

Робин Блэкберн

## Финансы и четвертое измерение

Финансиализация теперь пронизывает все — от корпоративной стратегии до личных финансов. Она пронизывает повседневную жизнь со все большим количеством продуктов, появляющихся в результате растущей коммодификации образа жизни, вроде студенческих долгов или личных пенсий, а также с маркетингом кредитных карт или распространением залковых. Индивида побуждают считать себя двуногим центром расчета прибыли и издержек, которому помогают управлять своими доходами и расходами, своими долгами и кредитами, оказывая ему услуги или продавая продукты. Так называемые финансовые продукты отражают не только то, что Славой Жижек вслед за Кодзином Каратани называет «параллактическим взглядом», учитывающим спрос и предложение, реализацию прибавочной стоимости и ее извлечение. Финансы также неизбежно учитывают временное измерение. Предприниматель, инвестирующий сегодня в проект, завтра стремится получить прибыль. Эксплуатация длительна; она требует времени.

Финансиализацию можно просто определить как растущую и системную власть финансов и финансового инжиниринга. По сути, в ней нет ничего нового. Но ни одно объяснение современного капиталистического развития не может игнорировать масштаба недавней экспансии финансового сектора. Прибыль финансового сектора в процентном выражении от общей прибыли американских корпораций выросла с 14 % в 1981 году до 39 % в 2001 году. Помимо прибыли, получаемой банками, хеджевыми фондами, частными акционерами, инвестиционными менеджерами и страховыми домами, многие крупные компании также создают финансовые подразделения, которые вносят значительный вклад в общую прибыль. И растущая уязвимость всех институтов и механизмов перед возможностями финансиализации, а также более знакомым давлением глобализации, сделала распределение влияния в корпорациях и финансовых сетях таким колеблющимся и непредсказуемым в последние десятилетия. Как показали Жерар Дюмениль и Доминик Леви, финансиализованные техники сами по себе позволили серьезно обогатиться финансовым посредникам и корпоративной элите. Предоставление фондовых опционов высшему руководству дало прямые стимулы для использования займов для повышения курса акций, получения банковских ссуд и последующего использования большей части прибыли для выкупа акций. Учитывая уровень получаемых ими вознаграждений, у финансовых домов почти не было возможности использовать свое влияние, чтобы обуздать алчность высшего руководства. Финансовая и корпоративная элиты нуждались друг в друге, и финансиализованные техники помогли им договориться.

В споре между собой Джованни Арриги и Роберт Поллин пришли к согласию, что наиболее важным вопросом финансовой экспансии было то, «откуда берется прибыль, если не из производства и обмена товаров?». Тремя возможными ответами, на которых они сосредоточили свое внимание, были, во-первых, получение прибыли одними капиталистами за счет других; во-вторых, организация капиталистами в целом перераспределения в свою пользу; в-третьих, операции, позволявшие капиталистам перенаправлять средства из менее прибыльных областей в более прибыльные. Но нам следует также учесть два измерения, свойственные самим финансам: во-первых,

издержки производства финансовых функций и продуктов и, во-вторых, рост эффективности благодаря предвидению рисков. Во время финансовой революции последних двух десятилетий предвидение рисков позволяло получать огромную прибыль; но большая часть этой прибыли поглощалась растущими издержками финансового посредничества вследствие неравномерного и монополистического доступа к информационным ресурсам, роста расходов на маркетинг и торговлю на бирже и непомерных вознаграждений.

Ниже я рассмотрю черты финансиализации на уровне корпорации и проанализирую некоторые четырехмерные операции хеджевых фондов, частных акционеров, инвестиционных банков и пенсионных фондов и, кроме того, некоторые неясные аспекты финансовой практики; приведу примеры прибыли, получаемой из того или иного описанного выше источника финансовых прибыли или убытков. Местами эти практики относятся к области того, что я назвал «серым капитализмом», где отношения собственности и ответственности ослабевают или стираются. Мы также увидим, что финансиализация создает клубок новых услуг и «продуктов» для корпораций и индивидов, которые покупаются, потому что они позволяют покупателю получить будущую прибыль за счет показателей, превышающих среднерыночные, компетентного руководства или лучшего сокращения рисков. Временное измерение вновь имеет решающее значение. Основные инструменты финансиализации — это деривативы, в своей основе связанные с точным соотношением с базовыми активами или пассивами, фьючерсными контрактами или опционами (правом покупать или продавать в будущем по определенной цене). С точки зрения индивида, финансовый продукт — рента, пенсия, закладная или договор страхования — также связывает нынешний вклад с будущей выгодой.

Прекрасным примером роста охвата и влияния многопрофильных инвестиционных банков — «невероятного» по своим последствиям, согласно Economist, — может служить Goldman Sachs. Как показал недавний отчет, на Goldman или связанные с ним организации приходится треть всех сделок с американскими акциями. Прибыль инвестиционных банков связана не просто с традиционным размещением и брокерскими операциями, со слияниями и поглощениями и первоначальным публичным предложением акций, а во все большей степени с торговлей с привлечением собственных средств и рисковым арбитражем, то есть с постановкой себя и своих клиентов в большую зависимость от слияний компаний или других крупных событий. Инвестиционные банки имеют большой опыт, стратегическое положение в информационных сетях и серьезные вычислительные возможности. Они могут занимать позиции, которые позволяют им извлекать выгоду из изменений относительных цен, независимо от того, растут они или нет. Прощупав почву, они могут разработать хедж для своего клиента и поучаствовать своими средствами. Многозначительно спрашивает Economist:

*Будет ли General Motors лучше, если Goldman просто найдет покупателя при помощи своих финансовых операций, вместо того чтобы присоединиться к выкупной группе, как произошло недавно? Банк приводит множество случаев, когда он давал советы по сделкам, а затем создавал определенный хедж, который защищал покупателя от риска. Прибыль Goldman от хеджа (который зачастую является наиболее прибыльной частью сделки) не имеет отношения к делу, если Goldman как советник не преследовал исключительно интересы клиента. Плохо ли это? Это вопрос оценки. С точки зрения инвестиционной деятельности, Goldman теперь оказывается на многих сторонах сделки одновременно, что поистине впечатляет.*

## ***ОДНОРАЗОВЫЕ КОРПОРАЦИИ***

Финансы оказывают двоякое воздействие на корпорации: с одной стороны, ограничивая их инвестиционные стратегии, а с другой — помогая им находить клиентов и получать прибыль. Они вовсе не являются полностью свободными и самостоятельными действующими силами, какими их описывают критики. Последние часто обращают внимание на огромное влияние корпораций на местные сообщества, регулирующие органы, потребителей и свою собственную рабочую силу. «No Logo» Наоми Кляйн дала яркое и убедительное описание наступления корпоративных брэндов, а Джоэл Бакан в своей резкой книге (и фильме) «Корпорация» указал на юридические привилегии и неприкосновенность компаний с ограниченной ответственностью. Нетрудно понять, как огромные розничные сети формируют модели производства и потребления или как известные брэнды проникают в ткань повседневной жизни. Тем не менее, даже самые влиятельные корпорации нуждаются в финансовом мире для оценки своих успехов, планирования будущего и — зачастую — привлечения новых клиентов. Основой современного капитализма являются не известные марки вроде Nike или Coca-Cola, а финансовые дома, хеджевые фонды и компании, многие из которых остаются неизвестными для широкой публики. В конце концов, даже самые крупные и самые известные корпорации обладают не слишком прочной и временной автономией в новом мире бизнеса — в конечном итоге, они служат игрушками рынков капитала.

Кредитоспособность корпораций определяется банками и рейтинговыми агентствами. Это, в свою очередь, определяет стоимость капитала корпораций. Они способны профинансировать все инвестиции, которые только пожелают, за счет своих собственных ресурсов, но это не значит, что они свободны от давления финансиализации. При составлении своих инвестиционных планов им приходится доказывать, что они достигнут «пороговой» рентабельности, установленной финансовым сектором. Даже самые крупные корпорации вынуждены подвергаться проверкам и инспекциям рейтинговых агентств — Standard and Poor's, Moody's и Fitch Ratings, — чтобы успокоить инвесторов и получить дешевый доступ к капиталу. Недостаточно получать хорошую прибыль; нужно пройти еще и тройную оценку. Теоретически стоимость акций никак не связана с настоящей или прошлой прибылью; она связана исключительно с перспективами будущей прибыли.

