

Разве может врать тот, кто не говорит по-английски?

К тому моменту в феврале 2006 года, когда Грег Липпманн появился в конференц-зале FrontPoint, Стив Айсман знал о рынке облигаций достаточно, чтобы держаться настороже, а Винсент Дэниел — достаточно, чтобы никому не верить. Инвестор, перешедший с фондового рынка на рынок облигаций, походил на маленького пушистого зверька, выросшего на острове без хищников, которого посадили в клетку с питонами. На фондовом рынке можно попасться на уловки крупных фирм с Уолл-стрит, но для этого нужно постараться. Здесь все отображается на экранах, так что вы видите цены акций любой компании. Фондовый рынок отличается не только прозрачностью, но и жестким контролем. Трейдеры с Уолл-стрит, конечно, не поделятся с вами негативными отзывами о публичных компаниях, но и не будут открыто врать и использовать инсайдерскую информацию против вас из-за опасения попасться. Присутствие миллионов мелких инвесторов политизировало фондовый рынок. Действующие правила и регулирование как минимум создают видимость справедливости.

На рынке облигаций, где действуют в основном крупные институциональные инвесторы, такое популистское политическое

давление отсутствует. Хотя он и затмил фондовый рынок, на нем нет серьезного регулирования. Продавцы облигаций могут говорить и делать что угодно, не отчитываясь перед каким бы то ни было регулятором. Трейдеры, работающие с облигациями, могут пользоваться инсайдерской информацией, не боясь, что их схватят за руку. Специалистам по облигациям позволено изобретать все более сложные ценные бумаги без оглядки на правительственное регулирование — именно по этой причине так много деривативов связано в той или иной мере с облигациями. Бумаги более значительного и ликвидного сегмента рынка облигаций, например казначейские облигации, котируются на экранах, однако во многих случаях определить справедливость цены, предложенной трейдером, можно, только обзвонив других трейдеров в надежде найти другого продавца такой же туманной облигации. Непрозрачность и сложность рынка облигаций дает огромные преимущества крупным фирмам с Уолл-стрит. Клиенты этого рынка пребывают в постоянном страхе перед неизвестным. Причину непрерывно растущих прибылей отделов облигаций на Уолл-стрит следует искать как раз в этом: колоссальные деньги на рынке облигаций можно делать на страхе и невежестве покупателей.

Неудивительно, что Грег Липпманн, войдя в кабинет Стива Айсмана, натолкнулся на глухую стену подозрения. «Зайди в эту дверь Моисей и заяви, что он работает на рынке долговых обязательств, Винни и ему не поверил бы», — замечает Айсман.

Тем не менее, если бы команда специалистов вознамерилась создать человеческое существо с целью наведения ужаса на клиентов Уолл-стрит, у них вполне могло получиться что-то похожее на Грега Липпманна. Он торговал облигациями в Deutsche Bank, но, как и большинство людей, занимавшихся этим в Deutsche Bank, Credit Suisse, UBS или в любом другом крупном иностранном банке, вышедшем на американский финансовый рынок, был американцем. Худощавый и жилистый, он говорил так быстро, что за полетом его мысли невозможно было угнаться. Его отличали зачесанные назад волосы на манер Гордона Гекко и длинные бачки в стиле романтических композиторов 1820-х или порнозвезд 1970-х годов. Он носил

кричащие галстуки и говорил возмутительные вещи. В частности, постоянно намекал на размеры своих заработков. Обитатели Уолл-стрит давным-давно уяснили, что их бонусы — не самая подходящая тема для обсуждения с чужаками. Липпманн любил изъясняться примерно в таком духе: «Предположим, в прошлом году мне заплатили шесть миллионов. Я не утверждаю, что именно столько. На самом деле меньше. Но я не буду уточнять насколько». И прежде чем вы успевали возразить: «Да я вообще и не собирался спрашивать!», он продолжал: «Какой бы год у меня ни выдался, мне никогда не платили меньше четырех миллионов». В результате вы начинали думать: «Значит, он получает от четырех до шести миллионов». Разговоры могли начинаться с обсуждения балета, но заканчивалась всегда игрой в «морской бой». Липпманн подбрасывал вам координаты до тех пор, пока вам не оставалось ничего другого, кроме как вычислить расположение корабля, иными словами, делал то, чего, по мнению Уолл-стрит, делать не следовало.

Но на этом нарушение негласных законов не заканчивалось. Липпманн в обязательном порядке доводил до сведения окружающих, что его зарплата не соответствовала его истинным достоинствам. «Задача высшего руководства — оплачивать труд своих людей, — частенько говаривал он. — Если они оттяпают у сотни человек по сто штук с каждого, то положат в карман десять миллионов. Они делят сотрудников на четыре категории: счастливые, довольные, недовольные, озлобленные. Если они сделали вас счастливыми, значит, лопухнулись: им не нужны счастливые сотрудники. Им ни к чему, однако, озлоблять вас настолько, чтобы вы уволились. Идеальное состояние где-то между недовольством и озлобленностью». В 1986–2006 годы по Уолл-стрит гуляла своего рода памятка, в которой говорилось, что если ты хочешь и дальше богатеть, перебирая бумажки без всякой пользы, то лучше не выставлять свою истинную натуру напоказ. Грег Липпманн был неспособен скрывать ни свою сущность, ни мотивы.

«Не могу сказать, что я предан Deutsche Bank, — не раз заявлял он. — Я там просто работаю». В таком отношении не было ничего необычного. Просто никто не говорил об этом вслух.

Наименее спорной характеристикой Липпманна можно считать противоречивость его натуры. Он был не просто хорошим, а первоклассным трейдером. Он не был жесток. Не был груб, по крайней мере не грубил намеренно. Он просто вызывал в окружающих чрезмерно бурные чувства. Много лет проработавший с ним бок о бок трейдер отзывался о нем не иначе как «засранец по имени Грег Липпманн». На вопрос «почему?» тот отвечал: «Грег всегда и со всем перебарщивает».

