

ДЖОН БОГЛ

ДЕРЖИТЕСЬ КУРСА

«Богл — один из самых
проницательных людей
в мире финансов».

Нассим Н. Талеб,
доктор философии, автор
книги «Черный лебедь»



КАК ОСНОВАТЕЛЬ **Vanguard**
СОВЕРШИЛ ИНДЕКСНУЮ РЕВОЛЮЦИЮ
НА УОЛЛ-СТРИТ



БОМБОРА
ИЗДАТЕЛЬСТВО

Джон К. Богл
Держитесь курса. Как
основатель Vanguard
совершил индексную
революцию на Уолл-стрит
Серия «Биржевые короли.
Профессиональные принципы
выдающихся финансистов»

*http://www.litres.ru/pages/biblio_book/?art=68461018
Держитесь курса. Как основатель Vanguard совершил индексную
революцию на Уолл-стрит: Эксмо; Москва; 2022
ISBN 978-5-04-177364-9*

Аннотация

Можно ли из официанта и почтальона на полставки вырасти в основателя инвестфонда, у которого под управлением 5 триллионов долларов?

Да. Нужно просто держаться курса и не сворачивать с выбранного пути, как однажды и решил легендарный инвестор Джон Богл. Идеалист-мечтатель и упорный трудяга. «Безумный

глупец», сражавшийся за лучший финансовый мир и прибыль инвесторов с жадным спекулятивным рынком ценных бумаг.

Эта книга –

- история одной революционной дипломной работы выпускника Принстонской школы;
- руководство для всех, кто ищет надежный способ «сохранить и приумножить» на фондовом рынке даже в неопределенные времена;
- автобиографичная сага о вере в себя;
- философская проповедь о главных ценностях жизни.

В формате PDF A4 сохранен издательский макет книги.

Содержание

Об авторе	6
Отзывы о книге «Держись курса»	8
Посвящение	12
На пороге девяностолетия	13
О книге «Держись курса»	15
Содержание книги	17
Стремление к максимальной точности	19
Предисловие	21
Часть I	38
Глава 1	38
Глава 2	48
Глава 3	60
Конец ознакомительного фрагмента.	65

Джон Богл

**Держитесь курса. Как
основатель Vanguard
совершил индексную**

революцию на Уолл-стрит

Copyright © 2019 by John C. Bogle.

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

© Медведь О., перевод на русский язык, 2022

© Оформление. ООО «Издательство «Эксмо», 2022

* * *

Об авторе

«Если бы кому-нибудь когда-нибудь пришло в голову воздвигнуть памятник в честь человека, который больше всех сделал для американских инвесторов, выбор должен был бы пасть на Джона Богла».

– **Уоррен Баффетт**, председатель правления Berkshire Hathaway

«Джон Богл сделал потрясающую карьеру, пройдя длинный путь от одинокого бунтаря до знаменитости уровня прославленной рок-звезды. Предложенная им концепция индексного фонда и ее дальнейшее развитие в корне изменили мир инвестиций как для индивидуальных, так и для корпоративных инвесторов. На сегодняшний день благодаря Джону бесчисленные миллионы людей владеют паями в индексных фондах».

– **Дэвид Ф. Свенсен**, генеральный директор по инвестициям Йельского университета

«Джон Богл для мира финансов – то же самое, что Гутенберг для книгопечатания, Генри Форд для автомобилестроения и Шекспир для английского языка».

– **Уильям Дж. Бернстайн**, автор бестселлера «Манифест инвестора: готовимся к процветанию, потрясению и

остальному»¹

«Через 100 лет историки будут помнить только двух инвесторов нынешних времен: Уоррена Баффетта и Джона Богла. А какие же две книги они все еще будут читать? «Библию инвестора» Баффетта, «Разумного инвестора» Бена Грэма... ну, и все написанное Джоном Боглом. В мире инвестиционных лис Джон остается стойким инвестиционным ежом».

– **Стив Гэлбрейт**, управляющий Kindred Capital

«Джон Богл дал инвесторам всего мира больше мудрости и здравого смысла в финансовых вопросах, нежели любой другой человек за всю историю существования финансовых рынков».

– **Артур Левитт**, бывший председатель SEC

«Джон Богл – один из самых проницательных людей в мире финансов».

– **Нассим Н. Талеб**, доктор философии, автор книги «Черный лебедь»²

¹ Уильям Бернстайн. Манифест инвестора: готовимся к потрясениям, к процветанию и ко всему остальному. М.: Альпина Паблишер, 2020.

² Нассим Талеб. Черный лебедь. Под знаком непредсказуемости. М.: КоЛибри, 2016.

Отзывы о книге «Держись курса»

«Только один человек на свете мог создать Vanguard, и только один человек на свете мог написать эту книгу. И я чрезвычайно признателен Джону как за первое, так и за второе. Благодаря ему инвестирование для многих людей навсегда (и весьма существенно) изменилось к лучшему. Прочитайте рассказ самого Джона о том, как все это происходило».

– **Клиффорд Эссес**, основатель и управляющий AQR Capital Management, LLC

«Джон Богл, возможно, сделал для индивидуального инвестора больше, чем любой другой житель нашей планеты. Его конструктивные идеи и неослабевающее упорство произвели настоящую революцию в отрасли взаимных инвестиционных фондов, навсегда изменив ее к лучшему. И все же для меня главным проявлением величия этого человека было его безудержное стремление служить для всех нас вдохновенным учителем. Богл отдал размышлениям на тему инвестирования почти 70 лет своей жизни, и в каждом его тщательно подобранном слове просвечивает пронизательный разум и безграничная мудрость».

– **Джим Коллинз**, автор бестселлера «От хорошего к ве-

ликому»³, соавтор бестселлера «Построенные навечно»⁴

«Получить пропуск в закулисы разума и мотивации человека, демократизировавшего мир финансов, – великая привилегия, и именно ее дает нам эта замечательная книга. Джон Богл сильнее, чем кто-либо другой во всем мире, улучшил жизнь миллионов инвесторов, позволив нам накапливать и инвестировать средства в свое будущее с наименьшими затратами; благодаря ему мы действительно можем четко держаться выбранного курса. Я не припомню ни одной истории, более важной для читателя, и Джон рассказывает ее на редкость увлекательно».

– **Эндрю У. Ло**, профессор финансового факультета им. Чарльза и Сюзан Харрис Массачусетского технологического института, автор книги «Адаптивные рынки»⁵

«Джон Богл – человек с миссией.

Я долгое время считал, что убедить истеблишмент Уолл-стрит обеспечивать и индивидуальных инвесторов, и инвестиционные учреждения практическими и экономическими инструментами, позволяющими им угнаться за фондовыми рынками, – это практически “невыполнимая задача”.

Но Джон Богл справляется с ней, книга за книгой, коих

³ Джим Коллинз. От хорошего к великому. Почему одни компании совершают прорыв, а другие нет... М.: Манн, Иванов и Фербер, 2020.

⁴ Джим Коллинз, Джерри Поррас. Построение навечно. Успех компаний, обладающих видением. М.: Манн, Иванов и Фербер, 2018.

⁵ Эндрю Ло. Теория адаптивного рынка. Финансовая эволюция со скоростью мысли. М.: Смарт Ридинг, 2020.

в общей сложности двенадцать. Всем известно, что даже самому проницательному в мире инвестору редко, крайне редко удается из года в год опережать средние показатели фондового рынка. И эти попытки всегда обходились весьма дорого, ведь плата за управление высока и активный трейдинг всегда сопряжен с затратами.

Но Джон Богл выиграл это очко. Сегодня “индексирование” уверенно доминирует в инвестиционном мире. И вот теперь Джон решил сказать нам свое напутственное слово; эта книга – сага о целеустремленном мальчишке, семья которого с трудом сводила концы с концами, а он шаг за шагом добивался успеха: сначала в престижной школе-интернате, затем в Принстонском университете, а потом и в мире инвестиций, и по ходу дела сумел выйти победителем из борьбы как с инвестиционным истеблишментом, так и с врожденными проблемами с сердцем.

В книге “Держись курса” обо всем этом рассказывается в более широкой перспективе. Первые битвы Богла на профессиональном и личном фронте, как выигранные, так и проигранные, со временем уступают место более серьезным обязательствам: перед семьей, перед большими и малыми сообществами, перед страной в целом».

