африка и Ближний Восток	225
Глава 14. Великие управляющие — это одержимые, дисциплинированные маньяки	232
Не держитесь мертвой хваткой: великие инвесторы умеют резать убытки	237
Визуалы, аудиалы и дисциплинированное чтение	239
Глава 15. Тебя любят ровно настолько, насколько хорош твой последний результат	245
Как травмирует управление финансами, почему это не для каждого, и что бывает, когда идешь ко дну	246
Даже суперзвезд выставляют за дверь	247
Даже осторожные циники теряют клиентов	253
Даже великие инвесторы переживают полосы неудач	258
Глава 16. Когда состояние уже есть, как его не потерять?	261
В апокалипсис ювелирные украшения спасают	261
Смотрите на доходность после вычета комиссий и налогов	264
Венчурный капитал модный, но рискованный, хотя эта поездка может быть великолепной	268

Хедж-фонды нужно выбирать с особой осторожностью и некоторым скепсисом	272
В хедж-фонды лучше не идти в одиночку: фонды фондов — разумный выбор	275
Искусство стоит покупать из любви, а не ради инвестиций	276
Глава 17. Три инвестиционные религии: рост, стоимость и агностицизм	284
Выявить акции роста чрезвычайно трудно	284
Стоимостные инвесторы любят уродливый бизнес	286
Агностики тоже верят в одно: «и это тоже пройдет»	287
Рост или стоимость: что эффективнее?	288
Глава 18. Беда из-за больших размеров	294
Раздутый аппарат и бюрократия	294
По-настоящему сильные одиночки все равно идут своим путем	297
Терпение — великая добродетель, но как же трудно ей следовать	299
Инвестирование в альфу — игра с нулевой суммой	302
Глава 19. Пузыри и истинная вера	308
Два вида пузырей: плохие и очень плохие	309
Пресловутая длинная волна в экономике	311
Истинно верующий: адепт золота	314
Глава 20. Божественное вмешательство или инсайдерская информация? История, от которой стынет кровь	320
Загадка Джада и Wall Street Journal	324
По спине Джада пробегает холодок	327
«У тебя дар предвидения, парень»	330
Глава 21. Джон Мейнард Кейнс: экономист, управляющий хедж-фондом и человек на редкость увлекательный	339
Самый влиятельный экономист XX века	339
Интеллектуальный блеск был уже в юности	341
Становление политического мыслителя	343
Кейнс и его хедж-фонд	344
Потребность в нормальной жизни, чтобы его всерьез приняли как экономиста	346
Инвестиции Кейнса во время Великой депрессии	348
Страдания — личные и финансовые — в конце 1930-х и во время Второй мировой	355
Заключение	359
Рекомендуемая литература	360
Алфавитный указатель	362



Примечание от редакции

Название книги «Hedgehogging» — это авторская игра слов, к которой трудно подобрать русский эквивалент. Буквально hedgehog значит «еж», а hedgehogging можно было бы дословно понять как «быть ежом» или «жить по-ежиному», но в книге это слово работает сразу в нескольких смысловых слоях. Во-первых, оно явно отсылка к hedge — «хедж», «хеджирование», а значит, и к миру хедж-фондов. Во-вторых, внутри самого слова слышится hedgehog — «еж», то есть существо настороженное, колючее, замкнутое и умеющее защищаться. В результате возникает характерный образ управляющего хедж-фондом как «ежа» — осторожного, упрямого, собранного, живущего в постоянной готовности выставить иглы и идти против рынка, конкурентов и чужого мнения.

У этого образа есть и более широкий культурный фон. В англоязычной интеллектуальной традиции «еж» — не просто животное, а метафора, восходящая к известной формуле Архилоха: «Лиса знает много разного, а еж знает одно, но главное». В XX веке ее сделал особенно известной Исайя Берлин в эссе «Еж и Лиса». Поэтому hedgehog в английском контексте может означать человека, который строит мышление вокруг одной большой идеи, одного принципа, подчиненного центральной логике. Для финансового мира это особенно уместно: успешный инвестор нередко выглядит именно так — как человек, одержимо следующий своему методу, своей дисциплине и своей системе риска.

Таким образом, hedgehogging у Бартон Битса — это не просто книга о работе хедж-фондов и не просто шутка. Это целая поведенческая модель: жить как управляющий хедж-фонда, мыслить как «еж», быть колючим, самостоятельным, подозрительным,

сосредоточенным на выживании и защите капитала. В этом слове соединяются и профессиональная среда, и психология, и авторская ирония. Именно поэтому оно почти не переводится буквально: в нем важна не только прямая отсылка к хедж-фондам, но и образ «ежа» — существа маленького, упрямого, настороженного, которое прекрасно знает, как защищаться.



Введение

За три года, прошедшие с тех пор, как я написал «*Вышел хеджер из тумана...*», в мире хедж-фондов многое изменилось. Но люди — и тот всепоглощающий коктейль страха и жадности, который терзает игроков и толкает их на маниякальные поступки, — остались прежними. Объем капитала, вложенного в ориентированные на акции хедж-фонды по всему миру, сегодня составляет около триллиона долларов (против примерно 300 миллиардов шесть лет назад). Совокупная валовая экспозиция — сумма длинных и коротких позиций — колеблется где-то между 1,5 и 2 триллионами долларов. Общая доходность после комиссий (что неудивительно на фоне растущих с 2002 года рынков) оказалась посредственной.