«Мне нравится Грег, — признается один из его начальников в Deutsche Bank. — Не могу сказать о нем ничего плохого, кроме того что он чертовски странная личность». Нетрудно увидеть, что все высказывания по поводу его персоны сводятся к двум простым жалобам. Первая: его явно заботили только собственные интересы и самореклама. Вторая: он прямо-таки нутром чуял проявление корыстных интересов и саморекламы других людей. Он обладал поистине пугающей способностью распознавать скрытые мотивы. Если вы, предположим, только что бескорыстно пожертвовали \$20 млн своему родному университету в надежде приобщиться к благому делу, Липпманн не преминул бы первым поинтересоваться: «Так вы дали \$20 млн, потому что за меньшую сумму табличку с вашим именем на здание университета не повесят, верно?»

И вот этот персонаж появляется словно бы ниоткуда и рассказывает Стиву Айсману о блестящей идее: играть против рынка низкокачественных ипотечных облигаций. Свои слова Липпманн подкрепил 42-страничной презентацией: за последние три года цены на жилые дома росли быстрее, чем за предыдущие 30 лет; цены на жилые дома еще не упали, но их рост уже прекратился; при этом объем проблемных кредитов уже в первый год вырос очень сильно — с 1 до 4%. Кто брал деньги в займы на покупку дома и прекращал выплаты в течение 12 месяцев?

Он еще какое-то время разглагольствовал, а потом показал Айсману маленькую табличку, которая объясняла его интерес к данной операции. Она иллюстрировала ошеломляющий факт. Начиная с 2000 года люди, чьи дома выросли в цене

на 1–5%, в четыре раза чаще прекращали выплаты по кредитам, чем люди, стоимость домов которых выросла более чем на 10%. Миллионы американцев не имели возможности погасить кредиты, если только стоимость их жилья не взлетала до небес, что позволяло им заимствовать еще больше.

Вот его идея в двух словах: ценам на жилые дома даже не нужно падать. Им нужно просто перестать расти такими беспрецедентными темпами, как последние несколько лет, — и огромное число американцев не сможет обслуживать взятые ипотечные кредиты.

Липпманн озаглавил свою презентацию «Короткая продажа мезонинных траншей, обеспеченных залогом жилья». Это было изящное представление идеи Майка Бэрри относительно игры против американских жилищных кредитов — идеи покупки дефолтных свопов на самые дрянные ипотечные облигации класса «три В». Более резко Липпманн выразился в разговоре с коллегой из Deutsche Bank, который видел упомянутую презентацию и обозвал Липпманна Цыпленком Цыпой. «Иди к черту, — оборвал его Липпманн. — Я продаю в короткую твой дом».

Вся прелесть дефолтных свопов состояла в том, что они решали проблему выбора момента. Айсману больше не нужно было точно угадывать начало обвала рынка низкокачественных ипотечных кредитов. К тому же он мог делать ставки, не выкладывая деньги заранее, и в перспективе мог выиграть намного больше потенциальных потерь. В худшем варианте, когда несостоятельным американцам удастся каким-то образом погасить свои кредиты, вам остается выплачивать страховую премию приблизительно в 2% в год на протяжении шести лет — максимальный ожидаемый срок жизни 30-летних в теории кредитов.

Нельзя не отметить и еще одну странную особенность этого быстро набирающего обороты рынка: скорость, с которой потенциально проблемные заемщики погашали кредиты. Объяснение этого кроется в структуре кредитов: они имели зафиксированную на первые два или три года искусственно заниженную «завлекающую» ставку, которая впоследствии подсакивала

и превращалась в основную плавающую ставку. «Заемщикам с низкими доходами кредиты с завлекающими ставками выдавались в тех случаях, когда было известно, что они не потянут выплаты основных ставок, — объяснял Айсман. — А все это затевалось для того, чтобы по окончании срока действия завлекающих ставок люди обращались за рефинансированием, а кредиторы клали себе в карман еще больше денег». Тридцатилетние кредиты, таким образом, выдавались в расчете на погашение через несколько лет. При покупке дефолтных свопов на \$100 млн на низкокачественные ипотечные облигации в худшем случае вам предстояло платить страховую премию в течение шести лет, допустим \$12 млн, в лучшем случае — убытки от кредитов повышались с текущих 4% до 8%, и вы получали \$100 млн. Букмекеры оценивали ваши шансы от 6:1 до 10:1, а на самом деле шансы благоприятного исхода составляли 2:1. Никто из имеющих отношение к так называемым умным ставкам не мог упустить подобные возможности.

Самым «убойным» аргументом Липпманна в финансовых спорах был человек по имени Юджин Сью. Правда, в презентации Липпманна он фигурировал как «китайский калькулятор Липпманна». Сью работал аналитиком в Deutsche Bank, но Липпманн утверждал, что держит его возле терминала Bloomberg, как собаку на привязи. Сью был настоящим китайцем — даже не американцем китайского происхождения — и не говорил по-английски. Зато он прекрасно владел языком цифр. Липпманн рассказывал о китайской общенациональной математической олимпиаде, в которой Юджин занял второе место. Юджин Сью отвечал за все данные, содержащиеся в презентации Липпманна. Как только Юджин подключился к игре, никто больше не докучал Липпманну вопросами о расчетах и данных. Как выразился сам Липпманн: «Разве может врать тот, кто не говорит по-английски?»

Но дело было не только в китайце. Липпманн так и сыпал любопытными штришками: традиционное поведение американского домовладельца; идиотизм и продажность рейтинговых агентств, Moody's и S&P, присвоивших рейтинг «три В» облигациям, которые превращались в проблемные, когда потери

по базовым пулам жилищных кредитов достигали всего 8%*; повсеместное мошенничество на ипотечном рынке; безрассудство инвесторов в низкокачественные ипотеки, немалое число которых проживало вроде бы в Дюссельдорфе, Германия. «Каждый раз, когда мы спрашивали его: “Кто покупает этот мусор?”, он всегда отвечал: “Дюссельдорф”», — рассказывал Винни. Не имело никакого значения, покупал Дюссельдорф низкокачественные ипотечные облигации или продавал дефолтные свопы на них, результат сводился к одному: игра на повышение.

Липпманн неустанно намекал на то, что Айсман может настолько разбогатеть на сделке, что без труда купит бейсбольный клуб Los Angeles Dodgers. («Я не утверждаю, что вы сможете купить Dodgers».) Айсман может стать таким богатым, что его будут домогаться все кинозвезды. («Я не утверждаю, что вы будете встречаться с Джессикой Симпсон».) С одной стороны, Липпманн представлял факты относительно сделки, а с другой — «прощупывал» Айсмана, пытаясь понять его характер.

