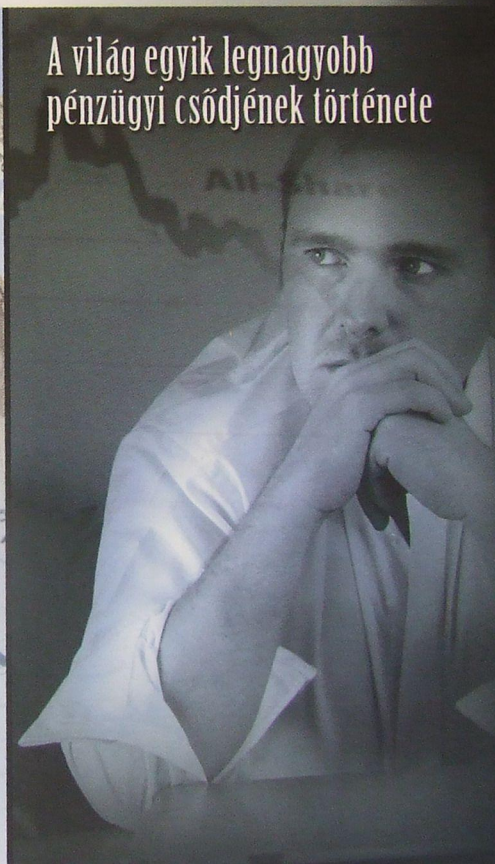
Roger Lowenstein

TŐZSDEGURUK TÜNDÖKLÉSE ÉS BUKÁSA

A világ egyik legnagyobb pénzügyi csődjének története



Alinea Kiadó

Roger Lowenstein

Tőzsdeguruk tündöklése és bukása

Roger Lowenstein

Tőzsdeguruk tündöklése és bukása

A világ egyik legnagyobb pénzügyi csődjének története

Alinea Kiadó
Budapest

Eredeti kiadás:

Roger Lowenstein: When Genius Failed. Random House, 2001

© Roger Lowenstein, 2001

© Alinea Kiadó. 2007

A magyar kiadást szerkesztette: Jeney Johanna

Lektorálta: Juhász Péter

Fordította: © Varga Ferenc András. 2007

Borító: © Spirit Lab

ISBN 978-963-9659-13-1

Alinea Kiadó
1016 Budapest, Mészáros u. 18.
E-mail: alinea@alinea.hu
www.alinea.hu

Minden jog fenntartva

Tartalom

Előszó és köszönetnyilvánítás 7
Bevezetés 11

A Long-Term Capital Management tündöklése...

1. Meriwether 21
2. Fedezeti alap 51
3. Beindul a gépezet 77
4. Kedves befektetők 109
5. Kötélhúzás 135
6. Nobel-díj 161

...és bukása

7. A volatilitás bankja 201
8. A bukás 233
9. Az emberi tényező 259
10. A Fednél 295

Epilógus 345
Jegyzetek 371
A szerzőről 389

Maury Laskynak és Jane Ruth Mairsnek

Előszó és köszönetnyilvánítás

„A múlt lehet a kezdet. De melyik múlt?”
Henry Hu

A Long-Term Capital Management története oknyomozó munka gyümölcse. Az adatgyűjtés kezdetén több személyes beszélgetésre nyílt alkalmam a cég két partnerével, Eric Rosenfelddel és David Mullinsszal. Az ilyen „hivatalos” jellegű együttműködésnek azonban hamar vége szakadt. Későbbi kísérleteim – amelyeket az interjúk felújítására tettem, és arra, hogy felvegyem a kapcsolatot az alapítóval, John W. Meriwetherrel és más partnerekkel – hiábavalónak bizonyultak. Ennek ellenére kutatásaim során szinte végeláthatatlanul újabb és újabb kérdésekkel bombáztam (e-mailben és telefonon) Rosenfeldet, és ő nagyvonalúan ráállt, hogy közülük jó néhányra válaszoljon. Ezenkívül a Long-Term számos alkalmazottja (a cég minden szintjéről) bizalmasan segítette munkámat, megkönnyítve számomra az alap belső működésének és az egyes partnerek személyiségének megértését. Mély hálával tartozom segítségükért.

Forrásaim másik fő ágát a fontosabb Wall Street-i befektetési bankok vezetőivel és alkalmazottaival való beszélgetéseim és interjúim jelentették, beleértve azt a

hat bankot, amelyek döntő szerepet játszottak a Long-Term születésében és végül megmentésében. A Bear Stearns, a Goldman Sachs, J. P. Morgan, a Merrill Lynch, a Salomon Smith Barney és a Union Bank of Switzerland számtalan munkatársának együttműködése nélkül nem írhattam volna meg a könyvet.

Találtam olyan nagylelkű tanárokat is, akik segítettek eligazodni a közgazdaságtan útvesztőiben. Sok más tudós szakember mellett Peter Bernstein, Eugene Fama, John Gilster, Bruce Jacobs, Christopher May és Mark Rubinstein útmutatásai alapján sikerült elmélyednem az opciók, fedezések, haranggörbék és „vastag vállak" világában, ahol a Long-Term ügyleteit felhalmozta.

Mindezeken túl rengeteg tényt és adatot szolgáltatott az alap tőkéjével, eszközállományával, tőkeáttétével és havonkénti hozamával, valamint a befektetők által realizált eredményeivel kapcsolatban az a bizalmas feljegyzés, amelyet 1999 januárjában a Long-Term partnerei készítettek az alap bukásáról. Felbecsülhetetlen értékű forrásnak bizonyult, a könyv számos adatát abból merítettem. Végül, de nem utolsó sorban szeretném kifejezni hálámat a New York-i Federal Reserve Banknak a nagyvonalú együttműködésért.

Forrásaimat végjegyzetben jelölöm meg, amikor lehetséges. Sok esetben azonban kénytelen voltam kilétük elhallgatását kérő forrásokra hagyatkozni. A kortárs történelem mindig ingoványos téma, márpedig a Long-Term históriája – amely lényegében a kudarc és csalódottság története – különösen kényes. A Long-Term partnerei természettől fogva zárkózott emberek, akik alapjuk fénykorában is rossz szemmel néztek volna egy efféle vállalkozást. Teljesen emberi és természetes, hogy nem lelkesedtek egy ilyen gigászi kudarc kiteregetéséért. Így aztán az olvasó szíves elnézését kérem a hivatkozás nélküli anyagok tömegéért.

Rendkívül hálás vagyok Viken Berberiannak, kutatási asszisztensemnek, aki nemcsak rettenthetetlen adatvadásznak bizonyult, de egyben leleményes és éleslátó munkatársnak is. Neil Barsky, Jeffrey Tannenbaum és Louis Lowenstein – két jó barát és egy páratlan apa – fáradhatatlanul olvasták a még nyers kéziratot, és felbecsülhetetlen értékű, sokszor igen helyénvaló javaslatokkal láttak el. Lelkes és odaadó munkájuk nyomát a könyv minden lapja magán viseli. Ügynököm, Melanie Jackson és szerkesztőm, Ann Godoff csalhatatlan és legyőzhetetlen párost alkottak, és a vállalkozást avatottan terelgették az ötlettől a megvalósulásig. Újra és újra felém áradó bizalmuk beragyogta különben magányos óráimat. Három gyermekem, Matt, Zack és Alli szakadatlan inspiráció forrásául szolgáltak. A könyv írása során szakmailag és személyesen még sokan mások segítették a szerzőt, amiért mindannyiuknak végtelenül hálás vagyok.