– **Пол А. Волкер**, председатель совета Федеральной резервной системы в 1979–1987 годах, автор книги «Keeping at It» («Держись за это»)

«Я проработал в совете директоров Vanguard 28 лет и мо-

гу уверенно засвидетельствовать, что любой вопрос, обсуждавшийся нашим советом, всегда разрешался использованием одного простого критерия: полезна такая политика индивидуальному акционеру или же вредит ему? Учитывая это, стоит ли удивляться, что Джона Богла называют “лучшим другом индивидуального инвестора”?»

– **Бертон Дж. Мэлкиел**, почетный профессор экономики Принстонского университета, в прошлом председатель Chemical Bank, автор бестселлера «Случайная прогулка по Уолл-стрит»⁶

⁶ Бертон Мэлкиел. Случайное блуждание на Уолл-стрит: испытанная временем стратегия успешных инвестиций. М.: Попурри, 2020.

Посвящение

Посвящается всем замечательным людям, которые помогли мне найти свой путь в жизни: моим предкам и моим потомкам; учителям и наставникам; коллегам, которые поддерживали меня на протяжении долгой карьеры; акционерам Vanguard, которые вдохновляли меня (и платили мне зарплату!); и моим друзьям из самых разных слоев общества.

На пороге девяностолетия

Даже сейчас, приближаясь к 90-му году пребывания на этой Земле, я стараюсь следовать великолепному совету великого шотландца Сэра Гарри Лаудера (1870–1950 годы):

Всегда держись верного курса

А дорога твоя непростая
и, даст Бог, будет очень длинна.
Книгу жизни неспешно листаешь,
что и счастья, и горя полна.
Если сердцем открыт ты и честен,
то не станешь топтаться на месте.

На препятствия смотришь без дрожи.
С доброй мыслью и целью – вперед!
Ни гора тебя точно не сможет
тормознуть, ни вода и ни лед.
И пусть мужество, все нарастая,
путеводной звездой тебе станет.

Держись верного курса ты строго,
до конца различай ты свой путь, и,
коль расходится где-то дорога,
ошибиться не смей на распутье.
Путь к счастливой обители сложен,

и растет с каждым днем усталость,
но коль скоро пройти его сможешь,
то найдешь все, о чем мечталось.

О книге «Держись курса»

В книге рассказывается о том, как началась моя карьера, как она резко оборвалась и что случилось после того, как я ее возобновил. Это история о творчестве и инновациях, о победах и поражениях, о смехе и слезах, о чистой случайности и о чистом везении, о приверженности высоким ценностям, о решимости, упорстве и строптивости. И все это – во имя служения инвесторам, как крупным, так и малым; все только ради того, чтобы бережливые люди получали, напрямую или через планы накопления сбережений своих работодателей, справедливую долю доходов на их инвестиции, обеспечиваемых финансовыми рынками.

А еще эта книга рассказывает о революции. Нет, в ней нет радикалов, швыряющих в толпу коктейли Молотова. Она об одном-единственном человеке с идеей, в корне изменившей мир финансов; речь идет об идее взаимного (или, как его называют в России, паевого) индексного инвестиционного фонда. Сегодня она распространилась по всему миру, словно мем, став, возможно, даже чем-то вроде религиозной секты. Это настоящая индексная революция, и ее безусловным лидером была и остается компания Vanguard.

Сколько себя помню, я использовал фразу «держись курса» для убеждения инвесторов вкладывать средства на долгосрочной основе и не позволять себе постоянно отвлекать-

ся на «шум и ярость» фондового рынка. Как вы увидите в книге, эти слова стали также моим девизом при создании и становлении Vanguard; мы твердо придерживались единой выбранной долгосрочной бизнес-стратегии и благодаря этому преодолевали все невзгоды и трудности на своем пути; ничто не смогло остановить наш прогресс.

Содержание книги

Сердцем этой книги является Часть I, «История Vanguard». История эта представлена в более-менее хронологическом порядке. Начинается она со времени моей учебы в частной школе «Академия Блэр» и в Принстонском университете, затем повествует о первых годах работы в Wellington Management Company и далее – о моем взлете на лидерские позиции и о последовавшем за ним крахе; о том, как в 1974 году мою карьеру спасло создание инвестиционной компании Vanguard, а вскоре после этого, в 1975 году, одноименного индексного фонда. Взаимная (коллективная) структура и индексная стратегия Vanguard бросили вызов условностям и традициям; именно они в совокупности со временем обеспечили нам статус крупнейшего комплекса взаимных фондов во всей отрасли.

В процессе чтения книги вы вместе со мной пройдете через целый ряд наших «вех». Это ключевые события, без которых «скелетная» структура компании Vanguard никогда не превратилась бы в полноценный инвестиционный комплекс, коим она является сегодня. На сегодняшний день Vanguard занимается и администрированием, и маркетингом, и распространением, и управлением инвестициями, что позволяет ей успешно соперничать с другими гигантами отрасли. Без такой трансформации компания просто не имела бы шансов

в жесткой ценовой конкуренции, буквально пронизывающей всю современную индустрию индексных фондов.

В Части II рассказывается история основных фондов Vanguard, в том числе Wellington Fund, а также наших индексных фондов, Windsor, PRIMESAP и фондов облигаций. В Части III я размышляю о том, что ждет мир управления инвестициями в дальнейшем, и описываю некоторые важные изменения, которые предвижу в ближайшие годы.

В Части IV я перехожу от обсуждения чисто финансовых тем к своего рода мемуарам (в довольно необычном, кстати, формате!), к личным размышлениям о жизни и принципах, которым я старался служить по мере сил и способностей; найдется там и пара-другая незабываемых цитат, связанных с особенными для меня воспоминаниями.

Думаю, книга «Держись курса: история Vanguard и индексной революции» будет интересна инвесторам, историкам мира финансов, предпринимателям всех мастей, бизнесменам, ученым, студентам, да и любому читателю, которому нравятся хорошие истории со счастливым концом.

Стремление к максимальной точности

Я решил написать историю Vanguard и индексной революции отчасти потому, что жил ими и возглавлял их, а отчасти потому, что из всех людей, участвовавших в этой длинной саге Vanguard с самого начала, до сегодняшнего дня дожил только я. Мне изо всех сил хотелось быть максимально объективным (впрочем, вы имеете полное право в любой момент оспорить это заявление!) и оперировать фактами, сохранившимися в моих документах и в моей памяти и подкрепленными записями, которые я вел на протяжении всего своего долгого пути.

Однако следует отметить, что мне пришлось писать книгу без доступа к основным первоисточникам. Мой запрос на ознакомление с корпоративными протоколами взаимных фондов Vanguard за весьма длительный период, когда я занимал пост председателя правления компании, был отклонен, и нынешний совет директоров окончательно ратифицировал это решение. Конечно, столь непостижимый уму отказ мог отвлечь меня от написания книги. Но я в очередной раз сказал себе держаться курса и не сворачивать с выбранного пути.

Некоторые люди (Майкл Нолан, Эмили Снайдер, Кэти

Юнкер) помогали мне в работе над этой книгой, а другие (Клифф Эссес, Эндрю Кассель, Эндрю Кларк, Рэйф Сагалин, Билл Фаллун и особенно Мони Хардвик и Сьюзан Сера) любезно предоставили свои отзывы и комментарии о ней. Пользуясь случаем, хочу поблагодарить каждого из них.

А в заключение отмечу, что эта книга – выражение моей личной позиции, и нынешнее руководство Vanguard может их не разделять.

Наслаждайтесь!

Д. К. Б.

1 сентября 2018 года

P. S. Вся исходная информация, подтверждающая данные, представленные в этой книге, доступна в электронном виде на сайте www.johncbogle.com.

Предисловие

Бертон Малкиел

Написать предисловие к истории такого уникального финансового института, как компания Vanguard, – величайшая честь для меня. Приходится признать, очень многие финансовые учреждения, называющие себя «взаимными», взаимны только по названию. Но Vanguard, детище Джона Богла, действительно взаимна, и взаимна на практике. Ее фонды принадлежат тем, кто доверил ей свои деньги и управляет компанией исходя из интересов пайщиков (акционеров фондов). Все «доходы» возвращаются владельцам акций в форме сниженной комиссии фондов, а новые инвестиционные инструменты разрабатываются и внедряются, только если они обещают принести реальную пользу инвесторам.