Глядя одним глазом на Грега Липпманна, а вторым — на Стива Айсмана, Винсент Дэниел ожидал бури. Но Стив Айсман не видел ничего предосудительного в речах Грега Липпманна. *Умнейший парень!* У Айсмана возникла лишь пара вопросов. Во-первых, что за чертовщина такая, эти дефолтные свопы? Во-вторых, почему вы предлагаете мне поставить на понижение облигаций, которые выпускаются вашей же компанией, и устраиваете так, чтобы рейтинговые агентства присваивали неверные рейтинги? «Я еще не встречал парня, который предлагал бы играть против его же рынка», — удивляется Айсман. Липпманн даже не был продавцом облигаций; он был трейдером, который вполне мог покупать их. «Я не то чтобы не доверял ему, — замечает Айсман. — Я не понимал его. Винни был уверен в том, что тот намеревается каким-то образом надуть нас».

* Эти убытки зависели не только от количества дефолтных заемщиков, но и от стоимости каждого дефолта. В конце концов, кредитор владел залогом в виде дома. Как показывала практика, в случае дефолта кредитор получал около 50 центов на доллар. Таким образом, примерно 16% заемщиков в ипотечном пуле должны были прекратить выплаты по кредитам с тем, чтобы пул получил убыток в размере 8%.

У Айсмана не было помех для игры против низкокачественных ипотечных кредитов. Ничто не доставляло ему большей радости, чем мысль о возможности на протяжении ближайших шести лет засыпать с осознанием того, что он ставит на понижение рынка, который — в этом у него сомнений не было — когда-нибудь обвалится. «Он пришел и предложил заработать на короткой продаже низкокачественных бумаг, и это было все равно как если бы передо мной поставили обнаженную супер-модель, — рассказывает Айсман. — Правда, я никак не мог понять, почему он делает такое предложение именно мне». Но даже Айсман не мог предположить, что ответ на этот вопрос окажется намного интереснее, чем он считал.

На рынок низкокачественных ипотек в год выбрасывались новые кредиты на полмиллиарда долларов, однако круг людей, перераспределявших риск краха всего этого рынка, был чрезвычайно узок. Когда представитель Goldman Sachs позвонила Майку Бэрри с предложением продавать ему дефолтные свопы пакетами по \$100 млн, Бэрри справедливо предположил, что Goldman находится с ним по одну сторону баррикад. Goldman не стал бы безрассудно делать огромные необеспеченные ставки на то, что миллионы несостоятельных американцев смогут погасить ипотечные кредиты. Бэрри чувствовал, что дефолтные свопы на низкокачественные ипотечные облигации продает некая гигантская организация с рейтингом «три А». Правда, ему не было известно, кто это мог быть, почему он этим занимается и за сколько продает. Только организация с высоким кредитным рейтингом могла принять на себя такой риск, без платежа вперед и без лишних вопросов. Бэрри и здесь не ошибся, однако узнал об этом только через три года. Другой стороной в его игре против низкокачественных ипотечных облигаций была страховая компания с рейтингом «три А» под названием AIG — American International Group, Inc. Или, если точнее, подразделение AIG — AIG FP.

Подразделение AIG Financial Products, созданное в 1987 году бывшими сотрудниками отдела облигаций Майкла Милкена

из Drexel Burnham, возглавлял трейдер Ховард Сосин, который претендовал на создание совершенной модели торговли и оценки процентных свопов. Одним из результатов финансовых инноваций 1980-х годов стало резкое увеличение количества сделок между крупными финансовыми компаниями, связанных с переносом кредитных рисков. Процентные свопы, в которых одна сторона обменивает плавающую процентную ставку на фиксированную процентную ставку другой стороны, как раз и принадлежали к таким инновациям. В свое время Chrysler выпустила облигации через Morgan Stanley, и единственными, кому пришлось взвалить на себя кредитный риск, стали инвесторы, купившие эти облигации. Компания Chrysler могла бы продать облигации и одновременно войти на 10 лет в процентный своп с Morgan Stanley, обменявшись, таким образом, рисками. Если бы Chrysler обанкротилась, держатели ее облигаций определенно понесли бы убытки; в зависимости от типа свопа и изменения процентных ставок Morgan Stanley также мог понести убытки. Если бы банкротство приключилось с Morgan Stanley, пострадала бы и Chrysler, и все прочие, кто имел процентные свопы с Morgan Stanley. Финансовый риск возникал на пустом месте, и его приходилось либо открыто признавать, либо скрывать.

И вот на сцене появляется Сосин со своей новой и якобы совершенной моделью процентных свопов — несмотря на то что на тот момент Drexel Burnham не являлся лидером на рынке процентных свопов. Солидная и авторитетная компания с наивысшим кредитным рейтингом просто не могла не заниматься свопами, долгосрочными опционами и прочими рискованными инновациями. К этой компании предъявлялись два требования. Во-первых, она не должна была относиться к банковским организациям, на которые распространялось банковское регулирование и требования к резервному капиталу, а во-вторых, она должна была иметь возможность скрывать в своем балансе нетипичные риски. Иными словами, она, к примеру, должна была иметь возможность застраховать \$100 млрд в низкокачественных ипотечных кредитах и не отчитываться публично о своих действиях. То, что ею оказалась AIG, — чистая случайность;

ее место могла бы занять любая компания с рейтингом «три А» и огромным балансом. Berkshire Hathaway, например, или General Electric. Просто AIG подвернулась первой.

Тогдашняя финансовая система быстро генерировала сложные риски, а AIG FP принимала эти риски в огромных количествах. Поначалу могло показаться, что компания зарабатывала, страхуя риски, вероятность реализации которых была очень мала. Ее успех породил массу подражателей: Zurich Re FP, Swiss Re FP, Credit Suisse FP, Gen Re FP. (Re обозначает перестрахование.) Все эти компании сыграли далеко не последнюю роль в событиях последних двух десятилетий; без их участия новые риски было бы невозможно замаскировать, и они обязательно попали бы в поле зрения банковских регуляторов. В периоды кризисов всеобщее отвращение к сложным рискам как ураган сметало такие компании, однако в определенные моменты финансовый мир нуждался в них. Все они строились по образцу AIG FP.