Bevezetés

A New York-i Federal Reserve Bank* szürke homokkő alapzaton áll a Wall Street szívében, ám a nagy hírű intézmény 1924-ben emelt épülete mégis szinte észrevétlenül bújik meg a versenyszférát kiszolgáló, nyüzsgéssel teli szomszédjai gyűrűjében. A környéket elszórtan diszkontüzletek és gyorsétkezdék tarkítják – és szinte mindenfelé egymást érik a bankok és a brókercégek. A Fed közvetlen szomszédjai közt akad egy cipőjavító stand, egy japán gyorsétterem, ott van a Chase Manhattan Bank és néhány saroknyira a J. P. Morgan. Kissé nyugatabbra a Merrill Lynch, a „nép brókerháza" tornyosul a Hudson folyó fölé, azon túl terül el Amerika java része, és él a Merrill ügyfeleinek többsége. A bankok felhőkarcolói nyílt, barátságos hangulatot árasztanak, de a Fed épülete, amolyan reneszánsz stílusú palota, kimondottan barátságtalan benyomást kelt. Íves ablakait fémrácsok borítják, és a Liberty Streeten lévő főbejáratát egy sor rideg strázsa vigyázza.

* Az USA-ban az 1913-ban létrehozott Federal Reserve Bank (Fed) látja el a jegybanki funkciókat. Itt a 12 regionális központból álló szervezet New York-i fiókjáról van szó – *a magyar kiadás lektora.*

A New York-i Fed csupán az egyik fogaskerék – még ha a legfontosabb is – az Egyesült Államok nemzeti tartalékrendszerében. A Wall Streethez való közelségénél fogva a New York-i Fed a Washingtonban ülésező, mindentudó Alan Greenspan vezette igazgatótanács szeme és füle a piacon. William J. McDonough, a New York-i Fed nagydarab elnöke gyakran társalog bankárokkal és brókerekkel. Igyekszik elcsípni a kósza híreket, amelyeket a brókerek egymás közt terjesztenek. McDonough felettébb kíváncsi mindenre, ami a piacot, illetve szélsőséges esetben akár magát a pénzügyi rendszert is megrázhatja, de kutakodása közben megpróbál a háttérben maradni. A Fed mindig is ellentmondásos felügyeleti szerv volt – az emberek szolgálója, amely kéz a kézbenjár a Wall Streettel, szerzetesi magányba zárkózó hivatal a piac demokratikus káoszában. Alihoz, hogy McDonough beavatkozzon akár a legcsekélyebb mértékben is, igazi válság kell, sőt valóságos háború. Csakhogy 1998 őszének elején mégis muszáj volt McDonoughnak közbelépni – méghozzá elég drasztikusan.

A baj forrása olyan parányinak tűnt, olyan nevetségesen távolinak, hogy eleinte senki még csak rá sem hederített. No de nem így történik-e mindig? A hullámok közé dobnak egy tearakományt vagy lelőnek egy trónörököst, aztán lángra kap a kanóc, kirobban a válság, és gyökerestül felfordul a világ. Ez esetben a szikrát a Long-Term Capital Management (LTCM) pattintotta ki, egy zártkörű befektetési társaság, amelyet a connecticuti Greenwich villanegyedéből irányítottak, jó negyven mérföldnyire a Wall Streettől. Az LTCM mindössze száz befektető pénzét kezelte, nem egészen kétszáz alkalmazottat foglalkoztatott, és száz amerikaiból aligha hallott róla még csak egy is. Sőt öt évvel azelőtt az LTCM még csak nem is létezett.

De 1998. szeptember 23-án az LTCM csöppet sem tűnt jelentéktelennek. Az LTCM krízise miatt McDonough magához kérette – a Fed visszafogott nyelvén:

„meghívta” – az összes nagy Wall Street-i bank fejét. A Fed tizedik emeleti olajportréi alatt a történelem során először gyűltek egybe a Bankers Trust, a Bear Stearns, a Chase Manhattan, a Goldman Sachs, a J. P. Morgan, a Lehman Brothers, a Merrill Lynch, a Morgan Stanley Dean Witter és a Salomon Smith Barney vezetői – nem azért, hogy megmentsenek valami latin-amerikai országot, hanem hogy megvitassák, kihúzzák-e egyik társukat a bajból. Csatlakozott hozzájuk a New York-i Értéktőzsde elnöke és mellette a főbb európai bankok képviselői. A Fednél annyira elszoktak az efféle összejövetelektől, hogy hirtelen még elég bőrfotelt sem tudtak előteremteni, és az igazgatók kénytelenek voltak összecsukható fémvázas székekbe préselni magukat.

Bár McDonough köztisztviselő volt, a tanácskozás titokban zajlott. A világ tudomása szerint Amerika a történelem egyik legnagyobb tőzsdei aranykorának víg napjait élte, bár most is – mint korábban sokszor ősszel – történt némi visszaesés. Augusztus közepe óta – amikor Oroszország képtelenné vált törleszteni rubel alapú államkötvényeit – különösen a globális kötvénypiacok voltak zaklatottak. Csakhogy McDonough nem ezért trombitálta össze a bankárokat.

A kötvénykereskedelemre szakosodott Long-Term a bukás szélén táncolt. Az alapot a Salomon Brothers egykori sztárbrókere, John W. Meriwether igazgatta – egy rátermett, de óvatos közép-nyugati származású férfi, aki közkedvelt volt a bankárok körében. Nagyrészt neki volt köszönhető, hogy a bankárok hajlandók voltak a Long-Termnek hitelezni – méghozzá felettébb nagylelkű feltételek mellett. Meriwether azonban csak a kirakatarca volt a Long-Termnek. A cég lelkét néhány zseniális, doktori fokozattal rendelkező arbitrázskereskedő alkotta, jó páran közülük professzorok, ketten pedig elnyerték a Nobel-díjat is. Mindnyájan roppant okosak voltak, és ezt tudták is magukról.

A Long-Term négy éven át a Wall Street legirigyeltebb cége volt. Az alap évente több mint 40 százalékos hozamot produkált, veszteséges időszakok, hektikus ingadozások és látszólag minden kockázat nélkül. Úgy tűnt, intellektuális szupermenjei képesek a bizonytalan világot egyszerű megéri/nem éri meg csoportokra bontani – ők voltak a legjobbak a modern befektetési piacon.

Ez a rejtelmes arbitrázsalap elképesztő összegű, 100 milliárd dollárnyi eszközt halmozott fel, gyakorlatilag az egészet kölcsönből, vagyis a McDonough asztalát körülülő bankárok pénzéből. Bármilyen gigászi volt is azonban ez az adósság, mégsem ez volt a Long-Term legnagyobb problémája. Az alap sok ezernyi származtatott ügylete* révén kibogozhatatlanul összefonódott a Wall Street összes cégével. Ezek a szerződések – amelyek lényegében fogadások voltak a piaci árak alakulására – összességében csillagászati összegre, 1000 milliárd dollárra szóltak.

Ha a Long-Term csődbe megy, a teremben lévő összes bank olyan szerződések egyik oldalán találná magát, amelyek másik oldalán nem áll senki. Más szóval óriási – és elviselhetetlen – kockázat szakadna a nyakukba. Menthetetlenül óriási riadalmat okoznának, ahogy az üzletekből menekülni igyekezve piacra dobnák a Long-Term által biztosítékul letétbe helyezett eszközöket.

A pánik egyidős a piacokkal, a származtatott ügyletek azonban viszonylag újak. A szabályozó hatóságok aggódtak az új típusú termékek jelentette kockázatok miatt, amelyek az ország pénzügyi intézményeit kölcsönös kötelezettségvállalások komplex láncával kötötték össze. A tisztviselők most amiatt aggódtak, mi történne, ha az

* Más néven dcrivatívája, azaz olyan ügylete, amelyben a vásárolt termék értéke nem független, hanem előre meghatározott módon valamilyen más (mögöttesnek nevezett) termék áralakulásától függ – *a magyar kiadás lektora.*

egyik nagy láncszem fizetésképtelenné válna. McDonough attól tartott, hogy a piac nem képes tovább működni, a kereskedés leáll, és az egész rendszer összeomlik.

James Cayne, a Bear Stearns szivar rágcsáló vezérigazgatója megfogadta, nem finanszírozza tovább a Long-Term brókereit, ha az alap szabad készpénzállománya 500 millió dollár alá esik. Év elején ez még roppant távoli eshetőségnek tűnt, mivel a Long-Term akkori tőkéje elérte a 4,7 *milliárd* dollárt. Csakhogy az utóbbi néhány hét során, illetve az orosz válság óta a Long-Term nap mint nap bénító veszteségeket szenvedett, és tőkéje a minimumra csökkent. Cayne nem hitte, hogy a cég még egy napot kihúz.