Я проработал в совете директоров Vanguard 28 лет и могу уверенно засвидетельствовать, что любой вопрос, обсуждавшийся нашим советом, всегда разрешался использованием простого критерия: полезна такая политика индивидуальному акционеру фондов или же вредит ему? Учитывая это, стоит ли удивляться, что Джона Богла называют «лучшим другом индивидуального инвестора»? Но, наверное, мой любимый отзыв о Джоне принадлежит группе его верных последователей на форуме Bogleheads и касается идей Богла в

отношении инвестирования. Звучит этот отзыв так: «Если некоторые основатели взаимных фондов стремились зарабатывать миллиарды, то Джон создал Vanguard для того, чтобы исправить эту ситуацию».

И он ее исправил, да еще как! В отрасли, печально известной непомерно высокой платой за управление, Vanguard неизменно взимала самую низкую. Более того, компания управляла и управляет своим комплексом фондов так, чтобы любая экономия средств возвращалась пайщикам, а вознаграждение управляющего неуклонно снижалось. Исследование, проведенное лично Джоном, ясно показало, что плата за управление инвестициями является важнейшим фактором, определяющим доходности фондов. Так что, если вы хотите быть акционером взаимного фонда с доходностью из наивысшего квартиля, то, очевидно, вы с наибольшей вероятностью достигнете этой цели, приобретя долю в фонде с платой за управление из нижнего квартиля⁷. Как на редкость остроумно заметил Джон: «Это бизнес, в котором получаешь то, за что НЕ платишь».

Но следует сказать, что огромный коммерческий успех Vanguard – сегодня эта компания управляет фондами на сумму более 5 трлн долларов – лишь отчасти объясняется низкими вознаграждениями для менеджеров⁸. Vanguard также на

⁷ Нижний квартиль – 25 % выборки фондов с наименьшими комиссиями. Иначе говоря, четверть самых «дешевых» фондов. – Прим. науч. ред.

⁸ Последняя доступная оценка еще выше – 7,2 трлн долларов (на апрель 2022).

удивление новаторски подходит к созданию все новых финансовых инструментов, призванных улучшить обслуживание инвесторов с разными целями и в разных обстоятельствах.

Например, компания первой предложила фонды не облагаемых налогом облигаций с тремя разными сроками погашения: коротким, средним и долгим. Затем применила эту же концепцию к налогооблагаемым облигациям. И создала первый индексный фонд полного рынка облигаций, а потом – первый сбалансированный индексный фонд, в котором облигации объединяются с акциями. А еще, неуклонно стремясь к снижению затрат, Vanguard учредила ряд фондов Admiral. И даже положила начало популярному ныне методу факторного инвестирования, создав в 1992 году первый фонд стоимости.

Но все эти нововведения, безусловно, меркнут перед самым важным – перед первым индексным фондом, основанным Vanguard и доступным любому инвестору. На мой взгляд, это важнейшая финансовая инновация из всего, что сегодня предлагается индивидуальному инвестору.

Приходится признать: к финансовым инновациям нередко относятся негативно. Обычно их связывают с финансовым инжинирингом и сложными производными инструментами, которые толком не понимают даже их создатели и ко-

торые, конечно же, неверно интерпретируются и рейтинговыми агентствами, и инвесторами. Все это и действительно привело к крайне негативным последствиям, причем не только для незадачливых частных инвесторов, но и для глобальных финансовых институтов, понесших огромные потери. Появление на рынке сложных ценных бумаг с ипотечным покрытием способствовало надуванию огромного «пузыря» на рынке жилья. А когда этот «пузырь» лопнул, началась резкая рецессия, практически обрушившая мировую финансовую систему. Так что враждебность к подобного рода финансовым технологиям вполне понятна и объяснима, и неудивительно, что многие обозреватели считают банкоматы единственной стоящей финансовой инновацией XX века.

Мы, безусловно, согласны с тем, что не все финансовые инновации принесли пользу обществу и что некоторые из них были в самом деле токсичными. Но было бы серьезной ошибкой клеймить все новые финансовые инструменты как нечто малополезное, а то и вовсе вредное. Я убежден, что индексный фонд, бесспорно, является важнейшей финансовой инновацией нашего времени и что он принес огромную пользу, в частности, индивидуальному инвестору, который, сэкономив некоторые средства, инвестирует их в целях пенсионного обеспечения.

Индексные фонды, которые просто покупают и держат все акции, входящие в широкий индекс фондового рынка, гарантируют своим инвесторам доходность, генерируемую

этим рынком. Поскольку оборачиваемость активов в них сведена к минимуму, они минимизируют издержки трейдинга и чрезвычайно эффективны с точки зрения налогообложения. Сегодня долю в индексном взаимном и биржевом фонде можно приобрести с уровнем расходов, близким к нулю; это первые в истории финансов инструменты, позволяющие инвестору практически целиком получать доход, приносимый рынком.

Согласно исследованию Standard & Poor's за 15-летний период, закончившийся в 2017 году, более 90 % активно управляемых фондов не дотягивали до своих эталонных индексов (их называют бенчмарками). Средняя доходность такого фонда была ниже эквивалентного ему индексного собрата на целый процентный пункт в год. Иными словами, индексные фонды обеспечивают инвестору не среднюю доходность, а доходность из верхнего дециля. Это, по сути, идеальный инструмент для инвестирования сбережений и получения максимально возможного дохода.

Когда Джон Богл создал First Index Investment Trust (оригинальное название нынешнего Vanguard 500 Index Fund), профессиональное инвестиционное сообщество встретило его детище насмешками. Как только его не обзывали: и «безумием Богла», и предприятием, «обреченным на провал», и даже чем-то «неамериканским». Даже сам Джон не мог тогда предположить, что First Index Investment Trust и его собрат Total Stock Market Fund станут двумя крупнейшими

взаимными инвестиционными фондами в мире. Зато он точно знал, что это нововведение восстановит наконец справедливость по отношению к рядовому инвестору; что комплексом Vanguard управляют исключительно во благо тех, кто доверил ему свои деньги, и что все это многократно улучшает перспективы финансовой безопасности миллионов вкладчиков.

Представим себе гражданина со скромным достатком, который в первые дни существования индексного фонда Vanguard 500 Index Fund, то есть, в конце 1977 года, инвестировал в него 500 долларов, а затем каждый месяц добавлял по сотне. Далее в таблице представлены результаты такого инвестирования на конец 2017 года. Как мы видим, при самых скромных вложениях у счастливчика скопилась на этот момент очень неслабая заначка на «черный» день – 0,75 млн долларов. А если бы он сэкономил по 150 долларов в месяц, то стал бы миллионером. Неудивительно, что индексный фонд называют «лучшим другом инвестора», а Джона – «величайшим защитником прав инвесторов, когда-либо украшавших эту отрасль».

Таблица № 1.

Иллюстрация наращивания капиталовложений в Vanguard 500 Index Fund путем инвестирования фиксированной суммы через регулярные промежутки времени

На 31 декабря	Суммарные затраты по совокупным инвестициям	Суммарная стоимость приобретенных акций
1978	\$1600	\$1669
1979	\$2800	\$3274
1980	\$4000	\$5755
1981	\$5200	\$6630
1982	\$6400	\$9487
1983	\$7600	\$12783
1984	\$8800	\$14864
1985	\$10000	\$20905
1986	\$11200	\$25935
1987	\$12400	\$28221
1988	\$13600	\$34079
1989	\$14800	\$46126
1990	\$16000	\$45803
1991	\$17200	\$61010
1992	\$18400	\$66817
1993	\$19600	\$74687
1994	\$20800	\$76779
1995	\$22000	\$106944
1996	\$23200	\$132768
1997	\$24400	\$178217
1998	\$25600	\$230619
1999	\$26800	\$280565
2000	\$28000	\$256271
2001	\$29200	\$226622
2002	\$30400	\$177503
2003	\$31600	\$229524
2004	\$32800	\$255479
2005	\$34000	\$268933
2006	\$35200	\$312318
2007	\$36400	\$330350
2008	\$37600	\$208941
2009	\$38800	\$265756
2010	\$40000	\$306756
2011	\$41200	\$313981
2012	\$42400	\$364932

В 2016 году инвесторы изъяли из активно управляемых взаимных фондов 340 млрд долларов, инвестировав при этом более 500 млрд долларов в индексные фонды. Такая же тенденция сохранилась и в 2017, и 2018 году. Сегодня более 45 % инвестиционных фондов – индексные. В отрасли произошли поистине кардинальные перемены. Но активные управляющие, утратив возможность громко заявить об отличных результатах, наносят ответные удары, изобретая все новые и новые способы критиковать и чернить индексирование. По их словам, оно якобы несет в себе серьезную угрозу как для фондового рынка, так и для мировой экономики в целом.

