

Искусство коротких продаж

Marc Rubinstein

3 февраля 2022

[оригинал заметки](#)

Ключевые выводы:

- Можно ли зарабатывать на продажах акций в короткую? История показывает, что фонды, специализирующиеся на подобных сделках в долгосрочной перспективе теряли капитал своих вкладчиков.
- Длинные позиции несут риск потери 100% капитала, но не имеют ограничение по верхней границе прибыли. Короткие позиции позволяют потерять вам намного больше 100% вложений
- Кроме того, шорты позволяют страховать ваши длинные позиции, поэтому фонды и инвесторы довольно часто прибегают к подобным инструментам.
- Без напора медведей и шортистов рынок станет менее эффективным



[Клуб Trade Talk](#) - это закрытый контент на boosty, переводы исследований и тематический чат с голосовыми эфирами в Телеграмме.

Новые исследования выходят ежемесячно

Предлагаю вашему вниманию очередной выпуск «[Net Interest](#)», моего вестника, посвященного финансовой тематике. На этой неделе мы рассмотрим тему коротких продаж.

«Рынок без медведей был бы похож на нацию без свободной прессы. Некому было бы критиковать и сдерживать ложный оптимизм, который всегда ведет к катастрофе». — Бернارد Барух

Среди всех видов деятельности в сфере финансов короткие продажи остаются одними из самых недопонятых. Для многих практика продажи того, чем вы не владеете, с намерением выкупить его позже по более низкой цене кажется... оторванной от реальности. Немногие отказываются от идеи покупать дешево и продавать дорого, но обратная последовательность сеет неразбериху.

Даже Wall Street Journal, авторитетное деловое издание, часто вынуждено объяснять суть данной концепции своим читателям. Когда центральный банк России запретил короткие продажи в начале СВО на территории Украины, Wall Street Journal [сообщил](#), что финансовый регулятор «приказал брокерам прекратить позволять трейдерам вкладывать деньги в акции российских компаний — **практику, известную как короткие продажи**».

Далее было заявлено следующее: «Участники рынка, проводящие короткие продажи, осуществляют заимствования в виде акций, которые, по их мнению, переоценены, и сразу же продают их, надеясь выкупить акции по более низкой цене, когда их нужно будет вернуть, и присвоить себе разницу».

Явление коротких продаж так же старо, как и фондовые рынки. Пока существуют централизованные фондовые рынки, трейдеры будут пытаться защититься от рисков и спекулировать на разнице в цене финансовых активов. Но из-за того, что они извлекают выгоду на фоне плохих новостей и прибегают к такой очевидной хитрости, раскрывая свои позиции, участники фондового рынка, занимающимися короткими продажами, внешне напоминают мелких злодеев.

Первым продавцом ценных бумаг, играющим на понижение, был Исаак ле Мэр, один из основателей Голландской Ост-Индской компании. После конфликта с соучредителями компании Ле Мэр ушел из нее и начал делать ставки против нее. Когда акции компании упали, он и другие продавцы ценных бумаг, игравшие на понижение, стали козлами отпущения. В 1610 году совет директоров компании обратились к правительству с заявлением о том, что «атаки медведей, принимающие форму коротких продаж, нанесли и продолжают наносить чрезмерный ущерб ни в чем неповинным акционерам, среди которых много вдов и сирот».

Эта история прошла сквозь века. На слушаниях по поводу краха компании «Lehman Brothers» через три недели после подачи заявления о банкротстве, ее бывший генеральный директор Дик Фулд [обвинил](#) в этом ряд «дестабилизирующих факторов», в том числе короткие продажи. В своих [недавно опубликованных мемуарах](#) его коллега из компании «Morgan Stanley» обвинил продавцов ценных бумаг, играющих на понижение, в «разрушении легендарной франшизы, создававшейся в течение почти трех четвертей века тяжелой работы и порядочности».