A Long-Term pénzt kért Warren Buffett-től, pénzért kilincselt Soros Györgynél, elment a Merrill Lynchhez. Sorra kopogtatott az összes létező banknál, míg el nem fogytak a helyek, ahová fordulhatott. Így történt, hogy – mint valami keresztapa a rivalizáló és harcban álló családokat – McDonough tanácskozni hívta a bankárokat. Ha a letétbe kapott kötvényeket a bankok egymástól függetlenül dobnák piacra, az világméretű pánikot okozhatott volna. Ha összhangban cselekednek, talán elkerülhető a katasztrófa. Bár ezt McDonough nem mondta ki, azt kívánta a bankoktól, fektessenek be 4 milliárd dollárt az alap megmentésére. Azonnali cselekvést sürgetett – másnap lépni már késő lelt volna.

Csakhogy a bankárok úgy érezték, a Long-Term már így is épp elég sok borsot tört az orruk alá. A Long-Term titkolózó, zártkörű matematikusklubja mindenkit mélységes megvetéssel kezelt a Wall Streeten. A Merrill Lynch, a Long-Term szülőatyja, akárcsak a többi befektetési bank, régóta igyekezett az alappal nyereséges, kölcsönösen előnyös kapcsolatot kiépíteni, de a Long-Term merev elutasítással hárította el közeledéseiket. A professzorok csakis saját játékszabályaik szerint voltak hajlandók üzletelni, és a bankárok kedvéért elveikből szemernyit sem kívántak engedni.

A bankárok sértett gőggel fogadták, hogy az egykor oly dölyfös Long-Term most hozzájuk könyörög segítségért.

Amellett a bankárokat közvetlenül is sújtotta a jórészt a Long-Term által kirobbantott káosz. A Goldman Sachs vezérigazgatója, Jon Corzine ellen fellázadtak üzlettársai, mivel elrémítették őket a Goldman legutóbbi veszteségei, és Corzine-nal ellentétben nem voltak hajlandók fogyatkozó tőkéjüket egyik versenytársuk megmentésébe fektetni. Sanford I. Weill, a Travelers/Salomon Smith Barney elnöke szintén súlyos veszteségekel szenvedett. Weill attól tartott, veszteségeik meghiúsíthatják cége Citicorppal tervezett fúzióját, amelyet Weill fényes karrierje megkoronázásának szánt. Ő nemrég számolta fel saját arbitrázsrészlegét – ahonnan Meriwether karrierje évekkel korábban elindult – és nem óhajtott egy másiknak mentőövet dobni.

Ahogy McDonough végignézett az asztal körül ülőkön, minden vendége kisebb-nagyobb bajban volt, sokan közvetlenül a Long-Term miatt. A bankok, amelyek részvényei mélyrepülésbe kezdtek, attól tartottak – akárcsak McDonough –, hogy a globális vihar, amely oly ártatlanul az ázsiai leértékelődéssel indult, majd átterjedt Oroszországra, Brazíliára és most a Long-Term Capitalre, végül az egész Wall Streeten végig fog söpörni.

Richard Fuld, a Lehman Brothers elnöke hevesen tagadta a pletykákat, miszerint az ő társasága a Long-Termnek való túlzott mértékű hitelezés miatt végveszélybe került volna. David Solo, aki a svájci bankóriást, a Union Bankot képviselte, úgy vélte, hitelintézete már így is elég mélyen benne ül a slamasztikában: meggondolatlanul a Long-Termbe fektetett, és gigászi összegeket bukott. Thomas Labrecque Chase Manhattanje az alapnak 500 milliós kölcsönt adott, s mielőtt Labrecque fontolóra vett volna további befektetéseket, szerette volna a kölcsönt visszakapni.

David Komanskynek, a Merrill pocakos elnökének volt a legtöbb oka a szorongásra. Két hónap leforgása alatt

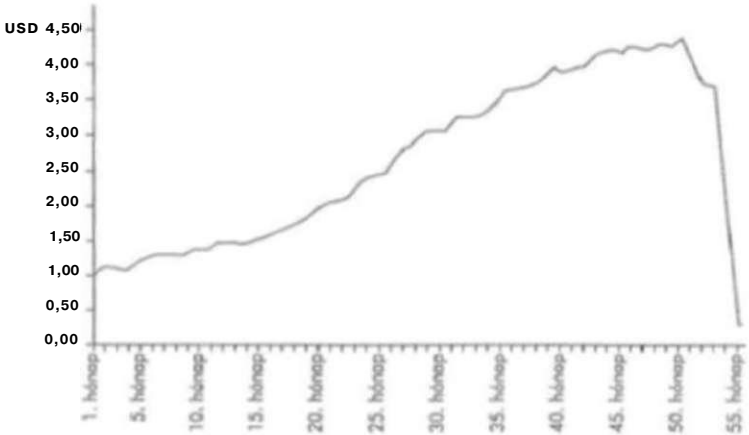
50 százalékkal gyengültek a Merrill részvényei – a cég piaci értékéből 19 milliárd olvadt semmivé. A Merrill szintén sokkolóan sokat bukott a kötvénypiacon, és már-már saját hitelminősítési besorolása is veszélybe került.

Komanskyt, aki személyesen csaknem egymillió dollárt fektetett az alapba, elrémisztette a Long-Term esetleges bukása nyomán fenyegető káosz. Csakhogy pontosan tudta, mennyi ellenszenv gyülemlett fel a teremben a Long-Termmel szemben. Sejtette, milyen nehéz lesz – ha egyáltalán lehetséges – a bankárokat egyetértésre bírni.

Komansky látta, hogy Cayne, a Bear Stearns konok vezérigazgatója a játszmában kulcsszerepet kap. A Bear, amely a Long-Term ügyleteit számolta el, jobban a befektetési alap kulisszái mögé látott, mint a cégek közül bármelyik. Ahogy a többi bankár idegesen a székében fészkelődött, Herbert Allison, Komansky jobbkeze megkérdezte Cayne-től, melyik oldalon áll.

Cayne világosan kijelentette: a Bear Stearns egy centet sem fektet a Long-Term Capitalbe. A bankárok torkára fagyott a szó, és a Wall Street krémje egy percig némán hallgatott. Aztán elszabadult a pokol.

Az LTCM alapításakor befektetett 1 dollár bruttó értéke az alap futamideje során



A Long-Term Capital Management tündöklése

1. Meriwether

Ha a Salomon Brothersnél John Meriwether megtanult hinni valamiben, az az volt, hogy a veszteséget addig kell halmozni, míg az nyereségbe nem fordul. A megvilágosodás Meriwethert 1979-ben érte, amikor az egyik brókercég, a J. F. Eckstein & Co. a csőd szélére csúszott. Eckstein pánikba esve rohant a Salomonhoz, és leült tárgyalni egy csoporttal, amelyben a cégjó pár partnere mellett az akkor még kerubarcú harmincegy éves bróker, Meriwether is helyet kapott. „Van egy pokoli jó üzletem, de nem tudom megtartani – könyörgött nekik Eckstein. – Nem akarnak kivásárolni?"

A helyzet a következő volt: Eckstein határidős kincstárjegyügyletekkel kereskedett – ezek, ahogy nevük is mutatja, olyan kontraktusok voltak, amelyek egy jövőbeni időpontban előre rögzített áron nyújtottak amerikai állampapírokat. Ezek gyakran az alapul szolgáló kötvényeknél némileg alacsonyabb áron forogtak a piacon. Az arbitrázskereskedés klasszikus forgatókönyve szerint Eckstein megvette a határidős kontraktusokat, eladta az azokért majdan kapható kincstárjegyeket, és várt, hogy az árfolyamuk közeledjen egymáshoz. Mivel a legtöbb be-

fektető csaknem annyit hajlandó fizetni azért, hogy övé legyen a közeljövőben egy kincstárjegy, mint amennyit a jelenlegi megvásárlásáért adna, ésszerű volt a gondolat, hogy az árak *előbb-utóbb* egymáshoz közelítenek. Akadt az üzletben egy csipetnyi mágia – és ez a kis csavar volt Eckstein üzleti sikerének titka, ahogy a Long-Term Capital határidős üzleteié és minden arbitrázskereskedőé a szakmában. Eckstein nem tudta, hogy a kötvényárak felfelé vagy lefelé mozdulnak el, de *ez őt nem is érdekelte.* Csak az számított, az árak egymáshoz képest hogyan alakulnak.