В 2016 году Sanford C. Bernstein, одна из самых уважаемых исследовательских организаций на Уолл-стрит, опубликовала 47-страничный отчет под провокационным названием «Молчаливая дорога к рабству: почему пассивные инвестиции хуже марксизма». В отчете говорилось, что капиталистическая рыночная система, при которой инвесторы пассивно вкладывают в индексные фонды, даже хуже, чем централизованная плановая экономика, при которой всеми капитальными вложениями управляет государство. В статье утверждалось, что при индексном инвестировании деньги вливаются в активы, независимо от таких факторов, как доходность и возможности роста. И что именно активные менеджеры отвечают за то, чтобы вся новая информация адек-

ватно отобразалась в ценах акций.

Что если все будут инвестировать только в индексные фонды и их доля вырастет настолько, что цены на акции станут неадекватно оцененными? Если все будет индексироваться, то кто сможет ручаться, что цены на акции отражают всю доступную информацию о финансовых перспективах разных компаний? Кто тогда будет торговать отдельными акциями, гарантируя достаточную эффективность рынка? Парадокс индексного инвестирования в том, что фондовому рынку не обойтись без некоторого числа активных трейдеров, анализирующих новую информацию, и действуют, исходя из нее. Только тогда ценообразование акций эффективно, и их рынок достаточно ликвиден, чтобы инвесторы имели возможность покупать и продавать бумаги. Активные трейдеры играют критически важную роль в ценообразовании ценных бумаг и распределении капитала.

Выполнять эту функцию их стимулирует взимаемая с инвесторов немалая плата за управление капиталом. Так что они и впредь продолжат продавать свои услуги, утверждая, что разбираются в деле лучше среднестатистического инвестора и что это позволяет им опережать рынок, хотя, в отличие от жителей мифического городка у озера Вобегон, придуманного Гаррисоном Кейлором, на самом деле не каждый из них и способен достичь рыночной доходности выше среднего уровня. И даже если доля активных менеджеров сократится до 10 %, а то и до 5 % от общего числа на сегодняшний

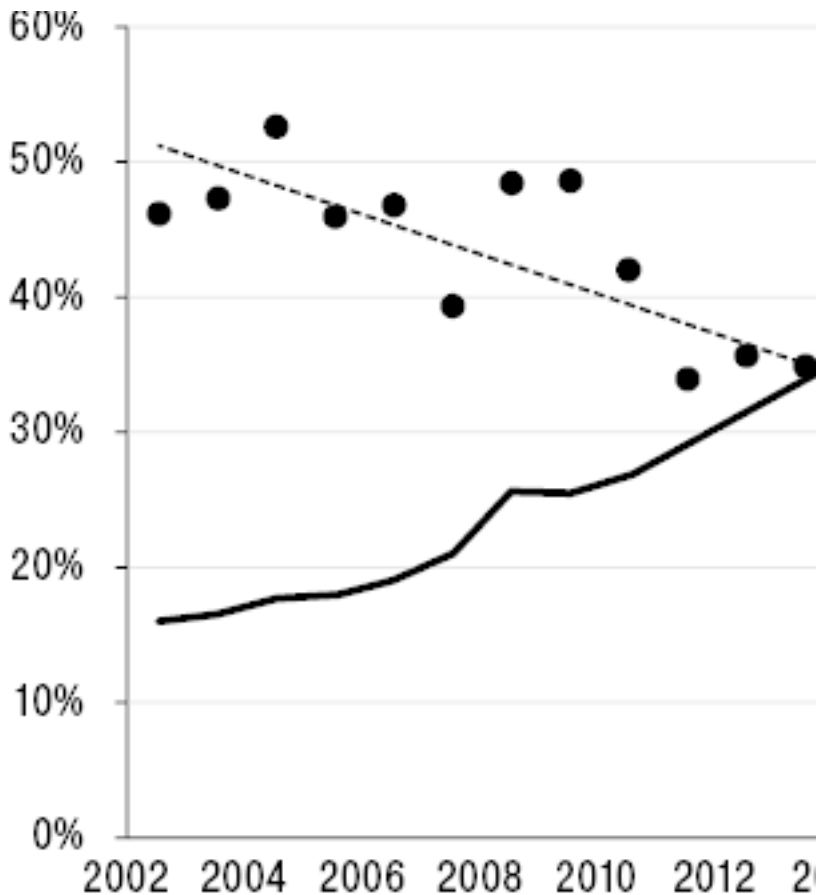
день, их все равно будет более чем достаточно, чтобы цены отражали актуальную информацию, ибо сегодня у нас явный перебор с активным управлением, а вовсе не его недостаток.

Однако предположим – просто в качестве мысленного эксперимента, – что все инвестиции индексируются и активы отдельных корпораций более не отражают актуальную информацию. Например, представим, что некая фармкомпания разработала новое лекарство от рака, обещающее удвоить продажи и прибыль, но цена ее акций не увеличивается соответственно этой важнейшей новости. В нашей капиталистической системе просто немыслимо, чтобы не появился трейдер или хедж-фонд, который поднимет цену ее акций и прибыль на уровень, отражающий эту новую информацию. Работая в системе свободного рынка, мы имеем все основания ожидать, что его участники, стремящиеся к прибыли, используют сулящие выгоду возможности арбитражных сделок независимо от того, сколько инвесторов вложилось в индекс.

Сегодня все указывает на то, что фактически процент активных менеджеров, отстающих от индекса, со временем неуклонно увеличивался. В любом случае, даже невзирая на растущую популярность индексирования, фондовый рынок становится все более – а не менее – эффективным⁹. Под-

⁹ Эффективный рынок – рынок, цены на котором отражают доступную информацию. Понятие введено Юджином Фамой, лауреатом Нобелевской премии по экономике. – Прим. науч. ред.

тверждение этому вы видите на представленном ниже рисунке. Сплошная кривая отображает рост доли индексирования и процента индексных взаимных фондов с течением времени. Точками обозначен процент активно управляемых фондов акций, которые не дотягивают до бенчмарка S&P 1500. Эти данные – средние показатели, взятые из отчета S&P за 2018 год, в котором доходность инвестиций под активным управлением сравнивалась с доходностью индексных фондов за трехлетний период, закончившийся в конце 2017 года. Очевидно, что доля фондов, которые превзошли широкий индекс S&P 1500, со временем снизилась, даже несмотря на увеличение доли пассивно управляемых фондов.



Источник: Strategic Insight and S&P SPIVA Report, март 2018 год

Я часто спрашиваю себя: «А можно ли считаться

лидером, если у тебя нет последователей?»

Ясное дело, что инвесторы индексных фондов – типичные «безбилетники». Они без каких-либо затрат пользуются выгодами, создаваемыми активным трейдингом. Хотя, безусловно, возможность бесплатно пользоваться ценовыми сигналами, подаваемыми другими игроками рынка, вряд ли можно считать изъяном капиталистической системы. Напротив, это ее важная, позитивная и характерная особенность. В экономике свободного рынка мы все выигрываем, полагаясь на рыночные цены, определяемые кем-то другим.

А еще индексирование резко раскритиковали за то, что оно якобы привело к нездоровой концентрации собственности, невиданной со времен Rockefeller Trust. Сразу в двух научных статьях экономистов – в юридическом обзоре и в нашумевшей авторской колонке – выдвигалась гипотеза о том, что коллективная собственность на компании из одной и той же отрасли может создавать нежелательные антиконкурентные эффекты и привести к выработке мер для защиты от убытков в экономике в целом¹⁰.