Аналогичные обвинения были выдвинуты на этой неделе против другого продавца ценных бумаг, играющего на понижение – компании «Hindenburg Research». Компания открыла короткую позицию по ценным бумагам, связанным с «Adani Group», одним из крупнейших национальных

конгломератов Индии, и [опубликовала](#) отчет, в котором обвиняла компанию в бухгалтерском мошенничестве. «Adani Group» [нанесла контрудар](#). В частности, она поставила под сомнение мотивацию «Hindenburg Research». «Компания «Hindenburg Research» опубликовала данный отчет не из каких бы то ни было альтруистических соображений, а исключительно из эгоистических побуждений», — заявили ее представители, отметив, что, как продавец ценных бумаг, играющий на понижение, компания «получит огромную прибыль» благодаря падению стоимости ценных бумаг, связанных с «Adani Group».

Но, с точки зрения компании «Hindenburg Research», для извлечения какой-либо выгоды из этого дела потребовалось бы проделать большую работу. Финансовый отчет компании стал кульминацией двухлетнего расследования. И [риск убытков высок](#), поскольку «Adani Group» «изучает соответствующие законодательные нормы США и Индии для принятия исправительных и карательных мер против компании «Hindenburg Research»». В случае доказанной ошибки репутации компании, скорее всего, будет нанесен больший ущерб, нежели ущерб от ошибочно сделанной «длинной» ставки.

В общем, зарабатывать деньги на коротких продажах не так-то просто. [По данным](#) «S3 Partners», специализированной консалтинговой компании из Нью-Йорка, отслеживающей короткие позиции, в прошлом году короткие продажи принесли совокупную прибыль в размере 300 миллиардов долларов на фоне падения котировок акций на фондовых рынках. Но это лишь компенсация части убытков в размере 572 миллиардов долларов, понесенных за предыдущие три года.

И этот год точно не был удачным в отношении коротких продаж.

«Короткие продажи нужны для галочки, длинные — для зарабатывания денег», — заявляет бывший управляющий хедж фонда [Рассел Кларк](#). Но если продавать «для галочки», на столе не появится еда. Тогда почему же длинные продажи так беспокоят продавцов ценных бумаг, играющим на понижение?..

Искусство коротких продаж

Короткие продажи имеют разные оттенки.

На начальном уровне его можно использовать для хеджирования портфелей. В отличие от взаимных фондов, которые постоянно поддерживают достаточно полные риски, хедж-фонды могут скорректировать степень рыночной экспозиции, изменяя сумму наличных денег, которой они владеют, или открывая короткие позиции для хеджирования некоторых из своих

длинных позиций. Некоторые фонды — так называемые рыночно-нейтральные фонды — доходят до того, что полностью хеджируют рыночные риски. [В соответствии](#) с данными, собранными EurekaHedge, в прошлом году эти фонды принесли доход 2,0%, что лучше, чем доходы с рынка, который упал на 19,4% в США. С 2000 года данная стратегия позволила превзойти доходность рынка — рост на 190% по сравнению с рыночной доходностью в 160% — и всего за два года спада и максимальную просадку в 5,6% она также устраняет волатильность, обычно связанную с инвестициями на фондовом рынке.

Другие фонды сохраняют долгосрочный спад, хотя и не такой продолжительный, как паевые инвестиционные фонды. По данным «Goldman Sachs», в ноябре прошлого года фундаментальные фонды краткосрочных/долгосрочных инвестиций на ее площадке в среднем составляли 48% чистых длинных позиций, а это означает, что на каждые 100 долларов активов под управлением их рыночная экспозиция составляет всего 48 долларов. Этот риск отражает комбинацию портфеля длинных позиций с использованием заемных средств, где позиции составляют 1,12х активов под управлением, и портфеля коротких позиций, эквивалентного 0,64х активов. Другими словами, на каждые 100 долларов активов под управлением эти фонды оперируют портфелем длинных позиций с кредитным плечом в размере 112 долларов и портфеля компенсирующих коротких позиций в размере 64 долларов.

Неудивительно, что, учитывая спад, произошедший на рынках в прошлом году, доходность длинных/коротких фондов была не такой высокой, как нейтральная к рынку – длинные/короткие фонды акций в совокупности снизились на 8,4%. И то, что они исключают из рыночных рисков, они компенсируют базисным риском. [Представьте, если бы короткие позиции на 64 доллара выросли одновременно со снижением длинных позиций на 112 долларов пошли бы вниз.](#) Теперь у вас есть задача на 176 долларов, а не на 48 долларов.