Первые 15 лет AIG FP демонстрировала стабильную и на удивление высокую прибыльность — не было никаких намеков на то, что рискованные сделки, которые она совершала, вскоре обернутся огромными убытками; организация казалась более жизнеспособной, нежели гигантская материнская компания. В 1993 году Ховард Сосин ушел из компании, забрав с собой почти \$200 млн, свою долю в казавшемся бездонным источнике денег. В 1998 году AIG FP вышла на новый рынок корпоративных дефолтных свопов: она страховала банки от риска дефолта огромного количества публичных компаний инвестиционного уровня. Дефолтные свопы были только что изобретены банками из J. P. Morgan, которые тут же принялись искать компанию с рейтингом «три А», готовую их продать, и в результате вышли на AIG FP*. По меркам Уолл-стрит, зарождение рынка произошло довольно невинно.

Вероятность одновременного дефолта большого числа компаний инвестиционного уровня, находящихся в разных странах

* История, повествующая о том, как и почему они это сделали, подробно описана журналисткой *Financial Times* Джиллиан Тетт в книге «Золото дураков» (Fool's Gold).

и работающих в разных областях, действительно представлялась крайне незначительной. Дефолтные свопы, продаваемые AIG FP и страхующие пулы кредитов, казались отличным изобретением. К 2001 году прибыль AIG FP, которую теперь возглавлял Джо Кассано, составляла \$300 млн в год, или 15% от прибыли AIG.

Но в начале 2000-х годов финансовый рынок в два этапа осуществил фантастический финт. На первом этапе подход, предназначенный для устранения корпоративного кредитного риска, был применен к потребительскому кредитному риску. Банки, которые прибегали к услугам AIG FP для страхования кредитов, выданных IBM и GE, теперь обратились к ней для страхования гораздо более проблемных активов: задолженности по кредитным картам, студенческих кредитов, автомобильных кредитов, первых ипотек, платы за аренду воздушных судов и всего остального, что генерировало денежный поток. На самые разнообразные кредиты, выдаваемые разным категориям людей, переносилась логика сферы корпоративных кредитов: считалось, что в силу своего разнообразия они вряд ли станут проблемными одновременно.

Второй этап, начавшийся в конце 2004 года, предполагал замену студенческих кредитов, автомобильных кредитов и прочего крупными пулами, состоящими исключительно из американских низкокачественных ипотечных кредитов. По словам одного из трейдеров AIG FP, «проблема заключалась в том, что появилось нечто, похожее, как нам казалось, на то, что мы уже делали». Доля низкокачественных ипотек в пулах «потребительских кредитов», которые AIG FP страховала по запросу фирм с Уолл-стрит, возглавляемых Goldman Sachs, выросла с 2 до 95%. По сути, всего за несколько месяцев AIG FP застраховала от дефолта \$50 млрд в низкокачественных ипотечных облигациях с рейтингом «три В». И никто ни словом не обмолвился об этом — ни генеральный директор AIG Мартин Салливан, ни глава AIG FP Джо Кассано, ни Ал Фрост, сотрудник отделения AIG FP в Коннектикуте, отвечающий за продажу дефолтных свопов крупным фирмам с Уолл-стрит. По многочисленным свидетельствам, сделки автоматически одобрялись

сначала в AIG FP, а затем высшим руководством AIG. Все заинтересованные лица, похоже, полагали, что получают страховую премию за принятие такого же риска, как и 10 лет назад. Но это было не так. Теперь они, по существу, оказались самыми крупными владельцами низкокачественных ипотечных облигаций.

Грег Липпманн наблюдал за попытками своих коллег из Goldman Sachs найти желающих продать дешевую страховку на низкокачественные ипотечные облигации и очень быстро вычислил продавца. В тесном кругу тех, кто торгует низкокачественными ипотечными облигациями и выпускает их, слухи распространяются быстро: AIG FP продает дефолтные свопы на низкокачественные облигации с рейтингом «три А» всего за 0,12% в год. Двенадцать базисных пунктов! Липпманн не мог точно сказать, каким образом Goldman Sachs удалось убедить AIG FP предоставить стремительно расширяющемуся рынку низкокачественных ипотечных кредитов те же услуги, что она предоставляла рынку корпоративных кредитов. Ему было известно лишь то, Goldman быстро провел серию сделок, в результате которых ответственность за будущие убытки по низкокачественным ипотечным облигациям с рейтингом «три В» на сумму в \$20 млрд перешла к AIG. В это было сложно поверить: в обмен на несколько миллионов долларов в год страховая компания принимала на себя вполне реальный риск того, что \$20 млрд превратятся в дым. Сделки с Goldman были заключены всего за несколько месяцев и требовали участия лишь нескольких хитрецов из отдела Goldman, торгующего облигациями, и одного продавца Goldman по имени Эндрю Дэвилман, которого впоследствии повысили до должности управляющего директора. Трейдеры из Goldman зафиксировали прибыли в размере примерно от \$1,5 млрд до \$3 млрд — умопомрачительная сумма, даже по меркам рынка облигаций.

Между тем Goldman Sachs изобрел настолько сложную и маловразумительную ценную бумагу, что в ней не могли разобраться ни инвесторы, ни рейтинговые агентства: синтетические CDO, т. е. облигации, обеспеченные долговыми

обязательствами. Как и дефолтные свопы, CDO были придуманы с целью передачи риска дефолта корпоративных и правительственных облигаций, но сейчас нашли иное применение — маскировка риска низкокачественных ипотечных кредитов. По существу, они ничем не отличались от исходных ипотечных облигаций. Для ипотечной облигации вы собираете тысячи кредитов и, считая, что вероятность их одновременного превращения в проблемные невысока, создаете башню из облигаций, в которой риск и доходность уменьшаются снизу вверх. Для CDO вы собираете сто различных *ипотечных облигаций* — как правило, самых низкокачественных, из нижних этажей упомянутой башни — и сооружаете из них новую ипотечную башню. Наивный наблюдатель задаст резонный вопрос: «Какой смысл в использовании этажей одной долговой башни для возведения другой?» Вкратце ответ прозвучит так: они слишком близко к земле. Будучи более подверженными наводнениям — нижние этажи первыми несут убытки, — они получают самый низкий кредитный рейтинг: «три В». Облигации класса «три В» сложнее продать в отличие от облигаций класса «три А» с безопасных верхних этажей здания.