С точки зрения «чистого» инвестора, корпорация представляет собой случайное сочетание пассивов и активов, которое должно быть перестроено так, чтобы максимизировать акционерную стоимость, которая в свою очередь сказывается на переменчивых настроениях других инвесторов. Корпорация и ее рабочая сила, в принципе, одноразовы. Известные компании 1970-х годов, не говоря уже о 1950-х, за некоторым исключением, исчезли или стали жалким подобием себя в прошлом. В 1980-х годах сотни тысяч, если не миллионы, работников узнали о том, что они обходятся слишком дорого; в «сокращениях» начала 1990-х годов руководящие работники среднего и высшего звена также оказались ненужными. В 2001–2003 годах в Соединенных Штатах были сокращены почти три миллиона рабочих мест. На рубеже XX и XXI веков руководство Enron'a прославилось режимом, при котором каждый работник знал, что десятая часть персонала, не сумевшая достичь поставленных целей, будет увольняться каждый год, независимо от того, насколько хороши или плохи показатели компании в целом. Многие наиболее влиятельные корпорации сегодня

избегают найма работников, вместо этого они отдают работу аутсорсерам и субподрядчикам.

Один из импульсов к финансиализации связан с тем, что компаниям, испытывающим трудности с продажей продукции, также оказывается проще прибегнуть к финансовым инструментам — от самой скромной сети потребительского кредита до сложных сделок, когда компания продает свою продукцию дочерним компаниям, которые затем сдают ее в лизинг потребителям. Нередко компании занимаются уклонением от уплаты налогов или списанием налоговых обязательств (например, потому, что выплата процентов освобождается от налогообложения). GE Capital долгое время помогала клиентам компании покупать авиационные двигатели и другое оборудование, используя выгодный, с точки зрения налогообложения, механизм возвратного лизинга. GE Capital вскоре диверсифицировала потребительский кредит благодаря привлекательной прибыли. К 2003 году 42 % прибыли группы создавались GE Capital. В том же году GM и Ford получали почти всю свою прибыль от потребительского лизинга, причем продажи едва достигали уровня безубыточности. Когда два этих автогиганта в 2005–2006 годах столкнулись с реальными трудностями, они вынуждены были продать свои лизинговые подразделения для получения необходимых средств. В 2004 году подразделение General Motors Acceptance Corporation (GMAC) заработало 2,9 миллиарда долларов, что составило почти 80 % всех доходов GM. GM надеялась, что стоимость GMAC составит 11 миллиардов долларов или даже больше и что ей удастся сохранить основные активы даже после продажи 51 %.

В то же время удивительно было наблюдать рвение гигантских финансовых концернов, вроде Citigroup и HSBC, стремившихся завладеть потребительскими финансовыми операциями и даже «субстандартными» заемщиками (ростовщиками), к кому они раньше относились с презрением. Citigroup приобрела Associates First Capital, а HSBC купила Household Finance, проложив путь, по которому пошли другие. Финансовые дома объединились с розничными торговцами, чтобы пролить дождь из золотых и пластиковых кредитных карт на всех и каждого в расчете на рост потребительского долга — со 110 % личного годового располагаемого дохода в Соединенных Штатах в 2002 году до почти 130 % к концу 2005 года — и последующее взимание 18–20 % годовых за деньги, полученные самими банками под 3–4 %. Именно высокая норма прибыли побуждает банки давать такие кредиты. Они полагают, что им удастся переупаковать долги так, чтобы позволить избежать риска, сохранив большую часть высокой прибыли, которая предположительно была рисковой премией. Уроки, извлеченные из переупаковки корпоративных облигаций в облигации, обеспеченные долговыми обязательствами, применимы и к личным долгам.

Имея прямой доступ к субстандартным закладным, банки и хеджевые фонды могли объединить усилия и разделить долги на десять траншей, каждый из них представлял собой требования на базовые ценные бумаги, но с различной степенью риска — от самой высокой до самой низкой. Заемщики, могущие договориться только насчет субстандартной закладной, имеют либо плохой залог, либо перспективы дохода, либо и то, и другое, и потому должны оплатить разницу. Конечно, транш с самым высоким риском, связанный с акциями без фиксированных дивидендов, имеет очень слабые перспективы, но все же может быть продан кому-нибудь по бросовой цене. Транши с самым низким и даже со средним риском будут гораздо более безопасными, принося при этом неплохую прибыль. (Здесь, вопреки утверждениям Арриги и Поллина, мы имеем дело с финансовой прибылью, создаваемой механизмами самих финансов). Как

объясняет исполнительный директор ипотечной брокерской компании, «субстандартные закладные — идеальный сектор для инвестиционных банков, поскольку их большая маржа обеспечивает гарантированный доход, а рисковая история благоприятна. Если инвестиционный банк переупаковывает долговые обязательства для продажи, включая субординированные рискованные транши, он вполне может получить гарантированную прибыль с незначительным риском или вовсе без него». Поэтому Morgan Stanley купила Advantage Home Loans, Merrill Lynch купила Mortgages PLC, а Lehman Brothers приобрели Southern Pacific Mortgages и Preferred Mortgages. Европейские банки вроде ABN — Amro заинтересованы в микрокредите в Африке, который связывает их с миром субстандартных кредиторов: финансовые технологии позволяют им получать огромную прибыль от переупаковки долгов самых бедных. Хотя западные правительства гордятся прощением африканского долга, западные банки делают ставку на кредиты для бедных.

Благодаря практике финансиализации банки получили огромную прибыль именно во время резкого спада и последующего восстановления. Но обремененные долгами потребители утратили свою привлекательность для нефинансовых корпораций из-за падения спроса после того, как «мыльный пузырь» в экономике лопнул. В 2003 году для обслуживания долга требовалось 18 % располагаемого дохода американских потребителей, и только бум в ценах на жилье и возможность повторного получения закладной позволили сохранить покупательную способность потребителей. (Американские банки, сделавшие ставку на субстандартное кредитование со связанными с ним рисками, сыграли важную роль в откладывании сроков принятия II Международного банковского соглашения в Базеле касательно соответствующего уровня резервов).

### ***БУМ ХЕДЖЕВЫХ ФОНДОВ***

Наилучшим воплощением неукротимого духа финансиализации служат хеджевые фонды, оказавшиеся достаточно смыслеными, чтобы провести крупных институциональных инвесторов. В последние несколько лет появилось множество хеджевых фондов — по оценкам, к середине 2006 года их число составляло порядка 8000, причем на них приходилось почти 1,5 триллиона долларов активов (и это по сравнению с 7 триллионами долларов в американских взаимных фондах всех типов). Хеджевые фонды первоначально создавались для обеспечения защиты действительно состоятельным инвесторам, хотя, в конечном итоге, отдельные пенсионные фонды доверили им незначительную часть своих активов. На «медвежьем» рынке 2000–2002 годов хеджевым фондам удавалось приносить прибыль, когда большинство обычных фондов, особенно индексные фонды, несли большие убытки. Хеджевые фонды практиковали создание коротких позиций — обязательств, образовавшихся в результате срочных сделок по продаже ценных бумаг, не имевшихся в наличии у продавца, в расчете на снижение цен для проведения обратной операции. Институциональные инвесторы, продававшие ценные бумаги, которые играли важную роль в их портфелях, часто оказывались в проигрыше в таких сделках. Обычные фонды, активно управляемые или связанные с индексами, были «исключительно долгими», то есть покупали и продавали ценные бумаги, но не образовывали коротких позиций. Хеджевые фонды также предлагают и используют «деривативы», инвестиционные продукты, наподобие опционов, которые позволяют покупателям делать ставку на изменения в отдельных сегментах рынка. Используя разницу в ценах, хеджевые фонды делали деньги на арбитражных операциях, быстрой продаже и

использовании кредитных деривативов, которые позволяли переупаковывать корпоративный долг. Инвестиционные банки и финансовые отделы крупных корпораций также занимались масштабным хеджированием валюты и процентных ставок, но все же не столь масштабным, как хеджевые фонды.

Банки и взаимные фонды без труда поддаются регулированию, но хеджевые фонды не раскрывают своих активов и потому избегают всякого регулирования. Они требуют платы, которая часто составляет 2 % от вложенных денег плюс 20 % от ежегодного роста стоимости основного капитала. Такая структура оплаты обычно позволяет неплохо зарабатывать, когда дела идут хорошо, но не терять прибыль при изменении обстановки. Хеджевые фонды несут более высокие издержки по сравнению с другими инвестиционными компаниями из-за активной торговли, но утверждают, что это позволяет им иметь результаты, превышающие среднерыночные, и приносить большую прибыль во время спада. Многие из них прекрасно обслуживают конкретных клиентов, чем вызывают живой интерес к себе со стороны руководства пенсионных фондов — интерес, поддержанию которого во многом способствуют регулирующие органы и консультанты по обе стороны Атлантики.