Все чаще многие из этих фондов используют биржевые инвестиционные фонды для создания коротких позиций, отражая покупку отдельных секторов рынка на коротких позициях, а не покупку акций. Фонды на платформе «Goldman Sachs» управляли совокупным портфелем коротких заказов в размере 730 миллиардов долларов в ноябре, но 180 миллиардов долларов из них приходилось на биржевые инвестиционные фонды.

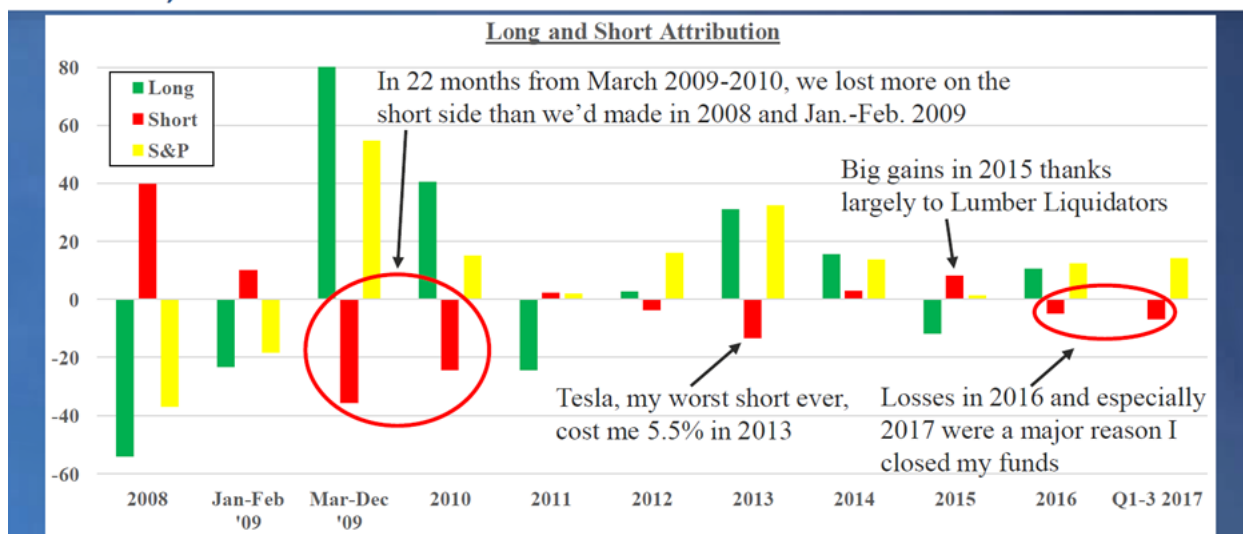
Это не значит, что деньги нельзя заработать на шортах по отдельным акциям. В прошлом году, [по данным](#) «S3 Partners», продавцы ценных бумаг, играющие на понижение, зафиксировали прибыль в размере 15,8 млрд долларов от

продажи акций Tesla, поскольку стоимость акций упала на 65%. Но постоянно зарабатывать деньги на коротких продажах сложно. Одна из причин заключается в том, что акции имеют тенденцию роста в цене с течением времени: вы не будете сидеть и ждать падения стоимости акций падать на 65% в течение нескольких лет подряд.

Возьмем, к примеру, управляющего хедж-фондом Уитни Тилсон. Тилсон начал заниматься короткими продажами в 2002 году. К концу 2007 года он постепенно довел свой портфель коротких позиций до 20%. Когда разразился финансовый кризис, он увеличил свой портфель шортов до 60% к 2008 году. В течение следующих 12 месяцев это окупилось, но после этого он потерял все. За 22 месяца с марта 2009 г. по конец 2010 г. он потерял на коротких продажах больше денег, чем заработал во время финансового кризиса. В последующие годы он добился небольшой прибыли за три года, но потерял больше за остальные четыре года, включая убыток на 5,5% для компании «Tesla» в 2013 году, «его худшая короткая сделка за всю историю».