Azzal, hogy kincstárjegyekre szóló határidős kontraktusokat vásárolt és eladta a még nem birtokolt kincstárjegyeket (vagyis a kötvények árának csökkenésére fogadott), Eckstein lényegében *két* vasat tartott a tűzben.* Attól függően, hogy az árak felfelé vagy lefelé mozdultak, nyert az egyik ügyleten és veszített a másikon. Csakhogy amíg az olcsóbb tétek – a határidős kontraktusok – némileg jobban drágultak (vagy némileg többet vesztettek az értékükből), mint a kincstárjegyek, Eckstein profitja a nyereséges ügyleten nagyobb lett, mint a vesztesége a másik oldalon. Ez az arbitrázskereskedés alapötlete.

Eckstein a trükköt jó párszor megjátszotta, rendszerint sikerrel. Ahogy egyre többet nyert, fokról fokra emelte a tétet. Valami oknál fogva 1979 júniusában megfordult a szokványos rend: a határidős kötvények *drágábbá* váltak a kincstáljegyeknél. Bízva abban, hogy a megszokott rend

* A nem birtokolt papírok eladását hétköznapi nyelven „shortolás"-nak (rövidre eladásnak) nevezik. Ez a gyakorlatban kölcsönzött papírok eladásátjelenti, olyan papírokét, amelyeket természetesen később vissza kell adni — de a kölcsönvevő abban bízik, hogy akkor már a mainál alacsonyabb áron tudja majd a papírokat a piacon visszavásárolni. Itt is a „vásárolj olcsón és adj el drágán" érvényesül. A shortolók pusztán megfordítják a sorrendet: drágán adnak, és csak *azután* vásárolnak olcsón – *a szerző.*

helyreáll, Eckstein *nagyon nagy* összeget fektetett be. Csakhogy ahelyett, hogy szűkült volna, még tovább nőtt a termékek árai közti különbség. Eckstein óriási összegre szóló fedezetfeltöltési felszólításokat kapott, és a reménytelen helyzet pozíciói felszámolására kényszerítette.

A Salomonnál Meriwether történetesen épp akkoriban hozott létre egy kötvényarbitrázs-csoportot. Azonnal ráérzett, hogy Eckstein üzletében van ráció, hiszen az áraknak előbb-utóbb közeledniük *keli* egymáshoz. Igen ám, de közben a Salomon tízmilliókat tenne kockára összesen nagyjából 200 milliós tőkéjéből. A partnerek* szorongva bár, de ráálltak Eckstein üzletének átvételére. A következő néhány héten tovább nőtt az árfolyamkülönbség, és a Salomont súlyos veszteségek érték. A cég aktuális egyenlegét egy kis füzetben vezették az egyik partner, Allan Fine irodája előtt, és a partnerek minden nap idegesen lopóztak az iroda elé, hogy lássák, mennyit buktak. Meriwether hűvösen nyugtatgatta őket, hogy az üzletből végül jól fognak kijönni. „Melegen ajánlom! – mondta John Gutfreund, a cég igazgató partnere –, különben repül."

Az árak végül tényleg összefutottak, és a Salomon egy vagyont keresett. Akkoriban határidős kötvényekkel alig néhányan kereskedtek, de Meriwether értette őket. Partnerré léptették elő már a következő évben, de ami még fontosabb, kis részlege, a baljóslatú nevű Domestic Fixed Income Arbitrage Group (Belföldi Kötvény Arbitrázs Csoport) felhatalmazást nyert, hogy a Salomon tőkéjével kiterjedt üzleteket kezdeményezzen. Meriwether rátalált élete hivatására.

* *Az* angolszász vállalati gyakorlatban azokat a vállalati felsővezetőkéi nevezik partnereknek vagy üzlettársaknak, akik egyben tulajdonosok is – *a magyar kiadás szerkesztője.*

Meriwether 1947-ben született, és a Chicago déli részén lévő Roseland negyed rosemoori részén nőtt föl, Richard Daley polgármester ír katolikus hátországában. Két testvére volt, de ennéljóval nagyobb család vette körül: négy unokatestvére lakott szemközt az utca túloldalán, és szegről-végről az egész környékkel rokonságban állt. Meriwetherjóformán mindenkit ismert a városrészben; elszigetelt kis világ volt ez, amelynek élete a kosárlabdapálya, a kocsma és a parókia között zajlott. Rosemoort keletről az Illinois Central Railroad vágányai, északról pedig egy magas, vörös kerítés szegélyezte, amely mögött a sínpályák és gyárak senki földje terpeszkedett. Ha nem is volt szegény környék, semmiképpen nem lehetett gazdagnak nevezni. Meriwether apja könyvelőként, anyja az oktatási tanácsnál dolgozott. A Meriwether család egy kis barna téglaházban lakott, körülötte szépen nyírt, takaros kerttel, akárcsak szomszédjaik többsége. A gyerekeit mindenki egyházi iskolábajáratta (aki nem így tett, azt „jöttmentként" megbélyegezve kiközösítették). Meriwether világoskék ing és sötétkék nyakkendős uniformisában a St. John de la Salle általános iskolábajárt, majd később a Mendel katolikus gimnáziumba, ahol vasfegyelmet követelő Ágoston-rendi szerzetesek tanították. A fiúkat vonalzóval osztogatott körmösökkel fenyítették, vagy ami még kegyetlenebb: akár egy egész tanórán át térdeitették az ujjukon. Meriwether ejoyce-i szigor alatt hozzászokott a katonás rendhez. Egyik barátja, egy borbély fia így mesélte: „Álmunkban sem mertünk volna az [általános] iskola mellé járni; ha lógni próbálunk, tanáraink egy életre megbüntettek és a pokolra küldtek volna minket." Ami földi pályafutásukat illeti, úgy mondták – és csak féligmeddig tréfásan –, hogy egy rosemoori fiúnak három választása van: tovább tanul, rendőrnek áll vagy a rács mögött végzi. Meriwether számára nem volt kétséges, melyik utat választja, ahogy barátai számára sem.

Közkedvelt, eszes diákként látszólag nyílegyenesen robogott a siker felé. Tanulmányi eredményeiért kitüntették; különösen jól teljesített matematikából – e kötvénykereskedők számára nélkülözhetetlen tárgyból. Érdeklődését talán épp a matematikában rejlő rendszer ragadta meg. Meriwether mindig is igyekezett magát kordában tartani, mintha a határok minden áthágását körmössel való megtorlás követné. Ahogy egyik barátja meséli, bár Meriwether elég nagyszájú suhanc volt, mégsem keveredett soha komolyabb bajba.[1] Érzéseit magába fojtva leküzdölt minden vakmerő késztetést; lázadó ösztöneit illedelmes visszafogottsága mögé rejtette. Okos volt, de nem zseni, népszerű, de nem vezéregyéniség. Tulajdonképpen eléggé átlagos kamasz volt egy olyan helyen és korban, ahol pokoli lett volna másmilyennek lenni.

Meriwether kedvtelve kóstolt bele a szerencsejátékokba, de csak ha a körülmények a sanszait kellőképp megemelték. A szerencsejátékokban remekül kamatoztathatta érzékét az óvatos kockázatvállalásra. Elsajátította a lóverseny fortélyait, és megtanult blackjackezni, az utóbbit kártyabolond nagymamája jóvoltából. Ösztönösen remek esélylatolgató képességével élve olykor fogadásokat tett a Chicago Cubs baseballcsapatra, de csak ha az időjárásjelentés a kezében volt, és tudta, milyen szél fúj majd a Wrigley Fielden.[2] Első kiruccanását nagyjából tizenkét évesen tette a befektetések világába, ám akkor még aligha sejthette volna bármelyik pajtása vagy akár ő maga, hogy a törékeny testalkatú, gesztenyebarna hajú fiúból egykor még ünnepelt hős lesz a Wall Streeten. „John és a bátyja részvényeket vásárolt, és azzal keresett némi pénzt a középiskolában – mesélte évekkel később az édesanyja. – Az apja tanácsára tették."