Хотя хеджевые фонды способны приносить постоянную двузначную прибыль, оправдывающую вознаграждение от особых клиентов, могут ли они добиться того же для целого класса пенсионных фондов, учитывая, что последние являются такой значительной составляющей рынка? Создание коротких позиций может приносить большую прибыль тому, кто этим занимается, но, в отличие от растущего рынка, оно не приносит прибыли всем инвесторам. Пенсионные фонды, инвестирующие в хеджевые фонды, обычно обращаются к услугам «фонда фондов», вследствие чего пропадает оперативность, которую могут предложить лучшие хеджевые фонды. Диверсификация в секторе позволяет достичь большей безопасности, но она и снижает прибыль, так как включает также не слишком надежные компании и, возможно, даже те, что, в конечном итоге, обанкротятся. В 1998–2003 годах закрылось 1800 хеджевых фондов; тем не менее, большая часть статистики по эффективности этого сектора оказывается слишком оптимистичной, так как в ней остаются неучтенными такие потери.

В силу своего *modus operandi* хеджевые фонды сыграли ключевую роль в скандалах со взаимными фондами. В 1990-х годах крупные финансовые дома, которые спонсировали взаимные фонды, — Bank of America, Putnam, Morgan Stanley и другие — поняли, что они могут получить дополнительную прибыль от гиперактивных трейдеров, помимо того, что они уже получили от массы своих инвесторов. Они предоставляли хеджевым фондам привилегии, не распространявшиеся на других инвесторов, включая кредиты, позволявшие пользоваться средствами их клиентов: так, финансовый дом мог получать процент и вознаграждение за операции. Кроме того, торги не обязательно должны были вестись по уже существующим акциям. При приближении новой эмиссии хеджевые фонды и другие профессиональные игроки могли купить колл и разместить опцион на еще не существующие акции на том, что получило достаточно точное название «серого рынка». Короткие позиции на сером рынке могут вести к появлению серьезных трудностей с «пустыми короткими позициями», когда у спекулянта на руках не оказывается вообще никаких ценных бумаг. Еще одна важная проблема связана с использованием хеджевыми фондами права участия в голосовании с помощью взятых в долг акций при обсуждении

предложения о слиянии, особенно когда акционерам грозят убытки, а хеджевый фонд все равно получит прибыль.

## **АРБИТРАЖНЫЕ ОПЕРАЦИИ**

В финансиализированном мире пересмотру подвергается сама капиталистическая собственность. Хеджевый фонд, занимающийся созданием коротких позиций, стремится снизить стоимость ценных бумаг, а не повысить ее. Но стандартные механизмы рискованного арбитража стали сегодня гораздо сложнее. Вот что пишут Даниэль Буэнца и Дэвид Старк:

*Арбитраж основывается на возможности различных интерпретаций ценных бумаг... В отличие от стоимостных инвесторов, которые сводят все множество атрибутов компании к одному, арбитражеры отвергают такой подход ко всей компании. В отличие от корпоративных рейдеров, которые покупают компании с целью дробления ее для продажи в виде отдельного имущества, работа арбитражного трейдера является намного более деконструктивистской... Например, они считают Boeing Co. не монолитным активом или собственностью, а компанией, обладающей множеством свойств (черт, качеств) — таких, как технологические фонды, фонды путешествий, американские фонды, фонды, включенные в данный индекс, и так далее. В еще более абстракционистской манере они пытаются выделить такие качества, как стабильность или ее ликвидность, конвертируемость, индексируемость и так далее. Так, если корпоративные рейдеры разбирают компании на части, современные арбитражеры делят абстрактные качества стабильности... Важную роль играют деривативы, наподобие свопов, опционов и других финансовых инструментов... Они используются трейдерами для того, чтобы сделать их менее уязвимыми.*

Подобный виртуальный разбор корпорации может показаться более мягким процессом по сравнению с действиями корпоративных рейдеров 1980-х годов, но это не так. Чтобы заработать, арбитражерам нужны «события». Спокойный рынок, на котором ничего не происходит, вреден для хеджевых фондов и тех, кто занимается рискованным арбитражем. Но обычно трейдерам не нужно беспокоиться, поскольку, как заметил Хайман Мински в своей классической статье, во-первых, «внутренняя работа капиталистической экономики создает финансовые отношения, которые способствуют нестабильности», и, во-вторых, «в отношениях цены и стоимости активов, которые вызывают кризис в хрупких финансовых структурах, нет ничего необычного». Это объясняется тем, что перспективы этих фондов невозможно выразить одним числом, так как баланс предприятия всегда будет включать множество поступлений и долгов, когда прошлое, настоящее и будущее сложным образом переплетаются. Сегодня «событием» для крупной компании будет переоценка пенсионных обязательств, которые, в свою очередь, отражают происходящее с акциями других компаний, новым законодательством или введением новых стандартов бухгалтерского учета. Дерегулирование финансовых рынков также увеличило предрасположенность к «событиям».

Техники финансовой революции — деривативы, свопы, хеджирование, спецюрлица, облигации, обеспеченные долговыми обязательствами, и т. д. — могут использоваться просто для того, чтобы оградить корпорацию от опасности. Но некоторые из этих средств могут использоваться для манипулирования основными показателями фирмы. Культ акционерной стоимости и финансовый инжиниринг, казалось, позволяли извлекать непосредственную выгоду из любых слияний или поглощений. Компании, в совершенстве овладевшие искусством роста через приобретение — GE, Vodafone, AOL, WorldCom и другие, — стали любимчиками на Уолл-стрит. Иногда это отвечало

реальному росту и более логичному ведению дел. Но это также могло означать «агрессивную бухгалтерию» и будущие пертурбации в стоимости акций. В мире хеджевых фондов инвесторы старого типа больше не могут поступать по-старому. В недавнем обзоре отмечалось:

*в 2004 году Perry Capital приобрел акции Mylan Laboratories только для того, чтобы проголосовать в пользу ее приобретения компанией KingPharmaceuticals, крупным акционером которой был Perry. Perry хеджировал свой риск относительно возможных колебаний в стоимости акций Mylan и тем самым смог проголосовать без каких-либо последствий для себя.*

Хеджевые фонды используют деривативы для распаковки прав собственности или требований на доходы и последующей упаковки их в предположительно более выгодной конфигурации. Они способны предвидеть наступление следующего серьезного события, но они не стремятся брать на себя ответственность за управление бизнесом. По сравнению с ними частные инвестиционные компании ведут себя совершенно иначе. Они специализируются на реорганизации управления и перезапуске недостаточно капитализированных и недостаточно производительных бизнесов. Этот процесс может занять 3–5 лет; за это время (?) можно избавиться от непрофильных и убыточных активов и перестроить основной бизнес. Инвесторов, включая пенсионные фонды, нередко приглашают поддержать такие операции. Частные инвестиционные фонды — это, по сути, коллективные предприниматели, обладающие необходимыми знаниями и умениями и способные приносить неплохую прибыль крупному и терпеливому инвестору. Как и у хеджевых фондов, запросы у них выше, чем у обычных инвестиционных фондов: обычно они получают стандартное ежегодное вознаграждение в размере 2 % от фондовой стоимости вместе с частью итоговой выплаты или «фиксированное вознаграждение» после завершения реорганизации и запуска бизнеса. Инвестор, таким образом, вкладывает средства не в частную организацию, а в определенный фонд с тем, чтобы они (средства?) начали приносить прибыль. Он соберет средства — от менее чем 10 миллионов фунтов до нескольких миллиардов, — и эти средства будут использованы для совершения приобретений в данном секторе. Эти частные инвестиционные фонды понесут определенные издержки, связанные с правовой оценкой, страхованием и кадрами; но с ростом размера фондов ежегодная комиссия за управление будет становиться более интересной, чем предпринимательская прибыль, которую можно будет получить только через несколько лет. «Клубный кредит» частных инвестиционных фондов позволяет различным фондам группировать затраты и увеличивать объем средств, находящихся у них в управлении.