А вот развернутый ответ: если бы удалось изменить их рейтинг на «три А», т. е. искусственно занижить воспринимаемый риск, то можно было бы заработать кучу денег. Именно такую ловкую операцию и провернул Goldman Sachs. Его оригинальное решение проблемы продажи нижних этажей, которым вскоре будут пользоваться и все остальные, представляется едва ли не волшебством. Собрав 100 нижних этажей со 100 различных низкокачественных ипотечных зданий (100 различных облигаций с рейтингом «три В»), они убедили рейтинговые агентства в том, что эти облигации не остались тем же, чем были, как могло показаться, а превратились в диверсифицированный портфель активов! Абсурд. Сто зданий находились в одной и той же низине; в случае наводнения все нижние этажи пострадали бы одинаково. Но это пустяки: рейтинговые агентства, получавшие жирный куш от Goldman Sachs и прочих фирм с Уолл-стрит за рейтинг каждой сделки, оценили 80% новой долговой башни как «три А».

Таким образом, CDO представляли собой услугу по отмыванию кредитов для представителей нижнего сегмента среднего класса американцев. Уолл-стрит нашла механизм превращения свинца в золото.

В 1980-е годы исходной целью выпуска облигаций, обеспеченных ипотечными кредитами, объявляли перенос риска, связанного с выдачей таких кредитов. Ипотечные кредиты переходили к инвесторам рынка облигаций, готовым хорошо платить за них. Процентная ставка, выплачиваемая домовладельцами, в результате упала. Короче говоря, цель инновации заключалась в повышении эффективности финансовых рынков. Сейчас тот же самый инновационный дух оказался нацеленным на прямо противоположное: сокрытие рисков путем их усложнения. Рынок платил трейдерам облигаций Goldman Sachs за то, что те делали рынок менее эффективным. Потребление росло, а зарплаты — нет, поэтому среди малообеспеченных американцев наблюдались практически безграничный спрос на кредиты и сомнительная способность их погашать. Единственное, что осталось сделать для них, с точки зрения кудесников с Уолл-стрит, это представить их финансовые судьбы как невзаимосвязанные. Предположив, что каждый пул низкокачественных ипотек зависит от своих уникальных факторов, а значит, ипотечные облигации на основе кредитов из Флориды совершенно не похожи на ипотечные облигации на основе кредитов из Калифорнии, специалисты Уолл-стрит создавали иллюзию безопасности. AIG FP приняла эту иллюзию за реальность.

В отделе Goldman Sachs, занимающимся ипотечными облигациями, работали исключительно умные люди. Все они прекрасно учились в школе и окончили самые престижные университеты страны. Однако не нужно быть гением, чтобы понять, какие баснословные прибыли сулит превращение облигаций с рейтингом «три В» в облигации с рейтингом «три А». Но только гений мог отыскать для отмывания \$20 млрд в облигациях с рейтингом «три В». В первоначальных кредитных башнях — исходных ипотечных облигациях — рейтинг «три В» получал один-единственный этаж. Из миллиарда долларов низкокачественных ипотечных кредитов можно было получить лишь

\$20 млн самых сомнительных траншей класса «три В». Говоря иначе, для создания CDO на миллиард долларов на основе исключительно ипотечных облигаций класса «три В» вам нужно было предоставить реальным людям кредиты на \$50 млрд. На это требовалось время и силы. Дефолтные свопы не требовали ни первого, ни второго.

Покупку Майком Бэрри дефолтных свопов на миллиард долларов можно расценивать по-разному. Прежде всего, как простой, даже невинный, договор страхования. Раз в полгода Бэрри платил страховую премию, а в обмен получал защиту от дефолта облигаций на миллиард долларов. Если застрахованные им облигации с рейтингом «три В» превратятся в проблемные, он получит миллиард долларов; в противном случае он не получит ничего. Но Майк Бэрри, понятное дело, не держал ни низкокачественные ипотечные облигации с рейтингом «три В», ни что-либо похожее на них. У него не было недвижимости, которую можно «застраховать»; он словно оформлял страховку от пожара на лачугу, которая уже не раз горела. В его понимании, как и в понимании Стива Айсмана, дефолтные свопы были не страховым инструментом, а чистой воды спекуляцией — и такое отношение к свопам можно считать второй точкой зрения.

Был и третий, еще более непостижимый, взгляд на этот новый инструмент — как на практически идеальную копию низкокачественных ипотечных облигаций. Денежные потоки, генерируемые дефолтными свопами Майка Бэрри, в точности повторяли денежные потоки от низкокачественных ипотечных облигаций класса «три В», на понижение которых он ставил. Страховая премия в размере 2,5% в год, выплачиваемая Майком Бэрри, имитировала спред сверх ставки LIBOR*, который ипотечные облигации класса «три В» приносили фактическому инвестору. Миллиард долларов, которые потеряет тот, кто продал Майку Бэрри дефолтные свопы, если облигации станут

* London Interbank Offered Rate (ставка предложения лондонском межбанковском рынке депозитов) — процентная ставка, по которой банки кредитуют друг друга. Когда-то считалась относительно безрисковой, в настоящее время она скорее рискованная, чем безрисковая.

проблемными, повторял потенциальные убытки фактических владельцев облигаций.

На первый взгляд растущий рынок спекулятивных операций с низкокачественными ипотечными облигациями напоминал виртуальный футбол: безобидная, если не глупая, имитация инвестирования. Увы, виртуальный футбол сильно отличался от «творческих» финансов: если в компьютерной игре вы берете в свою команду Пейтона Меннинга, то не создаете второго Пейтона Меннинга в реальности. Когда Майк Бэрри приобрел дефолтные свопы на облигации Long Beach Savings, обеспеченные низкокачественными ипотечными кредитами, он позволил Goldman Sachs создать новые облигации, идентичные оригинальным во всех отношениях за исключением одного: за ними не стояли реальные ипотечные кредиты или покупатели жилья. Реальными были только убытки и прибыли от спекуляций с облигациями.