13

Темпы появления и исчезновения фондов по-прежнему астрономические. Точных цифр не знает никто, но по крайней мере 2 тысячи хедж-фондов закрылись с конца 2004 года, и, вероятно, около 2,5 тысяч новых открылись. Были триумфы и трагедии; несколько удачливых мужчин (насколько мне известно, по-настоящему богатых женщин среди управляющих хедж-фондами в общем-то нет) стали сказочно богаты, но многих других судьба перемолола — порой весьма жестоко — в жерновах неудачных результатов и провального маркетинга.

С тех пор как я написал эту книгу, фонды фондов превратились в еще более значимый фактор в индустрии. За последнее десятилетие именно они стали главными победителями во всей сфере управления инвестициями: с 1999 года их активы выросли примерно в десять раз, а в последние три года прибавляли более 25% в год. По оценкам, таких фондов сегодня насчитывается около 2,5 тысяч — против 500 семь лет назад. Сейчас на них приходится почти 40% всех активов хедж-фондов — значительно больше, чем доля состоятельных частных инвесторов, составляющая 22%. Пять крупнейших фондов фондов контролируют примерно треть всего

рынка и способны в любой момент перебросить 150 миллионов долларов в хедж-фонд или вывести их из него. Конференции вроде *Breakers Conference*, о которой я рассказываю, расплодились и множатся.

Какие еще тенденции проявились? Прежде всего, хедж-фонды стали все чаще воспринимать как некоррелированный класс активов для пенсионных фондов, фондов целевого капитала и эндаументов. Все больше доверительных управляющих и спонсоров пенсионных планов считают, что в растущих рынках хедж-фонды должны обеспечивать как минимум 80% доходности фондового индекса *Standard & Poor's 500*, а в падающих — не терять деньги и, возможно, даже немного зарабатывать. В результате они превратились в предпочтительный инструмент диверсификации и фактическую замену облигациям в крупных мультиактивных портфелях.

Кроме этого, многих инвесторов напугало количество инцидентов с фондами — и то, как широко о них писали. Волатильность и огромные потери прежде почти священных квантовых фондов¹ их всерьез встряхнули, а крах нескольких очень крупных игроков — в частности *Amaranth*, *Bear Stearns* и *Sowood* — вселил настоящий страх божий в инвестиционные комитеты, попечителей, консультантов по хедж-фондам и других фидуциариев². В результате новые институциональные деньги все чаще направляются в гигантские, давно устоявшиеся так называемые мультистратегические группы. Иначе говоря, крупные становятся еще крупнее.

Одновременно фидуциарии ищут защиту. Им не нужны ни потраченные нервы, ни судебные иски, которые неизбежно следуют, если выбранный ими фонд лопается. Поэтому фонды фондов выглядят все более привлекательными: они добавляют дополнительный уровень защиты.

Хорошая сторона тут в том, что ими управляют профессионалы, для которых изучение хедж-фондов — основная работа. Они детально анализируют источники доходности и объем риска, который берет на себя каждый конкретный фонд. Они следят за портфелями и не поддаются на рекламные лозунги и уловки.

¹ Квантовые фонды — это хедж-фонды, которые принимают инвестиционные решения на основе математических моделей и алгоритмов, а не человеческого суждения в привычном смысле.

² Это лица или организации, которые по закону и по должностным обязанностям управляют чужими деньгами в интересах бенефициаров, а не в своих собственных.

Кроме того, как я писал в своей книге, они внимательно присматриваются к социологическим признакам нарастающего самомнения. Тонкие сигналы того, что управляющий начинает терять фокус, могут быть самыми разными: улучшившийся гандикап в гольфе, развод, покупка сразу нескольких домов для отдыха, несколько иностранных нянь и растущая активность в светской и благотворительной жизни. Проще говоря, фонды фондов — это профессионалы.

Но есть и обратная сторона. Фонды фондов терпеть не могут волатильность результатов и так называемые просадки. Просадка — это период, когда фонд показывает снижение чистой стоимости активов. Разовую месячную просадку еще могут стерпеть, но серьезная квартальная просадка нередко становится поводом для быстрого вывода средств. Кроме того, фонды фондов склонны гнаться за недавней доходностью. В результате управляющие хедж-фондов начинают болезненно бояться убытков и при первых признаках ослабления рынка уходят в сторону, часто попадая под хлыст резких разворотов. Иначе говоря, они просто пытаются следовать за трендом. На мой взгляд, вы не сможете показать выдающийся долгосрочный результат, если бизнес-соображения начинают доминировать над качеством инвестиционных решений.

Ахиллесовой пятой фондов фондов может оказаться их структура комиссий. Нередко они берут фиксированную комиссию в 1% и 10% от прибыли. Если добавить к этому хедж-фонды с их 2% и 20%, инвестору приходится преодолевать весьма высокий барьер. Большие объемы средств под управлением и высокие комиссии почти неизбежно ведут к разочарованию в результатах. Я готов поспорить, что через пять лет комиссии хедж-фондов будут заметно ниже.

Третья тенденция связана с катастрофами крупных квантовых фондов в августе 2007 года. Долгое время казалось, что компьютерное, «черный ящик»-инвестирование неудержимо идет вверх. Странные, замкнутые, бородатые доктора физики, которые с легкостью добывали сложные закономерности из массивов данных с помощью мощных компьютеров, стали последним писком моды. Опытные инвесторы с суждением, интуицией и сложным восприятием экономики выглядели динозаврами.

Все казалось до смешного простым: прогнать данные через бэк-тесты, «причесать» статистику, найти закономерности — и затем покупать дешевые акции по фундаментальным критериям,