Под действием этих тенденций частные инвестиционные фонды должны приблизиться к общей логике управления фондами, когда реальная цель заключается в увеличении объема средств, находящихся в управлении, поскольку это ведет к увеличению комиссии. В этом процессе стремление к предпринимательской прибыли ослабнет, и тогда трудно будет удержаться от спекулятивной игры. Организаторы поглощений будут заранее знать о рыночных событиях, а те, чьи предложения не будут приняты, скорее всего, попытаются получить компенсацию исходя из имеющейся у них информации. В марте 2006 года Управление по финансовым услугам Лондона опубликовало исследование характера торговли предыдущих шести лет по индексу 350 Financial Times, в котором было установлено, что «уровень инсайдерской торговли превышает 30 %, а участникам торгов заранее известно об изменении цен».



## ***ПЕНСИОННЫЕ ФОНДЫ***

Огромные суммы, получаемые пенсионными фондами всех видов, необычайно повысили важность институциональных инвестиций. В 1940-х — начале 1950-х годов пенсионные средства вкладывались в государственные облигации на том основании, что их будущая стоимость была гарантирована и что, следовательно, такое вложение было безопасным и разумным. Но с 1960-х годов представители пенсионных фондов стали включать в портфели частные ценные бумаги, а в 1970-х годах сказались последствия роста инфляции: государственные облигации оказались плохой страховкой от инфляции, и фонд, имеющий серьезные активы — такие, как акции или собственность, — вполне мог знать о растущих ценах. После 1982 года охвативший всех, в том числе и весьма осторожных инвестиционных менеджеров, культ акций привел к тому, что корпоративные ценные бумаги стали составлять 80 % всех активов фондов. Наконец, в эпоху новой финансиализации внимание было сосредоточено не просто на верном сочетании активов, но и на финансовых продуктах и процедурах — свопционы и т. д., — придававших одному активу свойства другого. В начале XXI столетия инвестиционные управляющие или советы доверенных лиц озабочены инфляцией или процентом, за который можно купить защиту от рисков. Инвестиционные управляющие стали зарабатывать немного больше на своих активах, предоставляя средства хеджевым фондам для коротких продаж, хотя сумма, которую можно было получить на таких ссудах, редко бывала значительной.

Сразу стало понятно, что такие процедуры усложняют и ослабляют права собственности. Доверенные лица, разрешающие или поощряющие использование финансиализированных практик, больше обеспокоены соблюдением интересов того, кто дает деньги, а не выполнением обещаний по пенсиям. И даже если они отдают приоритет своим фидуциарным обязанностям, они зачастую не вполне понимают сложные кредитные деривативы и риски при резких изменениях в деловом климате.

Но, несмотря на усложнение управления активами, номинальные собственники или получатели пенсий по-прежнему не имеют в пенсионном фонде права голоса в вопросах управления своими сбережениями. Таким образом, возникает двойная нехватка подотчетности, когда инвестиционные управляющие не отчитываются о (?) своих планах перед получателями пенсий, а руководство корпораций лишь изредка отчитывается перед акционерами. На самом деле широко признанный теперь кризис корпоративного управления, отдельные симптомы которого будут рассмотрены ниже, восходит к неспособности пенсионных фондов и других институциональных инвесторов по-настоящему представлять интересы и взгляды своих основных хозяев, а именно — участников пенсионного плана. Судя по всему, капитализм работает лучше, когда его управляющие отвечают перед кем-то, кроме себя самих.

С 1980-х годов пенсионные фонды стали доступными для корпоративных рейдеров, вроде Джеймса Голдсмита, и финансовых инженеров, вроде Майкла Милкина, стремившихся сделать более важной стоимость акций. Финансовые профессионалы и специалисты по поглощениям организовывали слияния и поглощения, которые повышали стоимость приобретаемых компаний, но часто приносили не слишком большую выгоду акционерам компании-покупателя в долгосрочной перспективе. Больше всего пострадали те, кто потерял рабочие места при реорганизации компаний после слияния. Тереза Гилардуски возложила вину за сокращение штатов в конце 1980-х — начале 1990-х годов на пенсионные фонды: «те, кто управлял капиталом

работников, использовали пенсионные фонды в спекулятивной инвестиционной деятельности, которая вела к закрытию заводов и разложению сообществ». Инвестиционные управляющие могут договариваться о снятии директоров, если им не удается поддерживать акционерную стоимость. В 1990-х годах директора целого ряда гигантов, не приносивших достаточной прибыли, были смещены отчасти под давлением со стороны акционеров; к ним, среди прочих, относились GM, IBM, Westinghouse, American Express, Xerox и Coca-Cola. В других случаях институциональные акционеры требовали реорганизации корпораций, что привело к делению исторических компаний, вроде AT & T и ИТТ. Движущей силой этих драматических событий была забота об акционерной стоимости.

Инвестиционные управляющие уделяли особое внимание интересам и точке зрения тех, кто назначал доверенных лиц, возобновлявших или отзывавших полномочия на управление активами. Инвестиционные управляющие часто сами были подразделениями крупных финансовых концернов, вроде Citigroup, State Street, Merrill Lynch и Morgan Stanley, которые надеялись получить неплохое вознаграждение за оказание иных услуг корпорациям. Это способствовало сближению инвестиционных управляющих с исполнительными директорами и советами директоров. Голосуя на общем ежегодном собрании акционеров при помощи акций, находящихся у них в доверительном управлении, инвестиционные управляющие обычно ориентируются на совет директоров, не обращая внимания на плохое управление. Иногда доверенные лица сами одобряют проведение такой политики. Простой пассивности акционеров обычно достаточно, чтобы предоставить совету директоров свободу действий. В 1990-х годах инвестиционные банки в своем стремлении к расширению бизнеса способствовали росту амбиций исполнительных директоров. Руководство предприятий, окончательно освободившись от общественного регулирования, обнаружило, что их излюбленные схемы экспансии и обогащения пользуются поддержкой финансовых домов, зарабатывающих огромные суммы от слияний и поглощений, первичного размещения и выпуска новых акций. Это было невыгодно держателям страховых полисов и стало причиной многих деловых скандалов и потрясений последних нескольких лет. Хотя Уолл-стрит позволила исполнительным директорам получать непомерные вознаграждения, им в то же время прекрасно удавалось избегать личной ответственности.

Услуги, оказываемые инвестиционными управляющими, недешевы. Затраты составляют не менее 1,5 % средств фонда, и если учесть дополнительные доходы, вроде мягких долларов, деловых услуг, оказываемых бесплатно теми, кто в результате получает бизнес, прибыль зачастую бывает выше. Пенсионными планами государственного сектора нередко управляют за вознаграждение, которое составляет менее 0,3 % в год. Вознаграждения, получаемые частными инвестиционными управляющими, сокращают объем пенсионных средств застрахованных на 40 % за сорок лет. Еще одним объяснением непомерных вознаграждений служат огромные расходы на маркетинг. Эта расточительность рациональна, потому что выгодоприобретатели склонны оставаться со своим первым управляющим и платить ему большие вознаграждения на протяжении нескольких десятилетий.

### ***ЗЛОУПОТРЕБЛЕНИЯ***

Кто-то может посчитать, что во время акционерного пузыря инвестиционные управляющие должны были увидеть зловещие предзнаменования и попытаться

обуздать рост амбиций исполнительных директоров или, по крайней мере, охладить спекулятивный пыл конца 1990-х. Но они этого не сделали. Они играли с деньгами людей, а стимулы, которые им предлагали, поощряли безответственность. Бонусы управляющих зависят от производительности фондов, которыми они управляли в течение прошедшего года. В пророческой статье 1993 года под названием «Пузыри “накрутки”» два финансовых экономиста Франклин Аллен и Гари Гортон писали об изъянах схем стимулирования инвестиционных управляющих, которые побуждают последних включаться в спекулятивную игру, даже если они знают, что все закончится весьма плачевно. Они поясняли:

*Наличие опциона покупателя в компенсационных схемах инвестиционных управляющих [побуждающее их увеличивать прибыль, а не сокращать издержки] означает, что они могут желать приобрести акции, если существует некоторая перспектива прироста капитала, хотя им известно наверняка, что через какое-то время их стоимость упадет ниже текущего уровня.*

Помимо этих соображений, важную роль играл также страх лишиться полномочий и даже рабочих мест в случае проведения жесткой оценки стоимости компании. В конце 1990-х годов аналитики, нанятые крупными банками, присоединились к хору рекомендуемых «продавать» или «придержать» акции, за которыми они следили, в 97 % случаев.