Таким образом, чтобы генерировать \$1 млрд в низкокачественных ипотечных облигациях с рейтингом «три В», Goldman Sachs не нужно было выдавать кредиты на \$50 млрд. Им надо было всего лишь убедить Майка Бэрри или любого другого пессимиста выбрать 100 различных облигаций класса «три В» и купить дефолтный своп на \$10 млн для каждой из них. Сформированный пакет (синтетическая CDO — такое название придумали для CDO, за которой не было ничего, кроме дефолтных свопов) передавали для оценки Moody's и Standard & Poor's. «Рейтинговые агентства собственной моделью оценки CDO, по большому счету, не располагали, — говорит один из бывших трейдеров по CDO из Goldman Sachs. — Банки предоставляли им свои модели и просили их оценить». Так или иначе, почти 80% рискованных облигаций с рейтингом «три В» стали выглядеть как облигации с рейтингом «три А». Оставшиеся 20% с более низким кредитным рейтингом продать было довольно трудно, однако, как бы невероятно это ни звучало, из них можно было сложить еще одну башню и еще раз переработать в новые облигации класса «три А». Механизм, превращавший чистый свинец в сплав, состоящий на 80% из золота и на 20% из свинца, принимал оставшийся свинец и тоже превращал его на 80% в золото.

Результаты работы данного механизма, в отличие от внутренних процессов, описать довольно просто: масса ненадежных кредитов превращалась в пачки облигаций уровня «три А» по большей части, а львиная доля оставшихся облигаций низшего качества перерабатывалась в CDO класса «три А». Поскольку этот механизм не позволял предоставлять ипотечные кредиты достаточно быстро, чтобы выпускать нужное количество низкокачественных облигаций, он использовал дефолтные свопы для многократного воспроизведения наихудших из существующих облигаций. Goldman Sachs стоял между Майклом Бэрри и AIG. Майкл Бэрри отстегивал 250 базисных пунктов (2,5%), чтобы купить дефолтные свопы на самые паршивые облигации класса «три В», а AIG платила 12 базисных пунктов (0,12%), чтобы продать дефолтные свопы на те же самые облигации, отфильтрованные через синтетические CDO и причисленные к классу «три А». Были и другие интересные моменты*: часть «свинца» была продана непосредственно немецким

* Уважаемый читатель, если вы добрались до этого места, то заслуживаете не только золотой медали, но и ответа на сложный вопрос: если Майк Бэрри был единственным покупателем дефолтных свопов на низкокачественные ипотечные облигации и приобрел их на \$1 млрд, то кто же скупил оставшиеся \$19 млрд или около того на короткой стороне сделки с AIG? Ответ звучит так: во-первых, к Майку Бэрри очень быстро присоединились другие, включая Goldman Sachs. Это дало Goldman Sachs возможность продавать клиентам облигации, созданные его же трейдерами, и играть на их понижение. Во-вторых, у дефолтных свопов Майка Бэрри имела грубая, низкосортная, малопривлекательная, но приемлемая замена — наличные облигации. По словам бывшего трейдера по дериватам Goldman, банк покупал определенный транш CDO класса «три А», объединял его с соответствующими дефолтными свопами, купленными у AIG (по цене значительно ниже доходности транша), объявлял весь пакет безрисковым и держал его за балансом. Разумеется, об отсутствии риска не могло идти и речи: если бы AIG обанкротилась, от страховки было бы мало проку и Goldman Sachs мог бы все потерять. Сегодня Goldman не может вразумительно объяснить, зачем пошел на это. Банк утаивал информацию даже от своих акционеров. «Если бы группа судебных бухгалтеров проверила бухгалтерские книги Goldman, то пришла бы в ужас от того, как банк наловчился скрывать данные», — говорит бывший сотрудник AIG FP, который помогал распутывать клубок махинаций и поддерживал близкие отношения с коллегами из Goldman.

инвесторам в Дюссельдорфе, но когда пыль улеглась, Goldman Sachs получил 2% с объема сделки, без всякого риска, и зафиксировал всю прибыль наперед. Деньги не переходили из рук в руки — шла ли речь о короткой или длинной стороне. И та и другая могли заключить сделку с Goldman Sachs, подписав лист бумаги. Первоначальные ипотечные кредиты, на чье будущее ставили обе стороны, не играли никакой иной роли. Забавно, но они существовали только для того, чтобы на их судьбу делали ставки.

Рынок «синтетических» бумаг снял все ограничения на размер риска, связанного с выдачей низкокачественных ипотечных кредитов. Чтобы сделать ставку на миллиард, больше не нужны были реальные ипотечные кредиты на сумму в миллиард долларов. Требовался лишь желающий занять противоположную позицию в сделке.

Нет ничего удивительного в том, что Goldman Sachs так охотно согласился продавать Майку Бэрри дефолтные свопы гигантскими пакетами по \$100 млн и что трейдера по облигациям Goldman Sachs совершенно не интересовало, на понижение каких облигаций играл Бэрри. Страховка, приобретаемая Бэрри, встраивалась в синтетические CDO и переносилась на AIG. Приблизительно \$20 млрд в дефолтных свопах, которые AIG продала Goldman Sachs, означали примерно \$400 млн безрисковой прибыли для Goldman Sachs *в год*. Сделки действовали, пока существовали облигации, ожидаемый срок жизни которых составлял примерно шесть лет; если произвести нехитрые расчеты, получается, что прибыль трейдера Goldman достигала \$2,4 млрд.

Новейший метод выжимания прибылей из рынка облигаций, придуманный Уолл-стрит, должен был бы вызвать несколько вопросов. Почему вроде бы опытные трейдеры из AIG FP ввязались в это дело? Если дефолтные свопы являлись страховым инструментом, почему они не регулировались как страховка? Почему, например, от AIG не потребовали создания резервного капитала под них? Почему, если уж на то пошло, Moody's и Standard & Poor's согласились наградить 80% пула сомнительных ипотечных кредитов тем же рейтингом «три А», который присваивается казначейским долговым бумагам? Почему никто,

ни один человек в Goldman Sachs не встал и не возмутился: «Это отвратительно. Рейтинговые агентства, те, кто определяет конечную цену низкокачественных ипотечных кредитов, не осознают всего риска, а их идиотизм неминуемо ведет к катастрофе»? Очевидно, ни один из перечисленных выше вопросов не приходил в головы участников рынка, в отличие от другого вопроса: как бы мне повернуть то, что удалось повернуть Goldman Sachs? Особенно старался Deutsche Bank, который даже как-то стыдился того, что Goldman Sachs первым напал на эту золотую жилу. Deutsche Bank, на пару с Goldman, был ведущим маркетмейкером этих маловразумительных ипотечных деривативов. Конечно, свою роль здесь сыграл Дюссельдорф. Если глупые немцы клюнули на американские низкокачественные ипотечные деривативы, Deutsche Bank должен был первым их предложить.