Meriwethernek különös szenvedélye révén sikerült kitörnie Rosemoorból: nem a befektetéseknek, hanem a

golfnak köszönhetően. Rosemoori fiú létére, felettébb szokatlanul, egészen fiatal korától kijárt a nyilvános pályákra. Oszlopos tagja volt a Mendel iskolai csapatának, és a chicagói városi katolikus liga golfbajnokságában kétszer is az élen végzett. Közben ütőhordó fiúként dolgozott a város déli részén lévő Flossmoor Country Clubban, tetemes busz- vagy vonatútra otthonától. A flossmoori pálya felügyelői megkedvelték a komoly és megnyerő fiatalembert, és a leggazdagabb játékosok mellé osztották be – módfelett jövedelmező kiváltság egy ütőhordó fiú számára. Az egyik klubtag előterjesztette a Chick Evans (század eleji golfozó) nevét viselő ösztöndíjra, akinek hajdan az a boldog ötlete támadt, hogy tanulmányi alapítványt tesz ütőhordó fiúk megsegítésére. Meriwether a Northwestern Universityt választotta az illinoisi Evanstonban, a hűvös vizű Michigan-tó partján, amelyet Rosemoortól huszonöt mérföld és egy egész világ választott el. Meriwether életét addig két ellentétes törekvés határozta meg. Testi-lelki jóléte érdekében mindent megtett azért, hogy belesimuljon környezetébe: a városrész szokásainak, az egyháznak értékeikhez és rítusaikhoz vallásosan ragaszkodva igyekezett megfelelni. A rend és a hagyományok önmagukban való értékek voltak. Csakhogy közben Meriwether megtanulta, megéri az átlagból valami pluszszal kitűnni: némi gyakorlatra téve szert például egy olyan játékban, amelyet a környéken még csak nem is űzött senki.

Az egyetem után egy évig matematikát tanított egy középiskolában, aztán beiratkozott a chicagói egyetem gazdálkodási szakára, ahol évfolyamtársai közt volt egy farmer fia, John Corzine (Meriwether későbbi Wall Street-i riválisa). Meriwether a tanulás mellett a CNA Financial Corporation elemzőjeként dolgozott, és 1973-ban diplomázott. A következő évben Meriwethert, az immár huszonhét éves, lendületes, ravaszul villogó

szemű és gödrös arcú fiatalembert alkalmazta a Salomon. Az utóbbi akkoriban még mindig kis cég volt, de a kötvénypiacokat mindenhol felforgató változások gyújtópontjában állt.

A hatvanas évek közepéig a kötvénykereskedés unalmas sportnak számított. Gyakran a helyi bank vagyonkezelési osztályáról érkező befektetők a biztos jövedelem reményében vásároltak kötvényeket, és – hacsak a kibocsátók fizetőképessége nem kérdőjeleződött meg – rendszerint elégedetten ültek rajtuk, ha egyáltalán eszükbejutottak a papírok. Kevés befektető kereskedett aktívan a kötvényekkel, a gondolat pedig, hogy egy kötvényportfóliót menedzselve az átlagnál magasabb hozamot érjenek el, vagy ahogy ma mondanánk: felülmúlják a viszonyítási alapul választott indexet (benchmark) – teljességgel ismeretlen volt. Jól is volt ez így, hiszen nem is léteztek ilyen indexek. A kor első számú kötvénygurujának épp a Salamon Sidney Homerja számított, egy Harvardon végzett bölcsész, a festő Winslow Homer távoli rokona és a Metropolitan Operaház egyik szopránjának fia. Homer igazi tudós úriember volt – vaskos művet írt a kamatlábak történetéről A Histoiy of Interest Rates: 2000 BC to the Present címmel – azt az embertípust képviselte, amely hamarosan kihalt a Wall Streeten.

Homer piacait, legalábbis a maiakhoz képest, a rögzített viszonyok jellemezték: kötött valutaárfolyamok, szabályozott kamatlábak és kötött (unciánként 35 dolláros) aranyár. Igen ám, csakhogy az 1960-as évek végén ezt a kényelmes világot mindörökre lerombolta a Nyugatot megfertőző inflációs járvány. Ahogy nőtt az infláció, nőttek a kamatlábak, és az eredeti felére vagy az alá csökkent azon aranykeretes kötvények értéke, amelyeket még akkor vásároltak, amikor a 4 százalékos kamat vonzónak számított. 1971-ben az Egyesült Államok felszabadította az arany árát, aztánjött az arab olajembargó. Ha

a kötvénytulajdonosoknak még ezek után is maradt volna némi illúziójuk a világ állandóságát illetően, végképp szertefoszlott, amikor a Penn Central Railroad – amelynek papírjai nagyrészt a biztonságos befektetéseket kedvelő befektetők kezében voltak – csődöt jelentett. A kötvényekbe invesztáló befektetők, akik többnyire nyakig voltak a veszteségben, többé nem ülhettek nyugton a babérjaikon. A kormányok világszerte kénytelenek voltak a kamatokra és valutaárfolyamokra vonatkozó korlátozásokat feloldani. Végképp letűnt a kötött viszonyok korszaka.

A szójabab hirtelen lekerült a slágerlistáról; *a pénz* lett a legkapósabb árucikk. A határidős piacokon vadonatúj pénzügyi termékeket ötlöttek ki kincstárjegyekre, államkötvényekre vagy akár a japán jenre, és a kereskedés arzenáljában új termékek, új opciók, új kötvények jelentek meg abban a pillanatban, mihelyst a professzionális portfóliómenedzserek észbe kaptak, és adni-venni akarták az efféle eszközöket. Az 1970-es évek végére a Salomon és társai úgy darabolták fel és adták tovább a kötvényeket, ahogy arról Homer azelőtt álmodni sem mert volna: például hatalmas jelzáloghitel-kihelyezéseket gyúrtak össze, és falatnyi, könnyen emészthető értékpapírokba porciózták őket.

Hasonlóan gyökeres változást hozott a számítógép megjelenése. Ha egy bróker ki akarta deríteni egy kötvény árát, azt az 1960-as évek végéig egy jókora kék könyvből kellett kiböngésznie. 1969-ben a Salomon felvett egy matematikust, Martin Leibowitzet. Ő szerezte be a Salomon első számítógépét, és amikor a kötvénypiac felpörgött, egyszerre alighanem a történelem legnépszerűbb matematikusává vált. A Salomon brókereinek többé nem volt idejük a kék könyvet lapozgatni, így aztán Leibowitz köré gyűlve vele hívatták elő a számítógépből a kötvényárakat, amelyekre immár késedelem nélkül szük-

ségük volt. A hetvenes évek elejére a kereskedőket saját kézi számológéppel szerelték fel, ami némileg még tovább gyorsította a kötvénykereskedés ritmusát.

Meriwether a Salomonnál épp akkor kezdte a pályafutását, amikor a kötvényvilág fenekestül felfordult. Az egykor kiszámítható és viszonylag kockázatmentes világ lüktetett a változástól, tele óriási lehetőségekkel, különösen a fiatalabb, éles szemű elemzők számára. Amikor Meriwether megérkezett New Yorkba, egy lelket sem ismert ott. Kivett egy szobát a manhattani tornaklub közelében. A Salomon repónak* nevezett finanszírozási részlegénél csakhamar rájött, hogy a kötvényeket egyenesen neki teremtették. A matematika kedvelőinek a kötvények világa különösen izgalmas terület, hiszen az értéküket meghatározó tényezők közül számos könnyen képletekbe önthető. Egy kötvény árát alapvetően két tényező határozza meg.