Еще одним соблазном были сомнительные деловые практики; они могли помочь компании держаться на плаву, но могли оказаться смертельными, когда пузырь лопался, а избежать этого было невозможно. Гэлбрейт отмечал в «Великом крахе, 1929», что всегда имеют место «злоупотребления», даже когда дела идут хорошо. Когда наступают плохие времена, это больше невозможно скрывать, и злоупотребления становятся очевидными для всех. Нам говорили, что Enron и другие похожие организации — это компании будущего со сложными деривативами, которые могли застраховаться от изменений цены на нефть на протяжении целого года. Тем не менее, злоупотребления в Enron и других потерпевших крах гигантах показали, что в большинстве этих уловок не было ничего нового, за исключением использования языка самого современного финансового инжиниринга. Банкиры и профессиональные консультанты должны крайне подозрительно относиться к доходам, получаемым от пустых свопов и фиктивных сделок, преподнесению текущих издержек в качестве основного капитала или сокрытию долгов в специализированных дочерних компаниях. Когда Citibank и Morgan Stanley помогли энергетической компании создать дочерние компании, они знали достаточно, чтобы заподозрить неладное. Merrill Lynch, в фиктивной сделке, призванной повысить прибыль Enron, стала временным владельцем трех нефтяных платформ у побережья Нигерии. Банк получил обязательство от Enron, что компания выкупит платформы с наступлением нового отчетного периода. Citibank и Morgan Stanley предоставляли Enron большие суммы, а затем создавали «кредитные деривативы», разделяя ссуду на множество частей с различным уровнем риска невозвращения. Затем они продавались пенсионным фондам и институциональным инвесторам. Когда Enron обанкротился, многим инвестиционным управляющим пришлось взять на себя потери своих клиентов.

Впоследствии банки согласились с требованием Комиссии по ценным бумагам, министра юстиции и главного прокурора Нью-Йорка выплатить 1,4 миллиарда долларов штрафов и компенсаций, хотя и не признали своей вины. В нескольких случаях корпоративные клиенты и не думали вводить банки в заблуждение; напротив,

последние сами изобретали и продавали запутанные или даже мошеннические «инструменты» правонарушителям. Многие инвестиционные управляющие «обожглись» на том, что купили разрекламированные «новые финансовые продукты». Несмотря на заключение «сделки» между регулирующими органами и банками и обещание последних больше так не делать, нехватка подотчетности и регулирования, которые сделали возможным мошенничество, так и не была восполнена.

Закон Сарбанеса-Охли (2002) касался управления корпорациями, а не роли банков. Хотя руководство WorldCom, Enron и десятка других обанкротившихся корпораций было приговорено к срокам от 8 до 20 лет, роль банков в создании непрозрачных и мошеннических финансовых инструментов не была оценена по достоинству. Несмотря на то, что банки отказались признать себя виновными, инвестиционные управляющие, институты и индивиды, потерявшие десятки миллиардов долларов, подавали и иногда выигрывали частные иски по злоупотреблению доверием и со стороны финансовых советников и брокеров. Хотя сумма сделки банков с регулирующими органами в 2003 году составила всего 1,4 миллиарда долларов, они выплатили гораздо большие суммы по частным искам; к концу 2005 года было выплачено 6,9 миллиардов долларов по искам, связанным с Enron, и 6 миллиардов долларов по искам, связанным с WorldCom.

Почти во всех случаях суммарные потери от краха примерно в десять раз превышали сумму выплаченных компенсаций. Несмотря на заверения в обратном, Уолл-стрит, по-видимому, пришлось признать необходимость выплаты определенной компенсации. Но их страховщики обнаружили, что это вовсе не было попыткой загладить вину. В статье из Wall Street Journal пояснялось:

*Банки... борются за то, чтобы вернуть более 13 миллиардов долларов, которые они заплатили в виде штрафов по соглашениям и акциям регулятивных органов, связанных с мошенничеством. Они говорят, что страховые полисы, приобретенные ими в 1990-х годах, должны покрывать выплаты банков, сделанные по искам в связи с Enron и WorldCom. Swiss Reinsurance Co. и некоторые крупные страховые компании отвергают такие требования.*

Один из таких банков — Bank of America — получил страховку для покрытия исков на 100 миллионов долларов за «любые неправомерные действия, совершенные застрахованным». Подобное страхование усугубляет проблему ответственности, ограждая агента от наиболее вероятной санкции за злоупотребление служебным положением — штрафа.

Деловые скандалы отчасти объяснялись требованиями «показывать результаты», одновременно снижая прибыльность в предоставлении нефинансовых благ и услуг в основных незападных экономиках. Волна дерегулирования в 1990-х еще больше способствовала этому со скандалами, распространившимися в секторах, где контроль был устранен почти полностью — финансы, энергетика и коммуникации. Закон о судебных спорах, связанных с обращением частных ценных бумаг 1995 года, защитил от юридических претензий директоров и учредителей компаний, которые раньше делали громкие заявления и обещания. Отмена в 1999 году закона Гласа-Стиголла означала, что инвестиционные банки могут теперь заниматься брокерством или розничной торговлей, даже если в этом случае их брокеры будут участвовать в торгах, а их аналитики — оценивать активы собственного банка. Но скандалы позволили выявить основную «агентскую проблему», а именно: предательство интересов застрахованных их представителями — признак того, что я назвал «серым капитализмом». Финансовые концерны помогали директорам держаться наплаву за

счет миллионов мелких вкладчиков. Если директора стремились скрыть плохие результаты, то банки ожидали и требовали ежегодной прибыли, выражаемой двузначными числами. Инвестиционным управляющим льстило, что к ним обращались «круглые группы» инвестиционных банков, хотя они стремились понять природу «кредитных деривативов» и «облигаций, обеспеченных долговыми обязательствами», которые они покупали. С большинством денег, потерянных при таких спекуляциях, работали агенты, которые не отвечали за план держателей пенсионных полисов.

Два американских антрополога Уильям О'Барр и Джон Конли в своем первопроходческом исследовании описали типичную точку зрения директора корпорации, работающей с пенсионными средствами. Они приводят показательный диалог:

*Вы поддерживаете какой-то контакт с выгодоприобретателями от этих средств? Нет, ни с одним из них. Такого никогда не было? Вообще никогда. А как вы каждый год отчитываетесь перед ними? Все делается в соответствии с требованиями закона «О пенсионном обеспечении наемных работников». Как это выглядит? Сейчас вспомню...*

### **КАПИТАЛИСТЫ-СТЕРВЯТНИКИ**

При рассмотрении вопроса о финансировании пенсий корпорациями может сложиться впечатление, что пенсионные обязательства будут бесконечно расти. Отчасти это объясняется тем, что работники, в конечном итоге, выходят на заслуженный отдых и должны получать пенсию. Свою роль играет также растущая нервозность бухгалтеров, представителей регулирующих органов и акционеров. Многие старые компании теперь имеют гораздо больше пенсионеров, чем нынешних работников; и если средств пенсионного фонда оказывается недостаточно, пенсии становятся тяжким бременем для компании. Конъюнктура 2001–2003 годов повторяла конъюнктуру начала 1990-х, когда оргия сокращения штатов — особенно в компаниях, которые имели пенсионные планы с фиксированными выплатами, подобно американским сталелитейным корпорациям, — оставила сотни тысяч людей с мизерной пенсией. Проблемы пенсионных планов с фиксированными выплатами были серьезным фактором, тормозившим развитие американского и британского производства, поскольку предприятия в этом секторе нередко просто не имели необходимых средств для инвестирования. В конце 2004 года GM выпустила облигации, специально предназначенные для оплаты пенсий почти миллиона пенсионеров. Потеря общей кредитоспособности автогиганта привела к тому, что ее облигации через несколько месяцев превратились в ничего не значащие бумажки.

В 1974 году закон «О пенсионном обеспечении наемных работников» ввел систему страхования — Корпорацию по страхованию пенсионных пособий, которой должны были подчиняться все корпорации, использующие план с фиксированными выплатами. Те американские компании, что сталкиваются с необходимостью банкротства, просят суд перенаправить их пенсионные обязательства Корпорации по страхованию пенсионных пособий, которая начинает нести ответственность за будущие выплаты, хотя и по пониженной ставке — обычно она составляет 75 % от пенсии. Суды обычно соглашаются, если это единственный способ сохранить компанию как работающее предприятие. Фирмы с большими пенсионными обязательствами использовали угрозу конкурсного управления, чтобы добиться от профсоюзов сокращения пенсий исходя из того, что рабочие пойдут на уступки ради сохранения своих рабочих мест.