Но все это не представляло особого интереса для Грега Липпманна. В Deutsche Bank делами, связанными с CDO, занимался не он, а сотрудник по имени Майкл Ламонт. Липпманн был всего лишь трейдером, который отвечал за покупку и продажу низкокачественных ипотечных облигаций и, как довесок, дефолтных свопов на них. Поскольку инвесторов, желающих прямо ставить против рынка низкокачественных облигаций, было совсем мало, руководство Липпманна предложило ему занять их место: по сути, выступить в качестве дублера Майка Бэрри и явно играть на понижение рынка. Если бы Липпманн покупал дефолтные свопы у отдела Deutsche Bank, занимающегося CDO, они бы также могли поработать с AIG, пока эта компания не одумалась и не прекратила заключать такие сделки. «Грег был вынужден открывать короткие позиции в CDO, — говорит бывший руководящий сотрудник из команды Deutsche Bank, работающей с CDO. — Я сказал “вынужден”, но Грега нельзя было вынудить что-либо делать». На сотрудников, которые занимались операциями с CDO, оказывалось давление, но Липпманну не нравилась короткая продажа низкокачественных ипотечных облигаций.

Вместе с тем у Липпманна была как минимум одна веская причина не поднимать шум: возможность создать новый, фан-

тастически прибыльный рынок. Финансовые рынки есть совокупность спорных величин. Чем менее прозрачен рынок и чем сложнее ценные бумаги, тем больше денег торговые отделы крупных фирм с Уолл-стрит могут сделать на них. Постоянный спор по поводу стоимости акций той или иной крупной компании, которые торгуются публично, не имеет особой ценности, поскольку и продавец и покупатель видят справедливую цену на биржевом тикере, а размер брокерской комиссии сбивается в результате конкуренции. Спор относительно стоимости дефолтных свопов на высокорискованные ипотечные облигации — сложных ценных бумаг, чья стоимость зависит от стоимости других сложных ценных бумаг, — может стать золотой жилой. Единственным крупным дилером, делающим рынок дефолтных свопов, был Goldman Sachs, поэтому поначалу особой ценовой конкуренции не наблюдалось. Благодаря AIG предложение было практически ничем не ограничено. Проблема существовала на стороне спроса: не хватало инвесторов, которые хотели заключать сделку по примеру Майка Бэрри. Невероятно, но в этот переломный момент финансовой истории, после которого произошли кардинальные перемены, единственным препятствием для роста рынка низкокачественных ипотечных кредитов была нехватка людей, готовых играть на его понижение.

Чтобы вовлечь инвесторов в игру на понижение низкокачественных ипотечных облигаций — путем покупки его дефолтных свопов, — Грегу Липпманну требовался новый, более убедительный аргумент. И тут на сцену выходит «китайский калькулятор». Липпманн попросил Юджина Сюя изучить влияние роста цен на жилье на низкокачественные ипотечные кредиты. Юджин Сюй занялся тем, чем и должен заниматься второй самый умный человек в Китае. Через некоторое время он вернулся с таблицей, демонстрирующей уровни дефолтов при различных сценариях: цены на дома растут, цены на дома держатся на одном уровне, цены на дома падают. Липпманн посмотрел на таблицу... потом посмотрел еще раз. Цифры потрясли даже его. *Ценам не нужно было резко падать; хватило бы простого снижения темпа роста.* Цены на жилье продолжали повышаться, и при этом уровень дефолтов приближался к 4%;

если он достигнет 7%, стоимость самых рискованных облигаций инвестиционного класса с рейтингом «три В минус» упадет до нуля. Если он поднимется до 8%, до нуля упадет стоимость следующей группы — облигаций класса «три В».

Именно в тот момент, в ноябре 2005 года, Грег Липпманн понял, что не прочь приобрести пакет дефолтных свопов на низкокачественные ипотечные облигации. Это была азартная игра, не имеющая никакого отношения к страхованию. А Грег Липпманн любил азарт. Он *хотел* играть на понижение.

Все это было внове. С 1991 года Грег Липпманн торговал облигациями, обеспеченными потребительскими кредитами — автомобильными кредитами, задолженностью по кредитным картам, кредитами под залог жилья. Тогда он только окончил Пенсильванский университет и устроился на работу в Credit Suisse. Раньше возможность продавать эти облигации в короткую отсутствовала, поскольку их нельзя было заимствовать. У него, как и у прочих трейдеров по облигациям, обеспеченным активами, не было иного выбора, кроме как смириться с ними либо полюбить их. Ненавидеть смысла не имело. А теперь такая возможность появилась, и Липпманн их возненавидел. Но эта ненависть отделила его от общей массы — и могла стоить карьеры. Как он говорил окружающим: «Если ты в бизнесе, где можешь заниматься только одним проектом и он не дает желаемых результатов, твоим боссам трудно на тебя сердиться». Сейчас появилась возможность заниматься несколькими проектами, но если он сделает ставку против низкокачественных ипотечных облигаций и его решение окажется неверным, боссы, без сомнения, придут в ярость.