Az egyik leolvasható magáról a kötvényről. Ha ma 10 százalékos kamattal lehet kölcsönadni, akkor érdemes lehet a névértéknél magasabb árat fizetni egy 12 százalékos hozamú kötvényért. Hogy mennyivel magasabbat, az a kötvény hátralévő futamidejétől, a kifizetések ütemezésétől és attól függ, milyen elképzeléseink vannak a kamatok jövőbeni alakulásáról (már ha egyáltalán vannak), illetve milyen seregnyi kitételt szabtak a furfangos kibocsátók: például a kötvény visszahívható-e, részvényre váltható-e és így tovább.

* A repó (vagy repo) az angol repurchase agreement (visszavásárlási megállapodás) rövidülése. Az ilyen ügyletben a befektetési bankok úgy szereznek pénzt valamilyen üzlethez, hogy értékpapírjaikat (többnyire kötvényeiket) egy másik banknak adják el, azonnal megállapodva abban, hogy egy későbbi időpontban valamilyen magasabb árfolyamon vissza is vásárolják azokat. A magasabb árfolyam az így kapott kvázi hitel kamatát jelenti – *a magyar kiadás lektora.*

A másik tényező a fizetési kockázat. Az esetek zömében ez nem mérhető pontosan és nem is túlzottan magas. De mégis létezik. A General Electric (GE) alacsony kockázatú adós, de nem annyira, mint az Egyesült Államok. A Hewlett-Packard némileg kockázatosabb, mint a GE, az Amazon.com pedig még inkább az. Így aztán a kötvényekbe invesztáló befektetők magasabb kamatot várnak el, amikor az Amazonnak hiteleznek, mint amikor GE-nek, magasabbat, ha Bolíviának, mint ha Franciaországnak. Hogy mennyivel magasabbat, az a kötvénykereskedés lényege – mindenesetre a kötvények értéke ebből a felárból matematikailag meghatározható. Minél kockázatosabb egy kötvény, annál nagyobb a kamatfelár – azaz hozama annál jobban meghaladja a lényegében kockázatmentes amerikai államkötvényekét. Rendszerint, bár nem minden esetben, a kamatfelár a futamidő növekedésével együtt nő, vagyis a befektetők egy 2 éves lejáratú államkötvénytől valamivel nagyobb hozamot várnak el, mint egy 30 napos kincstárjegytől, mivel a bizonytalanság nagyobb.

E szabályok alkotják a kötvénykereskedés bibliáját, és kombinációikból áll össze a kötvények hozamainak és feláraínak világméretű szövevénye. Ezek a törvényszerűségek éppoly bonyolultak és állandók, mint egy nagy vallás törvényei, és talán nem csoda, hogy Meriwether, aki íróasztalában rózsafüzért és imakönyvet tartott, hamar elsajátította őket. Mohó tanulásvágy fűtötte, és úgy bombázta főnökeit kérdéseivel, mint professzorait egy teológushallgató. A Salomon vezetői megérezték tehetségét, és rábízták az állami intézmények kötvényeivel való kereskedést. Röviddel ezután New York város csaknem fizetésképtelenné váll, és az egekbe szökött az önkormányzati kötvények kamatrése (spread). Meriwether úgy gondolta, a piac túllihegi a dolgot – aligha fog egyszerre az összes állami intézmény tönkremenni –, és felvásárolt annyi köt-

vényt, amennyit csak bírt. A kamatrés végül tényleg csökkent, és Meriwether ügyletei milliókat hoztak cégének.[3]

Az Arbitrázs csoport, amelyet Meriwether 1977-ben alapított, apró, de fontos mérföldkövet jelentett a Salomon fejlődésében: vegykonyhaként működött, ahol Meriwether megismerhette és megszokhatta a nagy kockázatok felvállalását. Később lépésről lépésre építkezve ugyanezt a modellt követte a Long-Term Capital is az 1990-es években. Bár a Salomon mindig is kereskedett kötvényekkel, elsősorban a viszonylag biztonságosabb üzletre koncentrált: kötvényeket vásárolt, és azokat tovább adta ügyfeleinek. Igen ám, de a Meriwether vezette Arbitrázs csoport közvetítőből főszereplővé lépett elő, és a Salomon saját tőkéjét kockáztatta. Mivel a terület új volt, Meriwethernek kevés vetélytársa akadt, és busás hasznot aratott. Akárcsak az Eckstein-féle üzletnél, gyakran fogadott arra, hogy az árfolyamrés — vagyis egy határidős ügylet és a mögöttes kötvény vagy két kötvény közti árkülönbség – szűkülni fog. Játszhatott volna a különbözet növekedésére is, de Meriwether jellemzően a konvergenciát figyelte. A brókerek kötötte üzletek túloldalán állhattak biztosítók, bankok vagy spekulánsok. Hogy pontosan kik, azzal Meriwether rendszerint nem foglalkozott. Alkalmanként ezek a befektetők megijedtek, és kivonták a tőkéjüket, így aztán az árfolyamrés tovább tágult, és Meriwether – legalábbis átmenetileg – vesztett az üzleten. De, ha a tőke végül is visszaszivárgott, hosszú távon Meriwether jött ki nyertesként – legalábbis a tapasztalatai erre engedtek következtetni. A felárak végül úgyis mindig eltűnnek; ez volt az Eckstein-üzlet első számú tanulsága, és Meriwether évekkel később, a Long-Term Capitalnél is erre a tanulságra épített. Ha az Eckstein-féle üzlet nem hoz olyan gyors sikert, Meriwether levonhatott volna valami más, ugyanilyen értékes tanulságot is: megeshet, hogy bár egy veszteségesre álló üzlet *végül* tényleg átfordul

nyereségessé (mármint persze, ha elég körültekintően kötötték meg), de a fordulat lehet, hogy már túl későn jön ahhoz, hogy abból a bróker profitálni tudjon, mert közben esetleg tönkremegy.

Az 1980-as évek elejére Meriwether a Salomon egyik fényes ifjú csillaga lett. Tartózkodó természete és kérlelhetetlen pókerarca pompásan illett brókeri képességeihez. William McIntosh, a Salomon-partner, aki Meriwetherrel a felvételi interjút készítette, így nyilatkozott: „Mintha páncélszekrényben őrizte volna gondolatait, az embernek fogalma sem volt, mi járhat a fejében." Meriwetherről a Brókerpóker című művében hasonló képet fest egykori kollégája, az író Michael Lewis:

> „Arcán egyfolytában ugyanaz az üres, kissé feszült kifejezés ült. Szerintem isten adta tehetséggel uralkodott a brókereket rendszerint felemésztő érzéseken — a kapzsiságon és a félelmen, és a nemesség eme álarcával olyan ádázul kergethette saját érdekeit, ahogy csak lehetett."[4]

A könyvben szerepel egy anekdota, miszerint Meriwether Gutfreundot állítólag 10 millió dolláros téttel hívta volna ki egy egykörös pókerjátszmára. A történet kétes hitelén túl azért is szerencsétlen, mivel Meriwethert olyan nyughatatlannak mutatja be, amilyen sosem volt.[5] Semmi sem állt tőle olyan távol, mint a meggondolatlanság: ő a *megfontolt* kockázatvállalás felkent papja volt. Ha lehet, túlzottan is óvatos, semmit sem adott ki magából. Családi hátteréről, múltjáról kollégái olyannyira nem tudtak semmit, mintha – ahogy egyikük fogalmazott – „áttörhetetlen falat vont volna maga köré". Magánéletét annyira bizalmasan kezelte, hogy amikor a Long-Term Capital-eset a címlapokra került és a The New York Times egyik újságírója, miután hasztalan próbálta kideríteni, vannak-e Meriwethernek testvérei, barátai véleményét idézte, akik

szerint Meriwether egyke volt.[6] Ez a zárkózottság tökéletes fegyver volt egy bróker kezében, csakhogy önmagában ez még kevés. Meriwether úgy érezte, hiányzik valami plusz – valami különleges képesség, valami olyasmi, mint amit a középiskolában a golfpályákon elsajátított, valami, ami kiemeli a Salomont a többi kötvénykereskedő-cég közül.