Главный аргумент Х. Азара, М. Шмальца и И. Теку (ста-

¹⁰ См. T. F. Bresnahan and S. C. Salop, «Quantifying the Competitive Effects of Production Joint Ventures», *International Journal of Industrial Organizations* 4, no. 2 (1986): 155–175; J. Azar, M. C. Schmalz, и I. Tecu, «Anti-Competitive Effects of Common Ownership», *Competition Policy International* 1, no. 3 (2016); E. Elhauge, «Horizontal Shareholding», *Harvard Law Review* 129 (March 10, 2016): 1267–1317; а также E. Posner, F. S. Morton, and G. Weyl, «A Monopoly Trump Can Pop», *New York Times*, December 7, 2016.

тья «Антиконкурентные эффекты коллективной собственности») состоит в том, что такая собственность обычно ослабляет стимул к конкуренции. Если какая-то фирма по управлению активами является крупным пайщиком всех авиакомпаний, ей, понятное дело, совершенно ни к чему их ожесточенная конкуренция по стоимости авиаперелетов, которая непременно привела бы к снижению нормы прибыли всех игроков отрасли. Авторы этой статьи утверждали, что постепенные изменения в концентрации собственности в сфере авиаперевозок неразрывно связаны с антиконкурентными стимулами и уже привели к повышению цен на билеты на 3–5 %, нежели они были бы при отдельной собственности. В связи с этим профессор Эйнер Эльхауге предложил регуляторным органам, равно как и адвокатам частных истцов, подавать антимонопольные иски против институциональных инвесторов, участвующих в горизонтальном владении акциями. А Е. Познер с соавторами в колонке *New York Times* заявил, что институциональные инвесторы, владеющие акциями нескольких компаний, должны ограничивать их не более чем на 1 % от общей капитализации отрасли. И каждая из этих мер нанесла бы сокрушительный удар по способности компаний вроде Vanguard предлагать своим пайщикам индексные фонды.

Понятно, что мнение о том, что совместная собственность может привести к антиконкурентным эффектам, нельзя назвать необоснованным. Но тут важно отметить, что у нас нет

абсолютно никаких прямых доказательств присутствия на рынке механизма практической реализации поведения, ведущего к повышению цен. Эмпирические аргументы в пользу гипотезы об ущербе для конкуренции далеко не однозначны и не окончательны для введения таких ограничений. Кроме того, те, кто их предлагает, явно не учитывают вред, который будет нанесен рядовым инвесторам, если низкотратные индексные фонды станут недоступны.

По собственному немалому опыту работы на посту директора Vanguard скажу, что не припомню ни одного случая, чтобы кто-либо из коллег высказывался за решения, поощряющие то или иное антиконкурентное поведение. Нет никаких доказательств и того, что другие гиганты индексного инвестирования, такие как BlackRock и State Street, когда-либо поощряли антиконкурентные практики из-за совместной собственности на все крупные компании той или иной отрасли. Да это и не было бы в их интересах, ведь значительной частью обыкновенных акций всех крупных организаций на рынке управляют одни и те же инвестиционные компании. Возможно, объединение ради того, чтобы побудить авиакомпании взвинтить цены на билеты, и пошло бы на пользу принадлежащим им пакетам акций. Но оно также означало бы увеличение затрат для всех других предприятий в их портфеле, которые полагаются на авиакомпании для обеспечения командировок. У индексных фондов просто нет стимулов для того, чтобы предпочесть одну отрасль другой. В сущно-

сти, поскольку такие фонды всегда поощряли менеджеров внедрять системы вознаграждения, основанные на относительной, а не на абсолютной доходности, они, напротив, явно способствовали жесткой конкуренции между компаниями любой отрасли.

Индексные фонды стали для индивидуальных инвесторов великим благом. Конкуренция и эффект масштаба позволили снизить затраты на индексные фонды широкого рынка практически до нуля. Сейчас индивидуальные инвесторы могут копить на пенсию намного эффективнее, чем когда-либо. Индексное инвестирование, впервые предложенное Vanguard, изменило опыт миллионов людей. Оно помогло им откладывать деньги на пенсию и достигать других инвестиционных целей, обеспечивая эффективным инструментарием, который можно использовать для создания диверсифицированных портфелей. И все это, безусловно, благотворно для общества в целом.

Правильная публичная политика предусматривает, что при рассмотрении ограничений, которые потенциально могут помешать домохозяйствам достигать своих долгосрочных финансовых целей, должны учитываться интересы всех заинтересованных сторон. Мне представляется, что при внимательном сравнении гипотетического ущерба и выгод от самой дружественной по отношению к потребителям инновации за всю историю инвестирования совершенно очевидно, в чем именно заключается «чистая выгода». Даже если бы

было доказано, что перекрестное владение акциями нескольких компаний ведет к ослаблению конкуренции в соответствующей отрасли, предлагаемые некоторыми разрушительные требования к организациям вроде Vanguard были бы последним средством, к которому следовало бы прибегнуть для исправления ситуации.

Часть I

История Vanguard

Глава 1

1974

Пророчество

В июле 1974 года я находился в Лос-Анджелесе, в штаб-квартире American Funds, встречался с друзьями, которых завел, будучи управляющим и председателем (два срока) правления глобальной ассоциации регулируемых фондов Investment Company Institute. Джон Лавлейс, сын основателя фирмы Джонатана Белла Лавлейса и в те времена глава American Funds, заглянув к нам, сказал, что ему срочно нужно обсудить со мной одно очень важное дело. Джон слыл человеком исключительно честным, независимым и мудрым, и мне, признаться, не терпелось с ним поговорить.

Но в тот день после посещения American Funds у меня уже был запланирован ужин с другими людьми, а на следующее утро в половине восьмого я улетал к себе в Филадельфию. «Отлично, – сказал Джон в ответ на это, – тогда завтра в шесть утра встречаемся на завтраке в аэропорту».

Когда я пришел в столовую, Джон уже сидел за стойкой. После обмена любезностями он сразу взял быка за рога: «Как я понимаю, вы собираетесь создать новый комплекс взаимных инвестиционных фондов, которые будут действительно взаимными, то есть их собственниками будут их пайщики». «Да, – ответил я, – я и правда надеюсь сделать что-то в таком роде». Джону мой ответ, мягко говоря, не понравился. У меня до сих пор в ушах звучат его слова: «Создав такую структуру, – жестко заявил он, – вы уничтожите отрасль взаимного инвестирования».

Теперь, спустя более 40 лет, ясно, что Джон Лавлейс был весьма близок к истине. Изменил он свое ужасное пророчество совсем чуть-чуть, сказав: «Вы уничтожите эту отрасль в том виде, в каком мы ее знаем», мы с вами могли бы назвать его прогноз практически идеальным.

Структура и стратегия

С другой стороны, в 1974 году никто не мог предсказать, что фирма-новичок, основанная на самом дне яростного «медвежьего рынка», преодолеет все препятствия и не просто выживет, но со временем займет доминирующие позиции в отрасли взаимного инвестирования. Это вполне понятно и объяснимо, ведь прежде никто никогда не пробовал использовать поистине взаимную структуру, согласно которой инвестиционная компания принадлежит ее пайщикам и

оперирует на базе принципа «покрытия издержек».

Наши собственные директора вынуждали нас продолжать пользоваться услугами внешнего инвестиционного менеджера с довольно жалким послужным списком. Наша роль изначально ограничивалась администрированием фонда, ибо управлять инвестиционным портфелем или промотировать фонды нам не позволялось. Но уже очень скоро мы собирались поставить на карту свое будущее, прибегнув к беспрецедентной стратегии: отказаться от управления портфелем сторонним инвестконсультантом.

И, будто это не было достаточно смелой идеей само по себе, мы дали своей компании совершенно новое название: **Vanguard.**

Этой новой организации было суждено стать первым – и по сей день единственным – комплектом взаимных инвестиционных фондов, работающих по принципу «покрытия издержек» и управляемых не сторонней компанией, которая думает прежде всего о получении высокой прибыли для собственных акционеров, а самими фондами, и в конечном итоге их пайщиками¹¹. Мы назвали это «экспериментом Vanguard» в области управления взаимными инвестиционными фондами.

Думаю, нам с вами будет полезно начать с обсуждения отличий взаимной структуры Vanguard от традиционной

¹¹ Отсюда подчеркиваемая Боглом «взаимность»: провайдер фондов принадлежит фондам, а через них – акционерам (пайщикам) фондов. – Прим. науч. ред.

структуры, которую используют все (буквально) наши конкуренты (см. рис. 1.1).