«За 15 лет коротких продаж я заработал много денег в 2008-начале 2009 и 2015 года, но в остальном, по большей части, терпел неудачу», — [сказал он](#). Помимо потери большого количества денег, его деятельность по коротким продажам также **«требовала огромного количества времени»**.

AFTER THE MARKET BOTTOMED IN MARCH 2009, OUR SHORT BOOK KILLED US



Данные о доходности хедж-фонда Уитни Тилсона за период с 2008 по 2017 гг.

Еще одна причина, по которой короткие продажи являются непростыми, — это перевернутый профиль риска/доходности, который они демонстрируют.

В отличие от долгосрочного инвестирования, при котором потенциал роста доходности не ограничен, а потенциал ее снижения ограничен размером ваших первоначальных инвестиций, при коротких продажах потенциал роста доходности ограничен 100%, а потенциал снижения доходности неограничен. Это порождает очень специфические проблемы управления рисками.

В своей превосходной книге под названием *«Hedgehogging»* бывший аналитик компании «Morgan Stanley» и управляющий хедж-фонда, Бартон Биггс, рассказывает историю Джока Робинсона, (анонимного) управляющего фондом, чьим основным занятием было «открытие гигантских коротких позиций по акциям компаний, характеризующихся уникальной продукцией или событиями, которые продвигались на рынке с очень оптимистичными прогнозами в лучшем случае или являлись частью мошеннических схем в худшем».

Робинсон открыл короткую позицию в компании «Casino Resorts», акции которой быстро росли в цене. По мере дальнейшего роста Робинсон увеличивал свою позицию, наблюдая, как цена поднимается с 16 до 20 и с 25 до 30 пунктов. Он отдал приказ на продажу большего количества акций, если они достигнут 35 пунктов. Так и произошло. Робинсон был более чем когда-либо убежден в том, что компания была переоценена, но имел место грамотный менеджмент, и акции продолжали расти в цене.

Когда стоимость акций достигла 60 пунктов, Робинсону начали поступать звонки с просьбой вернуть акции, взятые в долг. В некоторых случаях он не мог закрыть сделку, и его акции скупали агрессивно настроенные брокеры, которые повышали стоимости акций еще больше. Вскоре она достигла 80 пунктов. К тому времени Робинсон потерял 100 миллионов долларов, что составляло 22% своего фонда, за четыре месяца. Он начал получать безумное количество звонков от клиентов с просьбой выкупить акции, что вынудило его выкупать акции для того, чтобы закрыть свою короткую позицию или позволить этой позиции стать еще большей долей его фонда. Предчувствуя губительный водоворот, трейдеры начали предполагать, что его фонд иссяк, и он будет вынужден ликвидировать его, что заставит его выкупить еще больше акций Casino Resort. Цена пошла вверх. По мере роста позиции главный брокер Робинсона требовал увеличения маржи, что вынуждало его продавать другие акции из своего портфеля. Вскоре акции компании «Casino Resorts» составили 40% от его портфеля, а сейчас их цена составляет 90 пунктов.

К этому моменту Робинсон был сыт по горло. Он велел своему трейдеру начать выкуп акций для того, чтобы покрыть свою короткую позицию. Новости об этом распространились по всему фондовому рынку, и цена акций