Meriwether megtévesztően egyszerű megoldást eszelt ki: mi lenne, ha *okosabb* brókereket alkalmazna? Olyanokat, akik a piacokhoz intellektuális szemlélettel közelítenének, szemben a műveletlen, bárdolatlan Neander-völgyiekkel, akik az ösztöneikre hagyatkozva kereskednek? Az egyetemeken hemzsegtek a jobbnál jobb matematikusok, akik évek óta ontották az érthetetlen disszertációkat a piacokról. A Wall Streeten alkalmazni kezdték őket, de csak mint elemzőket és kutatókat, nehogy bajt keverjenek. A Wall Streeten a tudósokat „tojásfejűeknek" nevezték, és alkalmatlannak tekintették a kereskedés férfimunkájára. Tipikus brókeralkat volt például Craig Coats, a Salomon állampapírrészlegének vezetője: magas, kedves, jóképű, és könnyen szót értett az ügyfelekkel. Az egyetemet persze végigbukdácsolta, de támadót játszott a kosárlabdacsapatban, és a zsigereiben volt a brókerszakma. Meriwether épp ezt a zsigeri hozzáállást akarta kiküszöbölni; jobban kedvelte a tudósok hűvös logikáját, és a piacok vizsgálatára irányított precíz és kvantitatív módszereiket.

A legtöbb Wall Street-i vezető borzongó csodálattal tekintett a tudósok világára, de Meriwether középiskolai matematikatanárként otthonosan mozgott benne. *Ez lett az a plusz, amellyel kiemelkedhetett.* Meriwether 1983-ban felhívta Eric Rosenfeldet, a Harvard Business School MIT-n végzett, jó modorú tanárát, és megkérdezte, tudna-e neki ajánlani valakit a diákjai közül. Rosenfeld apja mérsékelten sikeres pénzalapmenedzser volt a massachusettsi Concord városából. Jómaga pedig számítógépbolond, így mintegy családi öröksége révén régóta igyekezett kvanti-

tatív eszközöket kidolgozni a befektetések megtervezésére. A Harvardon Rosenfeld csak küszködött.[7] Minden zsenialitása ellenére, lakonikus, száraz stílusával nem igazán volt a katedra ördöge. A diákjai csúfot űztek belőle, „teljesen hülyére vették" – mondta egy későbbi kollégája. Rosenfeld évente durván 30 ezer dollárt keresett. Amikor Meriwether felhívta, épp dolgozatokat javított. Azonnal felajánlotta személyes szolgálatait a Salomonnak; tíz napra rá felvették a céghez.[8]

De Meriwether nem állt meg itt. Rosenfeld után a Salomonhoz hozta a London School of Economics pénzügy szakán végzett, iráni származású amerikai Victor J. Haghanit; az arkansasi Gregory Hawkinst, aki előbb Bill Clinton kampányát segítette a főállamügyészi választáson, majd az MIT-n doktorált; William Kraskert, a villámgyors észjárású, matematikusi szemléletű közgazdászt, aki ugyancsak az MIT-n doktorált. Alighanem a legfurább és bizonyosan a legokosabb volt közülük Lawrence Hilibrand, akinek *két* diplomája is volt az MIT-ről. Hilibrandet a Salomon kutatási osztálya alkalmazta, a „tojásfejek" hagyományos otthona, de Meriwether gyorsan áttelepítette az Arbitrázs csoporthoz, amely később a majdani Long-Term Capital szívét is alkotta.

A „tojásfejek" azonnal rávetették magukat a Wall Streetre. Letöltötték számítógépükbe az összes múltbéli kötvényárat, amit csak fellelhettek. Meghatározták az árfolyamokat a múltban alakító tényezőket, és ennek segítségével modellezték az árak jövőbeli alakulását. Aztán a számítógépes modelljük alapján következtetéseket vontak le arra nézve, mikor térhetnek el valahol, valami oknál fogva a piaci árak a szokványostól.

A modellek *nem kényszerítették* őket egy-egy üzlet megkötésére – kiegészítő érvekkel és összefüggésekkel látták el az „emberi számítógépeket", leegyszerűsítették a bonyolult világot. Talán a kétéves amerikai állampapírok

hozama a szokványosnál közelebb esett a tízéves államkötvényekéhez, vagy a köztük lévő kamatrés szokatlanul szűk volt valamely másik ország hasonló kincstárjegyeihez képest. A modellek rámutattak a piacok további vizsgálatra érdemes kritikus pontjaira. Vagy ahogy a csoport egyik tagja fogalmazott: „arra, hogy a világ dolgait – a hozamgörbék alakját, a volatilitást*, a kamatlábakat – tekintve vajon egymással összhangban lévő állításokat fogalmaznak-e meg a pénzügyi piacok." Így beszéltek és így gondolkoztak a matematikusok. Minden ár megfelelt egy-egy „állításnak" – ahol két állítás közt ellentmondás feszült, ott talán alkalom nyílt az arbitrázsra**.

A kísérlet egészen bizonyosan elbukott volna, ha nincs két szerencsés körülmény. Az egyik, hogy a professzorok *csakugyan* zseniálisak voltak. Elemükben érezték magukat, és a lehetőségek szinte korlátlanok voltak, különösen az olyan új piacokon, mint a származékos ügyleteké. A kínálkozó üzletkötési lehetőségeket *hatékonysági hibáknak* nevezték. Egy tökéletesen hatékony piacon, amelyen valamennyi ár helyesen van megállapítva, nem volna mivel kereskedni.*** Csakhogy mivel ők a fejlődőben lévő piacokra koncentráltak, ott az árak gyakran pontatlanok voltak, és temérdek lehetőségük akadt a beavatkozásra. Emellett a professzorok a tudományos világból magukkal hozták a megdönthetetlen hitet, hogy idővel *minden* piac hatékonysága nő.

* A volatilitás az árfolyamok ingadozását, egészen pontosan a várható értéktől való átlagos négyzetes eltérésüket mutatja – *a magyar kiadás lektora.*

** Az arbitrázs kockázat nélküli nyereségszerzést jelent – *a magyar kiadás lektora.*

*** Ez nem azt jelenti, hogy nem volna mit megvenni vagy eladni, hanem azt, hogy az adott árak mellett semmit sem volna *érdemes* megvásárolni, mert azzal csak vagyonunk megjelenési formája változna, nagysága nem – *a magyar kiadás lektora.*

Mindenekelőtt abban hittek, hogy kockázatosabb és kevésbé kockázatos kötvények közti hozamkülönbözetnek csökkennie kell. Számukra mindez logikusan következett abból, hogy a hozameltérések részben a rizikósabb befektetésekhez kötődő *bizonytalanságot* tükrözik. Idővel, ha a piacok hatékonyabbá válnak, a kockázatosabb kötvények ára kevésbé fog ingadozni. A stabilabb árfolyamuk következtében ezek a kötvények biztonságosabbnak tűnnek majd, és a befektetők által elvárt többlethozam csökken. Az 1980-as évek elején a csereügyleteken (swapokon) – ezek egyfajta származtatott ügyletek, amelyekről később még bővebben is lesz szó – például 2 százalékpontos kamatrés volt. „Rájuk néztek, és azt mondták: »ekkora különbség nem lehet reális; képtelenség, hogy ennyire kockázatosok legyenek« – emlékezik vissza az Arbitrázs csoport egyik fiatalabb munkatársa. – Azt mondták, »a piac hosszú távon egyre hatékonyabb lesz.«"

És a swapok hozamrése tényleg szűkült – előbb 1 százalékpontra, majd végül egynegyed százalékpontra. Az egész Wall Street beszállt ebbe az üzletbe, beleértve a Salomon állampapírrészlegét, amelyet az idővel egyre óvatosabbá váló Coats irányított. Az egyetlen különbség az volt, hogy Meriwether Arbitrázs csoportja *rendkívül nagy* téttel szállt be. Ha a piac ellenük dolgozott, az arbitrazsőrök, különösen az örökké magabiztos Hilibrand, egyszerűen megduplázták a tétet. Modelljeik fedezékében nagyobb *biztonságban* érezték magukat – szinte legyőzhetetlennek. Ha elég időt és elég tőkét kaptak, a lángeszű ifjú titánok nem vallhatlak kudarcot, és Meriwether, aki rendszeresen járta a konferenciákat a tehetségek toborzása érdekében, komolyan hinni kezdett abban, hogy géniuszai tényleg nem tévednek.