«Нехватка пенсионных средств» породила новую породу финансистов — «капиталистов-стервятников», специализирующихся на получении прибыли от фирм, обремененных большими пенсионными и медицинскими долгами, зачастую лишая работников их законных прав. (В терминах классификации Поллина и Арриги это может служить блестящим примером перераспределения в пользу капитала). Предотвращение банкротства обычно было строгой процедурой, предоставлявшей компании определенное время для приведения дел в порядок; она должна была защитить работников, среди прочего, от скорого и, возможно, ненужного банкротства. Но специалисты в использовании «проблемных активов» преследовали свои собственные и совершенно иные цели.

Появление на сцене Роберта «Стива» Миллера сопровождалось рядом корпоративных крахов. На Chrysler в 1980-х Миллер использовал угрозы кредиторов и банкиров для выбивания уступок от профсоюзов и Корпорации по страхованию пенсионных пособий. Будучи исполнительным директором Bethlehem Steel, в 2001 году он закрыл пенсионный план компании, оставив 3,7 миллиарда долларов неоплаченных долгов, которые были унаследованы Корпорацией по страхованию пенсионных пособий. Еще один финансист, Уилбур Росс, купил Bethlehem Steel и четыре другие загибающиеся сталелитейные компании, доведя их до банкротства, чтобы закрыть их пенсионные планы, а затем продать вновь жизнеспособные концерны, получив прибыль в размере 4,5 миллиардов долларов. Работники, как всегда, остались с носом. Миллер стал главой Federal Mogul, производителя комплектующих к автомобилям с предприятиями в Великобритании и Соединенных Штатах. В июле 2004 года в британском филиале этой компании было введено конкурсное управление, которое позволило успешно избавиться от пенсионных обязательств для более чем 20.000 работников и еще 20.000 в ассоциированной компании. Британское правительство выступило с протестом (и вынуждено было предложить свою собственную схему Фонда пенсионной защиты). Но еще один «стервятник» Карл Икан купил акции Federal Mogul по 20 центов на доллар, что позволило провести банкротство и списание долгов.

### ***БЕЗ «РОЗОВЫХ ОЧКОВ»***

Летом 2005 года Стив Миллер был главой Delphi, еще одной компании, раздавленной грузом пенсионных и медицинских обязательств перед своим работниками. Delphi — в прошлом подразделение GM, но отделившееся от нее в 1999 году, — была крупнейшим мировым производителем комплектующих для автомобилей, имея 50 000 работников в Соединенных Штатах и 180 000 во всем мире. При подписании контракта Миллер получил три миллиона долларов и ежегодный заработок в один миллион (после громких протестов он отказался от ежегодного жалования, но стоимость его пакета опционов так и не была раскрыта). Миллер также выплатил двадцати руководящим работникам щедрые пенсии, убедив большинство работников согласиться с серьезным сокращением — на 50 % и более — заработной платы, выплат по пенсионному и медицинскому страхованию рассказами о том, что это позволит Delphi избежать банкротства. Он говорил о работниках, получающих 65 долларов в час, хотя на деле средняя заработная плата составляла 27 долларов в час, и заявлял, что они должны зарабатывать 10–12 долларов в час. 8 октября после того, как жесткие предложения Миллера были отвергнуты Объединенным профсоюзом рабочих автомобильной и авиакосмической промышленности и сельскохозяйственного машиностроения Америки, чего он, по-видимому, и ожидал, компания начала

процедуру банкротства. Миллер настаивал на серьезном сокращении выплат, а Объединенный профсоюз этому противился.

Хотя Delphi вышел из состава GM, автомобилестроитель сохранил остаточную ответственность, оцениваемую, по меньшей мере, в 4 миллиарда долларов, а возможно, и больше — по обязательствам перед бывшими работниками. Это позволило Миллеру получить кредит от GM для поддержания Delphi наплаву и, по крайней мере, номинально, выполнять планы по пенсионным и медицинским выплатам. Уилбур Росс вновь проявил интерес к «проблемным активам» и заявил о готовности приобрести ее, скупив другие компании по производству комплектующих для автомобилей. Как заметил сам Миллер, «Уилбуру нравится инвестировать в отрасли, которые не в “моде”, а производство комплектующих для автомобилей как раз к ним относится... Но он хочет иметь активы, прошедшие через банкротство, избавленные от “розовых очков” и долгов». «Розовыми очками», конечно, была вера в прошлые обещания о безопасном будущем для работников. Описывая схожие события в Британии, Мартин Вольф выносит следующий жесткий вердикт:

*Свертывание пенсионных планов с фиксированными выплатами в частном секторе ускоряется... Как и ожидалось, с исчезновением планов появляются предложения от пекущегося только о собственных интересах руководства и тех, кто выступает от его имени... Мы наблюдаем раскручивание того, что было на самом деле если не сознательным мошенничеством, то злоупотреблением доверием в духе «заманить и подменить»: сначала предлагалась более привлекательная вещь, а затем, когда клиент собирался ее получить, она подменялась на что-то другое. Пенсионное обеспечение дает привлекательные возможности для такой игры. Целью было сохранение ценного штата сотрудников, поощрение приобретения полезных для компании специализированных умений и навыков и выплата заработной платы ниже рыночной. Разумно было пообещать компенсацию в будущем. В конце концов, все пенсии — это отсроченные компенсации. Компании участвовали в игре «заманивания и подмены»: сейчас началась подмена.*

Маневры в Delphi — это подготовка к тому, что произойдет в других местах, включая сами автокомпании во главе с GM и ее миллионной армией пенсионеров. Через десять дней после того, как Delphi начала процедуру банкротства, Объединенный профсоюз согласился с сокращением выплат на здравоохранение в GM, составившим 15 миллиардов долларов.

Собственники крупных авиакомпаний также разыгрывали карту реорганизации для предотвращения банкротства, хотя их вряд ли можно назвать жертвами глобализации — они могут приобретать топливо почти без налогов и на своих основных маршрутах они не сталкиваются с конкурентами, которые платят зарплату «третьего мира». За ними следуют автокомпании, преследуемые телекоммуникационными компаниями. Но финансисты не были единственными получателями выгоды. В октябре 2005 года Северо-западные авиалинии, попытавшись провести реорганизацию для предотвращения банкротства и обратившись в суд с просьбой аннулировать свои пенсионные обязательства, оплатили услуги восьми юридических фирм и двух консалтинговых агентств, занимающихся вопросами банкротства. Delta пошла по тому же пути, наняв семь юридических фирм и четыре фирмы, специализирующиеся на финансовых консультациях. Wall Street Journal комментировал:

*Банкротство долгое время было привлекательным для юристов, но авиакомпании являются по-настоящему золотым дном. На этой неделе четвертый ежегодный форум по реструктуризации авиакомпаний в Нью-Йорке стал саммитом, на котором юристы могут*

*делать деньги из шумихи — или, как они выразились, «партнерство с вашими клиентами для капитализации возможностей находящихся в бедственном положении авиакомпаний».*

## **КОНЮШНИ И ИМЕНЯ**

Специалисты в области проблемных активов любят использовать закрытые, частные инвестиционные средства, которые не подчиняются требованиям отчетности открытой акционерной компании. Но закрытая компания может поставить своего владельца в уязвимое положение, когда он сталкивается с долгами предприятий, где он имеет контрольный пакет. В 1992 году финансист Карл Икан, владевший контрольным пакетом Trans World Airlines, заявил о реорганизации для предотвращения банкротства. Корпорация по страхованию пенсионных пособий, понимая, что все дело в пенсионных обязательствах авиакомпании, потребовала продать имущество Икана, в том числе его любимую скаковую лошадь и дом на океанском побережье. В конечном итоге, Икан согласился выплачивать 30 миллионов долларов в год на протяжении восьми лет для покрытия пенсионного дефицита Trans World Airlines.