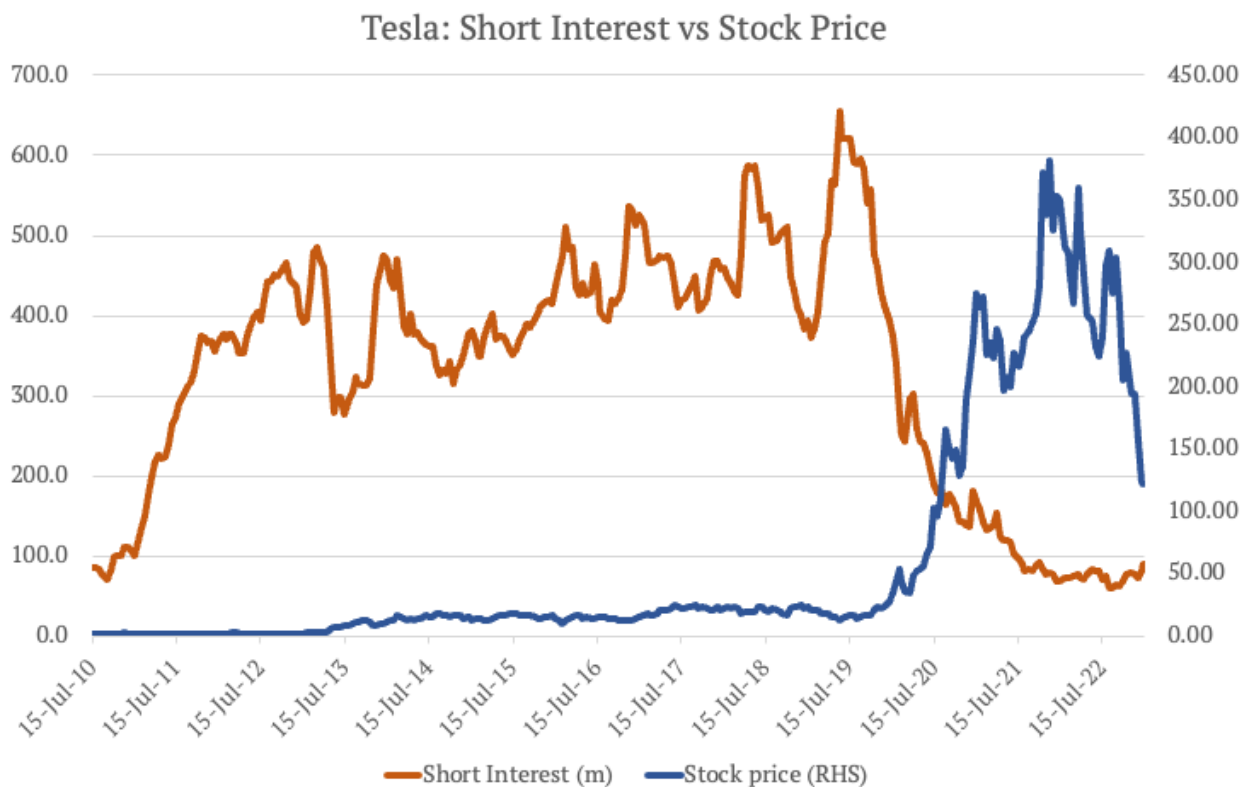
выросла до 100 пунктов. Когда он завершил закрытие короткой позиции, его фонд сократился с 400 до 80 миллионов долларов. Он практически остался не удел.

И неважно, что он был прав. Со стороны Робинсон наблюдал, как акции упали до 60 пунктов после того, как он прекратил покупку акций для покрытия обязательств по срочным сделкам. В течение двух месяцев цена акций вернулась к 45 пунктам, а в последующие годы она снизилась до десятков пунктов и остановилась в диапазоне от 5 до 10 пунктов.

Джок Робинсон занимался короткими продажами в начале 1980-х, но его история не имеет срока давности. В 2008 г. продавцы ценных бумаг, играющие на понижение, которые вложили свои средства в акции компании «Volkswagen» попали в аналогичную ситуацию short squeeze; в 2021 году они так же попали, вложив свои средства в акции компании «[GameStop](#)».

И Робинсону даже не пришлось отвечать на требования по раскрытию информации. Пока ходили слухи о его позиции, никакая информация не транслировалась через официальные каналы. В наши дни многим юрисдикциям приходится раскрывать информацию о своих коротких позициях. В Великобритании уведомление о публичном размещении акций должно быть сделано после того, как чистая прибыль по коротким позициям по акциям достигает 0,5% выпущенного акционерного капитала компании. Результаты ежедневно публикуются в электронной таблице в формате «[Excel](#)». Например, на текущий момент самая крупная короткая позиция на рынке — это короткая позиция «Odey Asset Management» в «[Metro Bank](#)».