Взаимная

Акционеры фонда

Акц

**Собствен-
ность**

Взаимные фонды

**Собствен-
ность**

Управляющая компания

Рис. 1.1. Структура взаимной собственности в сравнении с традиционной корпоративной структурой

2018: пророчество сбывается

Надо признать, что в последующие десятилетия имя Vanguard – в совокупности с уникальной структурой и беспрецедентной стратегией, предполагающей создание первого в мире индексного взаимного фонда, – действительно в корне изменило саму природу отрасли взаимных инвестиционных фондов в том виде, в каком мы знали ее прежде.

Назовите это как угодно: созидательным разрушением. Подрывными инновациями. Чистым везением. Можете, по примеру некоторых, назвать это моей попыткой спасти свою карьеру (в чем, кстати, есть доля правды). Но, по-моему, это прежде всего результат хорошей кармы и удачного выбора времени. Ибо, без всяких сомнений, в конце концов мир инвестиций все равно пришел бы к фундаментальной истине: доходность до вычета расходов, полученная всеми инвесторами как группой, равняется доходности самого рынка.

Это, соответственно, означает, что после вычета этих затрат доходность инвесторов меньше рыночной. А отсюда неопровержимый факт: единственный способ, которым индустрия взаимных фондов может максимизировать долю дохода на финансовом рынке, получаемую их клиентами, 100 млн домохозяйств, заключается в минимизации затрат.

Перефразируя слова «Декларации независимости», написанной в далеком 1776 году: «Мы считаем эту истину самоочевидной». И Vanguard взяла на себя роль лидера в снижении затрат на инвестирование, в итоге став поставщиком взаимных инвестиционных фондов с самыми низкими затратами в мире.

Vanguard: снижение затрат для инвесторов

С момента основания в 1974 году Vanguard сосредоточила усилия на снижении затрат на инвестирование¹². И в результате стала такой, какой мы знаем ее сегодня: истинным колоссом в своей области. Мы управляем более чем 5 трлн долларов от имени около 20 млн клиентов по всему миру, двукратно опережая двух наших ближайших конкурентов *вместе взятых*. Наша 25 %-ая доля в долгосрочных активах взаимных фондов почти вдвое превышает предыдущий 15 %-ый максимум, достигнутый ранее тремя разными фирмами, и наша 65 %-ая доля от всего чистого денежного потока отрасли за последний пятилетний период также не имеет прецедентов в истории¹³.

Любому, у кого имеется действительно новая идея,

¹² Речь идет о минимизации комиссий фондов за управление. – Прим. науч. ред.

¹³ Все оценки даны по оригинальному тексту. Впрочем, в 2022 году у Vanguard уже 7,2 трлн долларов под управлением. – Прим. науч. ред.

следует ожидать, что ее встретят скептически, а когда эта идея станет реальностью, за скепсисом последуют осуждение и нападки

В последние годы инвесторы отдавали под управление Vanguard в среднем около 1 млрд долларов каждый рабочий день – потрясающий акт доверия со стороны инвестиционного сообщества, также беспрецедентный для нашей отрасли.

За взаимной структурой следует индексная стратегия

Почему же Vanguard приняли и признали на рынке? Вне всяких сомнений, причиной нашего успеха стала та самая взаимная структура, которая так беспокоила Джона Лавлейса, и связанная с ней стратегия. Во многом именно благодаря минимизации затрат, обеспечиваемой нашей взаимной структурой, долгосрочная доходность, которую фонды Vanguard зарабатывают для своих инвесторов/владельцев, часто занимает одно из первых мест в отрасли. Понятно, что в бурные и крайне неопределенные годы сразу после нашего основания о таком признании нельзя было и мечтать. На самом деле в начале своего пути мы на протяжении 83 месяцев подряд страдали от *оттока* чистых денежных средств из наших фондов.

Также невозможно было представить и то, что эта струк-

тура практически заставит нас разработать стратегию, ориентированную на индексные фонды; когда мы начинали, она даже не мелькала на горизонте. Но, чтобы понять, что «стратегия следует за структурой», не надо быть гением, и уже менее чем через год с момента основания Vanguard мы создали первый в мире индексный взаимный инвестиционный фонд.

«А король-то голый!»

На данный момент со дня учреждения первого взаимного фонда в США прошло уже почти 100 лет, – это случилось в 1924 году, – но только в последние 20 инвесторы в полной мере осознали и приняли истину, которую Vanguard давно считает очевидной. Вместо того, чтобы щеголять в одежде якобы опережающего рынок «профессионального управляющего», король взаимных фондов совершенно гол. По сути, всем стало ясно, что гол не только король, но и все королевство; что вся отрасль не способна выполнить свое главное, хоть и не высказываемое вслух обещание: профессиональные менеджеры по управлению денежными активами как группа должны повышать доходность инвесторов фондов.

Идея, что управляющие фондами не способны добавлять стоимость для своих клиентов, когда-то считалась чуть ли не ересью, а сегодня является общепризнанной. Это и привело к революции в отрасли – в основном за счет роста индекс-

ных фондов. И возглавила эту индексную революцию наша Vanguard.

Шансы на то, что Vanguard когда-либо вообще возникнет, не говоря уже о том, чтобы выжить в первое десятилетие своего существования, практически равнялись нулю. Перефразируя строку из мюзикла-хита «Мисс Сайгон», Vanguard была «зачата в аду и рождена в раздоре». Ее создание было продуктом неудовлетворительного компромисса и положило конец неприглядной борьбе за контроль в Wellington Management Company – борьбе, которая стоила мне должности генерального директора и заставила на время поверить в то, что моей карьере в отрасли, которую я искренне любил, пришел конец. Но в результате целого ряда маловероятных, но счастливых событий, даже совпадений, я вернулся. И вот итог: по состоянию на середину 2018 года Vanguard контролирует активы на сумму 5 трлн долларов; это крупнейшая в мире компания взаимных фондов, всемирно известная своими низкими затратами, стабильной доходностью и высокими морально-этическими ценностями.

Как же все это случилось? Думаю, стоит начать с самого начала.

Глава 2 1945–1965

Предыстория: Академия Блэр, Принстон, Fortune и Wellington

Эта история началась давным-давно, в сентябре 1945 года, когда я поступил в Академию Блэр, лучшую частную школу-интернат в Нью-Джерси. Я проучился там два года благодаря щедрой стипендии и постоянной подработке, сначала официантом, затем бригадиром официантов, и получил прекрасное образование, подготовившее меня к поступлению в колледж. В выпускном классе я был вторым по успеваемости, и меня признали «Самым перспективным».

С большим трудом достигнутые успехи в Академии Блэр сыграли ключевую роль при поступлении в Принстонский университет. И тут для меня опять большим подспорьем были стипендия и подработка, но первые годы в Принстоне оказались весьма непростыми. Худшие времена пришлось на осень 1948 года, когда я учился на втором курсе и начал посещать занятия по экономике. Учились мы по первому изданию учебника доктора Пола Самуэльсона «Экономика: вводный анализ». По правде говоря, он показался мне на редкость трудным, и мое знакомство с этим предметом удачным никак не назовешь.

Если бы низкий промежуточный балл по нему, полученный мной в начале второго курса (всего D+), остался до конца семестра, меня бы лишили стипендии – и, следовательно, перспектив дальнейшей учебы в университете, ведь сторонней финансовой поддержки у меня не было. Однако я старался изо всех сил и закончил семестр с оценкой C—. Не Бог весть какой результат, но все-таки.

1949: «Большие деньги в Бостоне»

А год спустя мне улыбнулась судьба. Я решил написать диплом на тему, которую ранее не исследовал ни один студент. Никаких Адама Смита, Карла Маркса или Джона Мейнарда Кейнса. Но что же выбрать? И вот в конце первого курса мне повезло (что в моей долгой жизни произойдет еще не раз) – меня занесло в читальню тогда еще совершенно новой библиотеки Файерстоун Принстонского университета, и я сидел там, пролистывая декабрьский выпуск журнала *Fortune* за 1949 год. Мое внимание привлекла статья на странице 116; в ней описывался бизнес, о котором я тогда совершенно ничего не знал, о котором я даже не подозревал. Заголовок звучал так: «Большие деньги в Бостоне». И знаете, я как-то сразу понял, что нашел тему для своего диплома.