В праведном порыве человека, несущего тяжкий груз неприятной правды, Грег Липпманн, зажав под мышкой экземпляр «Короткой продажи мезонинных траншей», взял в оборот институциональных инвесторов. Свое знакомство с рынком низкокачественных кредитов он начинал как трейдер Уолл-стрит, который стремился скорее «впарить» продукт клиенту, нежели разобраться в том, что в действительности это за продукт. Но теперь, как ни странно, он считал, что разработал оригинальный план обогащения клиентов. Он, разумеется, возьмет

с них более чем приличное вознаграждение за покупку и продажу дефолтных свопов, однако эти расходы — мелочь по сравнению с состоянием, которое на них обрушится. Теперь он не продавал, а оказывал любезность. *Смотрите. Мой вам подарок.*

Институциональные инвесторы не знали, как к нему относиться, по крайней мере поначалу. «Думаю, он страдает каким-нибудь нарциссическим расстройством личности», — замечает один инвестиционный менеджер, слышавший доводы Липпманна, но не работавший с ним. «Он все пытался нас запугать, — говорит другой. — Приходит и расписывает эту замечательную сделку. Все логично. Для нас был риск, мы идем на него, все получается, и что потом? Как нам выйти из сделки? Он контролирует рынок; он, наверное, единственный, кому мы можем продать. А он говорит: “Из бассейна есть только один выход — через меня, и если вы попробуете дать деру, я выцарапаю вам глаза”. Он так и сказал, что выцарапает нам глаза. Этот парень в выражениях не стеснялся».

Им, в принципе, все понравилось, но перспектива остаться без глаз не слишком вдохновляла. «Излишняя прямолинейность Грега сработала против него», — замечает все тот же менеджер.

Липпманну пришлось иметь дело не только с обычными возражениями, которые покупатели облигаций предъявляют продавцам с Уолл-стрит (если это такая классная сделка, почему вы предлагаете ее мне?), но и с менее типичными. Покупка дефолтных свопов означала выплату страховой премии в течение нескольких лет в ожидании дефолта американских домовладельцев. Инвесторы рынка облигаций, как и трейдеры рынка облигаций, интуитивно противились любой сделке, за участие в которой нужно было платить деньги, и инстинктивно предпочитали сделки, приносящие деньги просто так, без особых усилий с их стороны. (Один крупный инвестор рынка облигаций окрестил свою яхту *Positive Carry*, что означает «положительный результат держания актива».) Сделки, при которых нужно было отстегивать по 2% в год, считались форменным проклятием. Находились и другие возражения. «Я не могу растолковать суть дефолтных свопов своим клиентам» — вот

стандартный ответ на рекламную презентацию Грега Липпманна. Или: «Мой кузен, который работает в Moody's, говорит, что с этими штуками [низкокачественными ипотечными облигациями] все в порядке». Или: «Я говорил с Bear Stearns, и они назвали вас сумасшедшим». Однажды Липпманн 20 часов проговорил с одним представителем хедж-фонда и был уверен, что сумел его убедить, а тот передумал после телефонной беседы со своим бывшим соседом по комнате, работавшим в какой-то строительной компании.

Однако чаще всего Липпманн слышал от инвесторов один и тот же ответ: «Вы меня убедили. Вы правы. Но игрой на понижение рынка низкокачественных ипотечных кредитов я не занимаюсь».

«Поэтому такая возможность и существует, — парировал Липпманн. — Этим никто не занимается».

Да и сам Липпманн этим не занимался. Прежде его работа ограничивалась взиманием небольшой платы с покупателей и продавцов при осуществлении сделок. Сейчас с рынком и работодателем его связывали иные, более свободные отношения. Возможно, короткая продажа и была навязана Липпманну, но к концу 2005 года он сделал ее своей игрой и довел размер позиции до миллиарда долларов. Шестнадцатью этажами выше, в штаб-квартире Deutsche Bank на Уолл-стрит, несколько сотен высокооплачиваемых сотрудников покупали низкокачественные ипотечные кредиты, выпускали под них облигации, которые затем распродавали. Другая группа сотрудников объединяла самые дрянные, неходовые транши этих облигаций и дефолтные свопы и преобразовывала их в CDO. Чем крупнее становилась короткая позиция Липпманна, тем больше нарастало скрытое презрение к этим людям и к этой сфере, которая быстро превращалась в самую прибыльную на Уолл-стрит. Операционные издержки в виде выплачиваемой Липпманном страховой премии составляли десятки миллионов долларов в год, а его убытки казались еще больше. Покупатель дефолтных свопов соглашался выплачивать премию в течение срока жизни лежащих в их основе облигаций. До тех пор пока облигации находились в обращении, и покупатель и продавец дефолтных свопов были обязаны

учитывать изменение обеспечения на балансе в ответ на движение цен. Удивительно, но стоимость низкокачественных ипотечных облигаций постоянно повышалась. Через несколько месяцев позиция Липпманна в дефолтных свопах сократилась на \$30 млн. Его руководство то и дело спрашивало, почему он занимается тем, чем занимается. «Многие не были уверены в том, что стоит тратить на это время Липпманна и наши деньги», — рассказывает один из руководителей Deutsche Bank, наблюдавший за эскалацией конфликта.

Вместо того чтобы сломаться под давлением, Липпманн вознамерился устранить его, положив конец новому рынку. AIG была практически единственным покупателем CDO с рейтингом «три А» (другими словами, низкокачественных ипотечных облигаций с рейтингом «три В», преобразованных в CDO с рейтингом «три А»). В конечном счете AIG была другой стороной дефолтных свопов, скупаемых Майком Бэрри. Если бы AIG прекратила покупать облигации (или, точнее, перестала страховать их от дефолта), весь рынок низкокачественных ипотечных облигаций мог рухнуть и дефолтные свопы Липпманна принесли бы целое состояние. В конце 2005 года Липпманн полетел в Лондон с намерением осуществить задуманное. Он встретился с сотрудником AIG FP по имени Том Фьюингс, работавшим непосредственно на главу AIG FP, Джо Кассано. Липпманн, который постоянно обновлял свою презентацию, представил новую версию «Короткой продажи мезонинных траншей, обеспеченных залогом жилья» и изложил Фьюингсу свои соображения. Фьюингс не выдвинул никаких серьезных возражений, и Липпманн покинул лондонский офис AIG с уверенностью, что встреча прошла не зря. Разумеется, вскоре после визита Липпманна AIG FP перестала продавать дефолтные свопы. Более того, AIG FP дала понять, что сама не прочь купить некоторое количество дефолтных свопов. Рассчитывая продать им дефолтные свопы, Липпманн продолжал их скупать.

Какое-то время Липпманну казалось, что ему удалось в одиночку изменить мир. Он пришел и объяснил в AIG FP, что Deutsche Bank вместе с другими фирмами с Уолл-стрит держат их за дураков, и там все правильно поняли.