Даже в тех случаях, когда раскрытие информации не требуется, сведения о проценте выручки по коротким сделкам является общеизвестной информацией, и часто имеет смысл избегать коротких продаж акций с высокой долей шортов. Даже если способны выдерживать некоторую волатильность, вы, как и Джок Робинсон, можете отказаться от открытия коротких позиций по тем же акциям в процессе их ликвидации.



Инвесторы, занимающиеся разоблачением махинаций в сфере коротких продаж

На собрании акционеров в 2006 году Уоррен Баффет размышлял о сложности управления короткими позициями. «По своей сути, нет ничего плохого в том, чтобы продавать что-то дешевле», — заявил он. «Я бы сказал, что это очень, очень сложный способ заработка. Зачастую это не только болезненно с финансовой точки зрения, но и очень болезненно в эмоциональном плане».

Он продолжил: «У меня, наверное, была сотня идей того, что следует продавать, используя тактику коротких продаж и я бы сказал, что почти каждая из них оказалась правильной. И я готов поспорить, что, если бы я попытался воспользоваться этими идеями и заработать на этом деньги, я, вероятно, потерял бы свои деньги, я бы не получил от этого никакого удовольствия, а издержки упущенных возможностей... были бы огромными. **Потому что, если кто-то начинает заниматься чем-то наполовину мошенническим, он, вероятно, довольно хорош в этом, и работают над этим весь свой рабочий день, и какое-то время он преуспевает в этом, и может продолжать преуспевать.** И если он преуспеет в этом, то вы делаете ставку X, и она увеличится до 5X, и вы знаете, все, на что он надеется, это то, что через некоторое время она снова вернется к X или близко к этому»

значению. Это очень сложная психологическая игра. Немногие люди годятся чтобы заниматься этим».

Баффет прав. Когда Дэвид Эйнхорн выиграл [благотворительный ланч](#) с ним в 2003 году, Эйнхорн захотел обсудить с ним короткую позицию, которую он недавно открыл в компании «Allied Capital». Баффет заметил, что, несмотря на то что акции «Allied Capital» — это всего лишь одна позиция в портфеле Эйнхорна, для компании и ее руководства — это серьезное дело, поэтому они будут говорить и делать все то, что инвестор не стал бы делать для того, чтобы повысить свою доходность. Пять лет спустя Эйнхорн подробно описал историю своей короткой позиции в компании «Allied Capital» в книге *«Fooling Some of the People All of the Time»*. Управление ею отняло у него огромное количество времени, поскольку компания сопротивлялась и поощряла проведение регулирующими органами расследование в отношении Эйнхорна на предмет махинаций с акциями. «Коротко говоря, это было не то, чего я ожидал, но это и не было катастрофой», — написал он в первом издании своей книги.

В финансовом плане его дела обстояли лучше, чем у других. Джон Хемптон, управляющий хедж-фонда, посоветовавший журналисту газеты «Financial Times» Дэну Маккраму обратить своей внимание на компанию «Wirecard», признал, что он так и не заработал на своей короткой позиции в «Wirecard». Компания «Ennismore Fund Management», чей менеджер, Лео Перри, также помогал Маккраму в его расследовании, все-таки [сумела получить](#) небольшую прибыль в размере около 10 миллионов долларов при размерах фонда в 500 миллионов долларов. Но это произошло по прошествии шести лет работы. "Стоило ли оно того?" говорит Перри. «Я должен сказать «да», поскольку я все еще в этом бизнесе. Но я бы не рекомендовал вам короткие продажи, если вы хотите жить без стресса».

Помимо инвесторов, совмещающих длинные и короткие позиции, Баффет выделяет еще один тип продавцов ценных бумаг, играющих на понижение, — это специализированные фонды коротких продаж. **«Я бы никогда не вложил деньги в фонд коротких продаж, но не потому, что считал бы это этически неправильным. Я просто думаю, что они вряд ли способны заработать деньги».**

Специализированные фонды коротких продаж появились в начале 1980-х годов. Первый из них, под названием «Feshbach Brothers», был основан в 1982 году близнецами Джо и Мэттом Фешбахами и их коллегой Томом Бартоном. На пике своего развития фонд управлял 600 миллионами долларов. Специалисты «Feshbach Brothers» считали себя детекторами ажиотажа, выполняющими важную надзорную функцию для общественности. Они