Мое интуитивное озарение поддержал подзаголовок жирным шрифтом: «Но, как показывает опыт Massachusetts Investors Trust, деньги – это еще не все; фонд процветает,

продавая мелкому инвестору спокойствие. Его изобретение – фонд открытого типа. Перед ним – все будущее». Далее на десяти страницах, заполненных цифрами и фактами, описывались история, политика и практика Massachusetts Investors Trust, сокращенно M.I.T., основанного в 1924 году, первого и на тот момент крупнейшего инвестиционного фонда «открытого типа»¹⁴.

В те давние времена термин «взаимный инвестиционный фонд» еще не вошел в широкое пользование, возможно, потому, что такие фонды, за одним-единственным исключением, вовсе не были взаимными. Фактически, в прямом противоречии с принципами, изложенными в преамбуле «Закона об инвестиционных компаниях» 1940 года, они организовывались, оперировали и управлялись в интересах управляющих компаний, их контролирующих, а вовсе не в интересах пайщиков.

«Взаимный фонд»

Мануэль Ф. Коэн, председатель Комиссии по ценным бумагам и биржам США (SEC – U.S. Securities and Exchange Commission) в 1964–1969 годах, описал этот недостаток вза-

¹⁴ Фонд «открытого типа» выкупает свои акции по требованию и (обычно) постоянно выводит их на рынок на продажу. «Закрытый» инвестиционный фонд погашает паи только после окончания срока действия договора доверительного управления. – Прим. науч. ред.

имности во взаимных инвестиционных фондах предельно четко и ясно:

Структура комиссий [взаимных инвестиционных фондов] обеспечила реальную возможность для проявления изобретательности, и управляющие фондами по праву заслужили в этом завидную репутацию. В конце концов, именно там крутятся деньги, и, вопреки общепринятому значению слова «взаимный», основная причина создания и продажи таких фондов заключается в желании менеджеров заработать большие прибыли для тех, кто их продает и кто ими управляет¹⁵.

В той статье в Fortune термин «взаимный» не использовался. Там в основном встречались такие термины, как «инвестиционные компании», «трасты» и «фонды». Но Fortune описывал будущее этой только зарождавшейся крошечной отрасли, которую автор статьи весьма оптимистично охарактеризовал как «мелочь» на рынке в целом, отрасль описывалась как «быстро расширяющаяся и несколько спорная». И, что еще важнее, в ней говорилось, что эта отрасль «может стать чрезвычайно влиятельной <...> идеальным защитником мелких акционеров в спорах с <...> корпоративным управлением».

¹⁵ Из речи «Взаимный фонд» Мануэля Коэна, тогдашнего председателя SEC, перед Конференцией по взаимным инвестиционным фондам, Палм-Спрингс, Калифорния, 1 марта 1968 года. – Прим. науч. ред.

1951: «Экономическая роль инвестиционной компании»

Тот случай в библиотеке определил всю мою карьеру и жизнь. Статья в *Fortune* стала трамплином для интуитивно принятого мной решения написать диплом на тему истории и перспектив инвестиционных компаний открытого типа. Я назвал его «Экономическая роль инвестиционной компании» (как уже говорилось, термин «взаимный инвестиционный фонд» еще не вошел в обиход, и потому я использовал термин «инвестиционная компания», как было принято в те времена). Я погрузился в задачу с головой и полтора года провел за изучением темы и написанием диплома, а по ходу дела безумно полюбил объект исследования. Я был уверен, что «крохотной» двухмиллиардной отрасли взаимных инвестиционных фондов суждено стать огромной, оставшись при этом «спорной». И я оказался прав по обоим пунктам: сегодня взаимные фонды управляют колоссальной суммой в 21 трлн долларов; это один из крупнейших и доминирующих финансовых секторов американской экономики¹⁶.

Мы провели переговоры и в конечном итоге пришли к вознаграждению, справедливому для

¹⁶ По данным Investment Company Institute за 2021 год, в США во взаимных фондах уже 23,9 трлн долларов, плюс 5,4 трлн долларов в ETF. – Прим науч. ред.

наших пайщиков. Это и называется фидуциарным обязательством

В результате тщательного анализа отрасли я сделал в своем дипломе следующие выводы:

- «инвестиционные компании должны работать максимально эффективно, честно и экономично»;
- «дальнейший рост может быть максимизирован за счет надбавок при продаже паев и платы за управление»;
- «фонды не могут претендовать на превосходство над среднерыночными показателями [индексами]»;
- «основным [видом деятельности] инвестиционных компаний является управление своими инвестиционными портфелями. Все остальное несущественно»;
- «основная роль инвестиционной компании должна заключаться в служении своим пайщикам»;
- «нет никаких причин, по которым [инвестиционная компания] должна воздерживаться от влияния на корпоративную политику <...> Судя по всему, взаимные фонды предназначены для реализации этого важного сегмента их экономической ответственности».

Да, в этих выводах много идеализма. Но мне ведь тогда было чуть больше 20, и я был типичным ученым-идеалистом. И знаете, сейчас, спустя 60 с лишним лет после того, как я впервые прочитал ту статью в Fortune, мой идеализм едва ли ослаб. На самом деле, вероятно, из-за моего многолетнего опыта на ниве инвестирования, он сегодня еще бо-

лее страстен и непреклонен. Я убежден, что многие ценности, которые я сформулировал в своем дипломе, со временем стали фундаментом для потрясающего роста Vanguard. Какие бы мысли ни теснились в моей голове в те далекие времена, главная идея сформулирована в дипломе предельно четко: акционеры взаимных фондов должны наконец начать получать справедливую долю доходов рынка.

Июль 1951: на сцену выходят Wellington Management Company и Уолтер Морган

Бесконечные часы, которые я провел в кабинке библиотеки Файерстоун, занимаясь изучением и анализом отрасли, были вознаграждены наивысшим баллом за дипломную работу и дипломом Принстонского университета с отличием. Но, что еще лучше, вскоре после моего выпуска в 1951 году Уолтер Л. Морган, еще один выпускник Принстона (выпуск 1920-го), прочел мой 130-страничный опус и предложил мне работу в своей Wellington Management Company, расположенной в Филадельфии. Своим сотрудникам он тогда написал: «Мы берем г-на Богла в нашу организацию во многом благодаря его дипломной работе». Я, конечно, этого не знал, но, как показало время, мне тогда был дан шанс всей моей жизни.

Мистер Морган – мой наставник и истинный герой моей долгой карьеры, – был пионером инвестиционной отрасли.

Когда в июле 1951 года я пришел работать в Wellington Fund, основанный Морганом в 1928-ом, это была небольшая фирма с активами в 150 млн долларов. Это был один из 125 взаимных фондов, работавших в США, с совокупными активами всего 3 млрд долларов. Почти три четверти суммарных активов отрасли тогда приходилось на десять компаний, в том числе на Wellington.

Центром этой вселенной считался Бостон, там базировались 2250 крупнейших фондов, управлявших 46 % активов отрасли. Самой крупной из них была Massachusetts Investors Trust с активами в размере 438 млн долларов по состоянию на 1951 год – доля, равная 15 % всей отрасли. М.И.Т. не только доминировала на рынке, но и была самым низкокзатратным поставщиком инвестиционных услуг; ее уровень расходов составлял всего 0,29 % (в 1961 году этот показатель достиг минимума – всего 0,17 % от общей суммы активов). На фонды, базировавшиеся в Нью-Йорке, тогда приходилось 27 % активов отрасли, далее шли Миннеаполис с 13 % и Филадельфия всего с 7 %.

Modus operandi 1951 года: по одному фонду на менеджера

В те времена большинство компаний отрасли, включая Wellington Management Company, управляли одним фондом (иногда был еще второй, обычно совсем крошечный).

Например, пять трасти М.И.Т. той эпохи управляли также Massachusetts Investors Second Fund (современным маркетологам название «Второй фонд» вряд ли понравилось бы; неудивительно, что позже его поменяли на Massachusetts Investors Growth Stock Fund). Активы Massachusetts Investors Second Fund составляли всего 34 млн долларов, то есть жалкие 8 % от общей суммы активов (472 млн долларов).