Ситуация повторилась в феврале 2006 года, когда Корпорация по страхованию пенсионных пособий заявила о претензиях к другому финансисту, специализирующемуся на проблемных активах. Холдинговая компания Иры Реннерт Renco владеющая (?) WCI Steel, выпустила (?) облигаций на 300 миллионов долларов, подлежащих погашению в 2004 году. Две тысячи работников и пенсионеров WCI Steel были встревожены, узнав, что дела компании плохи и что в случае банкротства дефицит пенсионного фонда составит 189 миллионов долларов. Корпорация по страхованию пенсионных пособий потребовала наложения ареста на другие активы Реннерт: в 1998 году она купила AM General — производителя Humvee и Hummer — за 133 миллиона долларов, продав в 2004 году 70 % акций за 930 миллионов долларов. На прибыль, полученную от инвестиций, Реннерт построила роскошное имение в Хэмптоне, состоящее из пяти строений с 29 спальнями и 39 ванными комнатами. В одной из статей приводилось следующее описание: «его мозаичные полы, его фрески и другая роскошь стоят 185 миллионов долларов — немного добавить и можно будет расплатиться по долгам WCI Steel». Корпорация по страхованию пенсионных пособий потребовала ареста имущества, потому что Renco была ее подлинным владельцем, владеющим более 80 % Blue Turtles, компании, которой принадлежало имение.

В прошлом инвесторы в проблемные активы покупали облигации, но теперь хеджевые фонды, вроде Xerion, Appaloosa Management LP и Mellon HBV US, проявляют живой интерес к приобретению акций и помощи в создании комитетов акционеров в таких концернах, как Mirant Corporation, US Gypsum и Impath Inc. Wall Street Journal поясняет:

*В делах о банкротстве может участвовать намного больше компаний и может сложиться новая порода инвесторов в проблемные активы. К ним относятся компании «старой экономики» с большими долгами, например, недостаточно финансируемые пенсионными планами или исками о загрязнении окружающей среды. Многие из этих компаний будут использовать банкротство, чтобы избавиться от этих долгов.*

В Британии появились свои «капиталисты-стервятники». В марте 2006 года Financial Times опубликовала статью о группе, которая приобрела контрольный пакет розничной сети Alders:



*Minerva, которая владела 60 % в Allders, когда она приступила к управлению компанией в январе прошлого года, всегда настаивала на том, что она не несет ответственность за 3.500 пенсионеров по программе пенсионного обеспечения. Но обстоятельства, связанные с крахом Allders, имевшей пенсионный дефицит в 68 миллионов фунтов, все еще рассматриваются специалистами по неплатежеспособности Kroll. Minerva заплатила 49 миллионов фунтов за Croydon — флагман сети Allders за несколько месяцев до ее краха. Ожидается, что Allders вскоре завершит процедуру банкротства, когда участники пенсионного траста смогут обратиться за помощью к государственному Фонду пенсионной защиты. Minerva пережила 18 месяцев неурядиц, связанных с... крахом Allders и заменой председателя сэра Дэвида Гаррарда Эндрю Розенфельдом, бывшим генеральным директором. На прошлой неделе стало известно, что эти люди предоставили Лейбористской партии заем на 3,3 миллиона фунтов. Вчера г-н Хасан [исполнительный директор] отверг предположения о том, что Minerva получила разрешение на строительство своей Minerva Tower в Сити благодаря этому займу.*

Кроме того, Даунинг-стрит еще и сделала Гаррарда кандидатам на звание пэра. Если в США партийные доноры рассчитывают влиять на законодательство, в Британии они сами могут стать законодателями, хотя в этом случае неожиданная огласка «взятки за звание» в марте 2006 года спутала все карты.

### ***АФЕРЫ И СКАНДАЛЫ***

В 2001–2005 годах корпоративные скандалы были на время забыты, когда выяснилось, что основные финансовые институты — крупные инвестиционные банки, взаимные фонды и страховые дома — были соучастниками корпоративных преступлений и сами занимались инсайдерской торговлей, «откатами» и выкачиванием прибыли из компаний без ведома акционеров. Раскрытие этих злоупотреблений после того, как пузырь цен на акции лопнул, привело к соглашениям, по которым финансовому сектору пришлось выплатить миллиарды долларов штрафов регулирующим органам и компенсаций отдельным клиентам. «Закон Мартина», принятый в 1921 году после того, как сотни тысяч вкладчиков потеряли свои сбережения в знаменитой пирамиде Чарльза Понци, позволял генеральному прокурору штата Нью-Йорк не только возбуждать дела против подозрительных финансовых органов, но и обыскивать их офисы без предупреждения и проводить выемку документов. Как мы видели, закон Сарбанеса-Оксли 2002 года во многом игнорировал финансовый сектор, но нынешний генеральный прокурор штата Нью-Йорк Элиот Шпицер воспользовался своими полномочиями, чтобы получить и обнародовать внутренние документы и электронную переписку ведущих концернов Уолл-стрит, показав вереницу злоупотреблений в брокерстве, извещениях об инвестировании и услугах инвестиционных управляющих, предлагаемых инвесторам финансовыми домами. Некоторые из этих злоупотреблений подпадают под первую категорию финансовой прибыли у Арриги и Поллина: группы капиталистов, получающие прибыль за счет других капиталистов, в дополнение ко второй категории, когда прибыль получается капиталистами в целом.

Документы, полученные Шпицером, показали, как аналитики повышали стоимость акций компаний, с которыми вел дела их банк. В практике, известной как «прикорм», банки, гарантирующие первичное размещение акций, распределяли транш по цене продавца — обычно очень низкой — среди руководства компаний, чей бизнес они хотели привлечь. От злоупотреблений пострадали также семь триллионов долларов взаимных фондов. Номинально принадлежащие инвесторам, взаимные фонды на самом деле находятся в управлении финансовой корпорации: финансовый дом создает фонд и избирает его директоров. Многие фонды предоставляли привилегированным

клиентам возможность «поздней продажи» по «старым ценам», благодаря чему эти клиенты, главным образом хеджевые фонды, могли заключать сделки с взаимными фондами после закрытия рынка по последней цене, имея возможность использовать свежие новости с других фондовых бирж. Другой распространенной практикой было предоставление разрешения взаимными фондами аналитикам, определяющим оптимальное время продаж, покупать сразу после завершения с целью продажи на следующий день. Шпицеру помогали в его расследовании работы академических исследователей, озадаченных такой низкой прибылью во взаимных фондах. Эрик Зицевич из Стэнфорда провел строгий экономический анализ большого объема информации о взаимных фондах и на основании закономерностей колебания цен и коммерческой информации пришел к выводу о необходимости постоянного ведения масштабной торговли по «старым ценам».

После расследования Комиссия по ценным бумагам выяснила, что половина из 88 опрошенных взаимных фондов, на которые приходилось 90 % всего рынка взаимных фондов, позволяла «выбирать время» для операций, а четверть брокерских фирм, продававших взаимные фонды, позволяла отдельным клиентам заключать поздние сделки. Республиканский сенатор Питер Фицджеральд описал эту отрасль как «крупнейшую в мире организацию, уклоняющуюся от уплаты налогов». Шпицер пришел к выводу, как стало ясно на слушаниях в конгрессе, что корнем проблемы была фальшивая структура взаимных фондов с фиктивными советами директоров. Однако Шпицер не в силах был провести структурное преобразование.

Следующей целью генерального прокурора стал «большой рейд» на страхование, и вновь он метил в действительно крупную рыбу. В октябре 2004 года он заявил, что «во многих случаях» члены правления Marsh and McLennan, крупнейшего страхового брокера в мире, поощряли коллег из American Insurance Group, крупнейшего американского коммерческого страховщика, делать фальшивые предложения, устанавливая такую цену, чтобы казалось, что Marsh, делая своим клиентам более выгодное предложение, лучше отвечал их интересам. Это была, как сказал Шпицер, «мошенническая схема». Расследование также выявило практику «конечного страхования», когда компании заключали соглашение со страховщиком, чтобы гарантировать доплату, если им не удастся получить намеченный доход. Это не только осложняло оценку работы компании для акционеров, но и делало ее накладным занятием. Следствие велось и в отношении других страховых компаний, в том числе Ace and General Re, страхового отделения Berkshire Hathaway Уоррена Баффита. В 2004 году комиссия по ценным бумагам обвинила American Insurance Group в широкой продаже «сокращающих потери» продуктов и не входящих в балансовый отчет «специализированных дочерних предприятий», которые могли скрывать непогашенные кредиты и другие долги.