искали короткие позиции с четырьмя характеристиками: завышенная стоимость активов, наличие системных проблем внутри компании, неудовлетворительное финансовое положение и неумелое или нечестное управление. «Мы шортим акции в тех случаях, когда негативные явления настолько перевешивает позитивные, что со временем рынок просто не может игнорировать плохие новости — в конечном итоге цена акций отразит это», — заявил Джо Фешбах Кэтрин Стейли, автору книги *«The Art of Short Selling»*.

Их первой короткой сделкой была «Universal Energy», акциями которой, по их мнению, манипулировали инсайдеры. Акции быстро упали в цене и создали образец для последующих решений. Фешбахи вели интенсивную работу, иногда приводившую к информационной избыточности. Но они не сочли посещение компаний и переговоры с аналитиками с Уолл-стрит полезными: **«Без помощи менеджмента других компаний наша компания не смогла бы добиться хороших результатов в деле коротких продаж»**. В наши дни компании, подверженные коротким продажам, часто жалуются на то, что средства не приходят к ним до того, как они раскрывают свои позиции. Но именно в этом суть; в рыночной среде, где вся информация обязательно находится в открытом доступе, права на ответ не существует.

Джим Чанос также был в числе первых, кто вышел на рынок коротких продаж, создав свой специализированный фонд коротких продаж «Kynikos Associates» в 1985 году. Чанос получил признание за выявление мошенничества в «Enron», когда акции упали в среднем с 79,14 доллара в 2000 году до 60 центов в декабре 2001 года. Десять лет назад он управлял более чем 5 миллиардами долларов, но рост рынков взял свое; на самую последнюю дату подачи заявки (март 2022 г.) активы под управлением его фонда сократились до 288 миллионов долларов.

Для того чтобы уменьшить риски и повлиять на реакцию от изменения стоимости акций, продавцы ценных бумаг, играющие на понижение, все чаще публикуют отчеты о своих позициях. В прошлом году, [по данным](#) «Breakout Point», было запущено 113 новых крупных кампаний по выявлению спекуляций на рынке коротких продаж, что в среднем привело к снижению цен на 31% после публикации отчета. В 33 случаях снижение составило более 50%. В этом году их пока было всего несколько, в том числе доклад компании «Hindenburg Research» об «Adani Group».

Эта модель вызывает резкую критику со стороны компаний, подпадающих под действие подобных публикаций, но широкое распространение исследований играет важную роль в оказании помощи рынкам. **«Мы не критикуем эту компанию, потому что мы занимаемся короткими**

продажами; мы занимаемся короткими продажами, потому что критически относимся к этой компании», — заявил Дэвид Эйнхорн.

Даже с предвзятым отношением к активистам, занимающимся разоблачением в сфере коротких продаж, продавцам ценных бумаг, играющим на понижение, по-прежнему трудно зарабатывать деньги. «Я мог бы заработать намного больше денег с гораздо меньшими потерями, если бы много лет назад заявил, что мы собираемся создать фонд, ориентированный на длинные позиции», — [заявил](#) Карсон Блок, основатель компании «Muddy Waters Research», занимающейся короткими продажами. Но у людей, которые занимаются этим, другие стимулы. «Вероятно, у нас есть убежденность в том... что мы умнее многих людей окружающих нас, даже тех, кто более успешен и популярен, чем мы, и у нас, вероятно, есть жгучее желание доказать им это!»

За прошедшие годы продавцы ценных бумаг, играющие на понижение, привлекли внимание к «Enron», «Lehman Brothers» и множеству других не очень честных компаний. При этом они улучшают ценообразование для всех участников рынка и помогают бороться с мошенничеством. По мере роста процентных ставок доход от наличных денег, которые получают продавцы коротких позиций, когда они продают акции, увеличивается, что делает короткие продажи структурно более прибыльными. Это, а также успех таких компаний, как «Hindenburg Research», скорее всего, привлечет на рынок больше капитала. От этого выиграют все.