Впервые я зашел в филиладельфийский офис Wellington 9 июля 1951 года и обнаружил там идеальную среду для начала карьеры: камерную, дружелюбную и полную возможностей для выпускника университета. Небольшой персонал (всего 60 человек) встретил меня радушно, и уже очень скоро я принимал участие в деятельности компании на всех этапах процесса: администрирование, маркетинг и продажи, анализ ценных бумаг и работа с акционерами. Вскоре мне поручили писать письма нашим инвесторам от имени мистера Моргана, и через несколько лет я стал автором его президентского письма в годовом отчете Wellington Fund. К концу первого десятилетия моего пребывания в компании меня считали наиболее вероятным преемником мистера Моргана. И я думал, что проработаю в Wellington до пенсии.

Нужно сказать, что те годы были наполнены и радостными, и трудными моментами. В 1958 году я с восторгом ухватился за возможность возглавить команду, которой поручили подготовку проспекта первичного публичного размещения (IPO) акций Wellington Equity Fund (ныне Windsor

Fund), в результате чего к нашему сбалансированному фонду должен был добавиться фонд акций¹⁷.

Мощь консервативного инвестирования

В первые 14 лет моего пребывания в Wellington нашей сильной стороной был фокус на сбалансированном фонде, что помогло нам заслужить репутацию лидера соответствующего сектора. Точнее всего эту отрасль той эпохи охарактеризовал бы эпитет «консервативная», большинство портфелей распределялись между высококачественными обыкновенными акциями. А поскольку мы уравнивали акции облигациями, Wellington считался одним из самых консервативных инвестиционных фондов. Как гласил тогда наш девиз, Wellington Fund предлагал «полную инвестиционную программу в одной ценной бумаге».

Однако стабильность, на которую я так рассчитывал, работая в Wellington Management Company, продлилась не слишком долго. К моменту моего стремительного карьерного взлета – в апреле 1965 года я занял пост президента компании, – традиционная отрасль взаимных фондов, которую я описывал в своей дипломной работе, существенно изменилась, и отнюдь не в лучшую сторону. Эпоха «давай-давай»

¹⁷ В 1960 году я также руководил подготовкой проспекта IPO – продажи пакета акций мистера Моргана в Wellington Management Company (не контрольный пакет).

была в самом разгаре, и инвесторы, привлекаемые зазывной песнью о скорой прибыли, обещанной им агрессивными инвестиционными фондами, массово уходили из консервативных сбалансированных фондов, в том числе из Wellington¹⁸. Впрочем, с подобными вызовами – как и многими другими – я сталкивался на протяжении всей своей долгой карьеры.

Секрет в том, чтобы держаться курса

Как вы уже поняли, отрасль взаимных фондов стала важнейшей частью моей жизни с тех пор, как мне в 1949 году впервые попала на глаза вдохновившая меня статья «Большие деньги в Бостоне». Моя карьера в Wellington Management Company шла в гору, и в 1965 году мне предложили возглавить компанию. Как потом оказалось, это было вершиной первого этапа моей карьеры. Но, как это ни парадоксально, Wellington явно переусердствовала со своими консервативными взглядами на рынке, который в течение почти 10 лет процветал на спекуляциях. В вызовах и трудностях, которые ждали впереди, мне была необходима «путеводная звезда» и девиз, который бы точно передавал ее смысл. И этим девизом стали – и остаются до сих пор – слова

¹⁸ «Давай-давай» – шутивное название агрессивного стиля инвестирования (в акции роста), популярного в 1960-е. Назван так по аналогии с популярным в то время в США танцами на столах – иначе известного как «Гоу-гоу». – Прим. науч. ред.

«Держись курса».

Глава 3 1965–1974

Эпоха «давай-давай», ее последствия и создание Vanguard

* Компания-предшественник
Vanguard.

** Включая дивиденды
и проценты соответственно.



Таблица № 2.

	12/1965	9/1974	Годовые темпы роста
Активы Wellington* (млрд \$)	\$2,2	\$1,5	-2,6%
Активы отрасли (млрд \$)	\$35,2	\$34,1	-0,2%
Wellington доля рынка	6,3%	4,4%	-
			Годовая доходность
Индекс S&P 500	92	61	-1,1%
Доходность среднесрочных гособлигаций США	4,9%	8,0%	5,7%
60% акции / 40% облигации	-	-	1,9%

В начале эпохи, предшествовавшей появлению Vanguard, акции росли в цене, в первую очередь за счет спекулятивных бумаг с хорошими историями, но со слабым балансом (или вовсе без него), а затем акций роста, капитализация которых раздулась. После чего неизбежно последовал обвал рынка на 50 %, который закончился 1 октября 1974 года.

Эпоха «давай-давай»

В середине 1960-х отрасль инвестфондов начала отходить от своих консервативных традиций. Настала эпоха «давай-давай» – новые управляющие фондами начали предлагать фонды, инвестирующие в основном в спекулятивные акции, и многие более опытные компании последовали их при-

меру. Эти акции имели в высшей степени привлекательные истории, которые, однако, далеко не всегда подкреплялись чем-либо существенным. Отрасль перестала фокусироваться на относительно небольшом количестве «центристских» фондов акций и на сбалансированных фондах-держателях «голубых фишек»; на смену этому консервативному подходу пришла гораздо более спекулятивная группа фондов высоко котирующихся акций.

Долой рогалики, да здравствуют пончики

Если использовать кулинарную метафору, Wellington можно называть рогаликом инвестиционной отрасли: твердым, хрустящим и весьма питательным. Но к 1965 году в этой индустрии начал выработываться вкус к пончикам: сладким, мягким и начисто лишенным полезных питательных веществ¹⁹. Кондитерские, торговавшие пончиками, росли, словно грибы после дождя. Рогалики же почти никто не покупал. Нам оставалось только беспомощно наблюдать за тем, как доля продаж сбалансированных фондов в отрасли снизилась с 40 % в 1955 году, до 17 % в 1965-ом и до жалких 5 % в 1970-ом. А к 1975 году эта доля упадет до 1 %. Как же выжить бедному торговцу сухариками? Стратегия выживания очевидна: начать продавать сладкие пончики.

¹⁹ Сегодня, с высоты прожитых лет, очевидно, что питательная ценность и традиционных взаимных фондов, и рогаликов сильно переоценивалась.

Надо сказать, Wellington, дабы не кануть в Лету, пришлось конкурировать с очень бойкими продавцами пончиков. Одним из лидеров эпохи «давай-давай» была Fidelity; два управляемых ею фонда оказались настоящей «золотой жилой» – к сожалению, в конечном итоге для ее менеджмента, а не для клиентов. Финансовые пираты начали инвестировать даже в бумаги с «мусорным» рейтингом. Низкие стандарты учета открыли путь эфемерным, а порой даже сфальсифицированным отчетам по эффективности инвестиций.

Одним из особо вопиющих примеров является Enterprise Fund. В 1967 году этот новичок из Лос-Анджелеса отчитался о сомнительной окупаемости инвестиций в 117 %, в основном за счет приобретения акций, ранее находившихся в частной собственности и приобретенных этим фондом со скидкой до 50 % от рыночной цены, впоследствии переоцененные до 100 % рыночной цены.

В следующем году Enterprise Fund похвалился самым большим годовым потоком денежных средств за всю историю фондового сектора – неслыханными 600 млн долларов. К концу 1968 года его активы выросли до 950 млн долларов. Но потом на рынок вернулась жестокая реальность. В 1977 году активы Enterprise Fund упали на 84 %, до менее чем 150 млн долларов, а чистый денежный поток фонда на протяжении 22 лет из 25-летнего периода с 1970 по 1994 год оставался отрицательным. К 2011-му и Enterprise вовсе прекратил свое существование.

«Я был слишком консервативным»

Ранней весной 1965 года усиливающаяся тенденция перетекания инвесторов в спекулятивные фонды вызвала серьезное беспокойство у мистера Моргана. Он понял, что его консервативной философии и его бизнесу, почти полностью зависимому от сбалансированного фонда Wellington, грозит серьезная опасность. «Я был слишком консервативным», – признался он в интервью журналу *Institutional Investor*.

Конец ознакомительного фрагмента.

Текст предоставлен ООО «ЛитРес».

Прочитайте эту книгу целиком, [купив полную легальную версию](#) на ЛитРес.

Безопасно оплатить книгу можно банковской картой Visa, MasterCard, Maestro, со счета мобильного телефона, с платежного терминала, в салоне МТС или Связной, через PayPal, WebMoney, Яндекс.Деньги, QIWI Кошелек, бонусными картами или другим удобным Вам способом.