### ***ФИНАНСИАЛИЗИРОВАННОЕ БУДУЩЕЕ?***

Всякое описание нового мира финансов рискует впасть в неолуддизм — отношение к финансам как к области обмана и уловок. Финансовые техники, используемые хеджевыми фондами или финансовыми департаментами крупных корпораций, вовсе не предназначены для каких-то сомнительных целей. Использование деривативов для того, чтобы оградить от потерь валюту или колебания процентной ставки, обычно направлены на уменьшение неопределенности. Возможно, это и позволяет создать сбалансированный портфель. Но хеджевые фонды, финансовые дома и бухгалтеры

всегда выходят за рамки таких скучных процедур. Они не ограничиваются простыми «ванильными свопами» скажем, заменой колеблющейся процентной ставки фиксированной, а предлагают клиентам возвратный лизинг с продажей в свопе, чтобы одурачить регулирующие и налоговые органы, а также акционеров. Хотя финансовый инжиниринг может приносить большую выгоду тем, кто им занимается, многие наиболее характерные средства не имеют никакого отношения к улучшению показателей и целиком сводятся к играм с налоговыми органами или акционерами. Точно так же хеджевые фонды часто используют определенные рычаги (заимствованные деньги или активы) для увеличения своей прибыли от сделок, но при этом повышают уязвимость своих клиентов. Те, кто покупает активы, рискуют потерять то, за что они заплатили. Те, кто покупает деривативы, сталкиваются с риском неограниченных потерь. Едва спасенный от краха в 1998 году фонд Long Term Capital Management, поддерживаемый центральными банками и имеющий блестящие кадры, служит иллюстрацией подобных опасностей.

Финансиализация определяется использованием сложных математических методов распределения и хеджирования риска, поэтому может показаться, что такие инструменты сами по себе составляют важную часть проблемы «серого капитализма». Но это было бы ошибкой. Более тщательного подхода к расчету рисков часто бывает достаточно, но проблемы возникают вследствие самой структуры «серого капитализма». В сегодняшнем крайне финансиализированном мире потенциально системная угроза, наподобие той, что имела место в случае с Long Term Capital Management, вполне может появиться вновь, но она, скорее, будет следствием плохих институциональных структур, чем несовершенных расчетов. После краха Enron и WorldCom не было выполнено множество производных обязательств; но самые серьезные проблемы возникли у пенсионных фондов, которые вложили капитал в акции и финансовые инструменты, предлагавшиеся этими концернами. Схожие последствия наступили в 2005 году после объявления о банкротстве Refco, крупнейшего американского фьючерсного трейдера, когда выяснилось, что организация, принадлежавшая одному из руководителей, была должна компании 300 миллионов долларов с 1998 года. Этот человек использовал небольшой хеджевый фонд для того, чтобы помочь скрыть такие долги. Но финансовая манипуляция, которую он совершил, была невероятно простой — долг просто крутился по трем счетам с различными отчетными периодами, одна из древнейших уловок, известных финансовой истории. Это мошенничество стало возможным из-за готовности уважаемых юристов и бухгалтеров подготавливать и одобрять циклические платежи. Пошедший на это руководитель завоевал доверие своих коллег благодаря своему доступу к средствам Пенсионного фонда австрийских рабочих BAWAG, который понес серьезные убытки. С другой стороны, партнеры Refco без труда могли разобратся с такими проблемами.

Вообще, как утверждают Эдвард ЛиПума и Бенджамин Ли, использование деривативов в современной финансиализации нацелено на получение краткосрочной прибыли за счет того, что может принести социальную выгоду в долгосрочной перспективе. Хеджевые техники позволяют добиться большей отдачи от капитала, но итоговую выгоду получают, прежде всего, финансовые посредники, особенно те, что имеют доступ к огромным вычислительным мощностям и привилегированным финансовым сетям. Как мы видели, финансиализированный мир предполагает сбрасывание обязательств в области пенсионного обеспечения и здравоохранения, в то время как сбережения миллионов людей идут на кредитование деривативов или хеджевых

фондов, которые могут получить краткосрочную прибыль, но остаются уязвимыми для деловых циклов в более долгосрочной перспективе. В спекулятивном процессе крупные финансы опасны для мелких вкладчиков и безденежных корпораций. В прошлом крупные банки могли вырастать за счет сбережений «маленького человека», потому что они обладали большими резервами и лучшей информацией. Сегодня мелкие вклады в пенсионных фондах, страховании и «взаимных» фондах играют роль маленького человека. Работники могут владеть значительной частью производственных активов, но при этом они неизбежно оказываются уязвимыми для более информированных и проворных хеджевых фондов и других финансовых домов.

Поскольку финансиализация не связана с макрополитикой или стратегией, она зачастую играет важную роль в сдерживании роста. Бум сходит на нет, когда его направляют на краткосрочные спекуляции и арбитраж, а не на долгосрочные инвестиции. Устойчивый рост требует инфраструктурных и образовательных инвестиций, которые окупаются через десятилетия. Хотя арбитраж может помочь в определении и устранении чрезмерных расходов, при отсутствии контроля над ним могут быть упразднены все долгосрочные проекты. Во время прежних бумов велось строительство железных дорог и шоссе между штатами, но событиям 1980–1990-х годов на фондовой бирже недоставало верности своему делу и дальновидности Генри Форда и других основателей индустриализма или Джона Мейнарда Кейнса и других архитекторов послевоенного бума. На самом деле инвестиционный толчок бума 1990-х годов был настолько слабым, что даже не позволил завершить создание широкополосной сети. Отчасти проблема была в том, что руководители пенсионных фондов хотели делать такие инвестиции, которые приносили бы немедленную прибыль и которые могли бы без труда превратиться в наличные. Это, в свою очередь, было следствием методов учета, которые требовали, чтобы активы каждый год «переоценивались по рынку».

В середине 1990-х годов Джованни Арриги предупреждал, что у финансовой экспансии будет иметься еще один серьезный изъян, связанный с тем, что вместо роста производства, коммуникаций или торговли произойдет обогащение лишь незначительной части населения, которое не позволит создать широкую базу для жизнеспособного массового спроса. Кевин Филипс подтвердил, что финансиализация создала крайнее неравенство, так как прибыль направлялась на личное обогащение, а не на производительные инвестиции. Приток иностранных инвестиций может скрыть возникающий дисбаланс; рост персональных долгов может предотвратить колебания внутреннего спроса в краткосрочной перспективе; в 2000–2005 годах доверие потребителей поддерживалось бумом цен на жилье и бушевским сокращением налогов. Но раздувание государственных и частных долгов и слабое оживление не снимает будущих проблем и создает трудности для производителей.

Вот как описывал Рудольф Гильфердинг рождение финансового капитала почти сто лет тому назад:

*Банк может сравнительно безопасно использовать большие ресурсы капитала и свое общее видение рынка для участия в спекуляциях с выгодой для себя. Его многочисленные связи, охватывающие множество рынков по сделкам на срок, и его знание рынка позволяют ему проводить арбитражные операции, которые приносят огромную прибыль благодаря масштабу, в котором они проводятся.*

Он говорил о рынках по сделкам на срок (фьючерсных рынках): рынках зерна, свинины, нефти и металлов, возможности же арбитража ограничивались ростом картелей. Феномены, рассмотренные мною, связаны с миром пост-«монополистического капитализма», и они представляют собой новое проявление основных движущих сил капитализма, но в измерении, включающем не просто товары, но и личные долги, всевозможные закладные, валютные контракты, корпоративные ценные бумаги и свопы.

Описанное показывает, что финансовая прибыль в последнее десятилетие главным образом принимала форму отказа от обещаний, которые делались работникам — эксплуатация во времени, — эрозии небольших капиталов крупными и недобросовестными инвестиционными менеджерами и поглощением мелких рыбешек акулами индустрии финансовых услуг. Незначительная прибыль от перераспределения капитала вследствие более высокой оценки рисков направлялась в производство. Финансовая прибыль вызвала взлет цен на недвижимость и стремительное развитие сектора предметов роскоши. Масса работников и потребителей еще глубже погрузилась в долги. Внутреннее неравенство сочеталось с ростом международных диспропорций и притоком иностранного капитала, покрывающим дефицит платежного баланса Соединенных Штатов. Со слабеющим долларом, шоком цен на нефть и ростом процентной ставки американские домохозяйства — главные потребители — скорее всего, посчитают такое бремя слишком тяжелым. Финансиализация способствует этому искаженному перераспределению доходов, которое завершится кредитным кризисом.

*Перевод с английского Артема Смирнова*