Ez utóbbi bizonyult a másik szerencsés körülménynek: a tudósok mögött ott állt egy pártfogó, aki megóvta őket a cégen belüli játszmák viharától, és megszerezte

számukra a kereskedéshez szükséges tőkét. Meriwether nélkül *nem hozhatott volna sikert* a kísérlet, a professzorok túlságosan kilógtak a sorból. Hilibrand, egy mérnök fia a New Jersey-i Cherry Hillből, olyan volt, mint Al Gore tudós kiadásban: a legegyszerűbbnek tűnő kérdésekre is terjengős és tudományos – bár matematikai precizitású – válaszokat adott. Egyszer egy bróker, aki az Arbitrázs csoporton kívül dolgozott, megpróbálta lebeszélni Hilibrandet egy bizonyos értékpapírpáros megvásárlásáról. Hilibrand úgy válaszolt, mintha akadémiai előadást tartana: „De hisz olyan *elképesztő az* áruk!" Kollégája, aki a brókerek profán szóváltásához volt szokva, így replikázott: „Ezt magyarázom én is: elképesztő." Maguk körül a nyers brókerekkel az arbitrazsőrök csendes értelmiségiek voltak. Kraskerben, az óvatos professzorban, aki a csoportnak rengeteg modellt épített, megvolt egy rátermett vezető minden karizmája. Rosenfeldet fanyar humoráról ismerték, de a cégnél, ahol sok kollégája még főiskolára sem járt, nemhogy az MIT-n diplomázott volna, zárkózottságba és szófukarságba burkolózott.

Meriwether zsenialitása, hogy ezt a csoportot a Wall Streetre hozta – követendő mintát adva a Salomon vetélytársainak. „Összeszedett egy rakás olyan embert, akiket az üzleti világ tehetetlen csodabogárnak nézett" – jegyezte meg az akkoriban a Salomonnál befektetési bankárként dolgozó Jay Higgins. – „Ha nincs John, a logarlécükkel játszottak volna a Bell-laborban, és ezt ők is pontosan tudták."[9]

A professzorok briliánsan bontoltak le egy-egy üzletet pluszokra és mínuszokra; még egy sonkás szendvicset is képesek voltak kockázati szempontból ízekre szedni, de alig voltak képesek egy közönséges halandóval normálisan elbeszélgetni. Meriwether biztonságos, elszigetelt környezetet teremtett, amelyben brókerei zavartalanul továbbfejleszthették képességeiket. Az Arbitrázs csoportot gondos-

kodó figyelemmel külön világgá építette. Meriwethernek hála a brókerek zárt baráti közösséget alkottak, és nem érezték szükségét, hogy másokkal vegyüljenek.

Meriwether bejelentette: „Vasárnap golfozni megyünk" – és nem kellett hozzátennie: „Szeretném, ha eljönnétek." Akik azelőtt soha nem golfoztak, mint például Hilibrand és Rosenfeld, gyorsan beletanultak. Meriwether beleszeretett a lovakba, és néhány telivért is beszerzett; a brókereit természetesen a versenypályára is kivitte. Az egész csapattal évente családostól átruccant a karib-tengeri Antiguára. Nemcsak munkaidőben tartott rájuk igényt, mindnyájukat minden percben magának akarta. Gondoskodott brókereiről, miközben olyan erős védőhálót vont köréjük, akárcsak a Rosemoort övező magas, vörös kerítés.

Meriwether, rá jellemző módon, a fogadást és szerencsejátékot a csoport közös életének szerves részévé tette. Az arbitrazsőrök a golfhétvégéken hosszú fogadási maratonokat tartottak: fogadtak lovakra, egynapos közös túrákat tettek Atlantic Citybe*, fogadtak a választásokra. Fogadtak bármire, amit fogadási lázukban elég izgalmasnak találtak. Amikor a sportról beszéltek, nem maga a játék volt a téma, hanem az oddsok és az esélyek.

Meriwether szívesen vette, ha brókerei a dollárbankók sorozatszámával űzött játékban, a brókerpókerben mérik össze erejüket. Szerette a brókereit ezzel is tesztelni; úgy vélte, a játék csiszolja ösztöneiket. Bepipult, és kiszállással fenyegetőzött, ha gyengén játszottak. A brókerpóker eleinte szórakozásnak indult, de aztán véresen komollyá vált, órákon átjátszották, alkalmanként tízezer dolláros tétekkel. Rosenfeld több száz, találomra összeszedett bankjegyet tartott egy borítékba tömve az íróasz-

* Kaszinóiról híres, negyvenezer fős város New Jersey államban – *a magyar kiadás lektora.*

tálában. Aztán amikor egyes bankók túlságosan gyakran látszottak felbukkanni, lesöpörték a bankókat, és számítógéppel állíttatlak elő véletlen számokat. Úgy tűnt, az Arbitrázs csoportos fiúknál a szerencsejáték már káros szenvedély, amelytől nem tudnak szabadulni: „Meriwether brókereivel nem lehetett elmenni vacsorázni anélkül, hogy ne brókerpókerrel döntsék el, ki állja a cechet" – mesélte Gerald Rosenfeld, a Salomon pénzügyi igazgatója. Meriwether jó játékos volt, ahogy Eric Rosenfeld is (az előbbi Rosenfelddel csak névrokonok), aki kiismerhetetlen pókerarcáról volt híres. A jellemes Hilibrand kissé fantáziátlanul játszott. Képtelen volt hazudni, és sokáig még csak nem is blöffölt. Bajuszos, kísértetiesen intelligens arcán szinte földöntúli nemtörődömség ült. Egyszer, amikor megkérdezték tőle, nem találja-e bizarrnak, hogy a felesége a jelzáloghitel-üzletben dolgozik (Hilibrand ilyen kötvényekkel is kereskedett), hanyagul csak annyit felelt: „Soha nem beszélünk üzletről a feleségemmel."

Az Arbitrázs csoport tagjai, összesen mintegy tizenketten, hihetetlenül közeli kapcsolatba kerültek egymással. Dupla sornyi íróasztalt ültek körül a Salomon tágas kereskedési termében, amely utóbbi Tom Wolfe Hiúságok máglyája című könyvének is alapjául szolgált. Randy Hiller, az Arbitrázs csoport egyik jelzálog-kereskedője a társaság sülve-főve való összetartását terhesnek találta, és otthagyta őket. Egyik-másik kilépő társukat úgy kezelték, mint valami árulót. Meriwether bosszúszomjasan megtiltotta csapatának még azt is, hogy golfozzanak vele. De a csoportot nagyon kevés bróker hagyta faképnél, és akik maradtak, Meriwethert szentként tisztelték. Halk áhítattal ejtették ki a nevét, mint valami Mózesét, aki az ígéret földjére vezette őket. Meriwether nem igazán viszonozta a dicséretet, valami sokkal fontosabbat adott nekik. Érdeklődése és kíváncsisága stimulálóan hatott a professzo-

rokra, ezzel még lelkesebb munkára sarkallta és jobbá tette őket, miközben teljesítményüket szívből jövő ragaszkodással hálálta meg. Soha nem emelte fel a hangját, de ha megtette volna, az sem változtat semmin. A brókerek szemében a „JM" monogram – mert mindenki csak így nevezte – mindennél erősebb varázsigeként hatott.

Bár Meriwethernek külön irodája volt az emeleten, rendszerint a kereskedési teremben üldögélt egy kis asztalnál, a többiek közé préselődve. Szakadatlan láncban füstölte a szivarokat, miközben eurodollár* üzleteket kötött, és keresztkérdésekkel tesztelte a professzorokat. Valahogy mániája lett a szerénység tettetése. Kedvtelve emlegette, hogy soha nem vett fel senkit, aki nálánál okosabb ne lett volna. Soha nem beszélt magáról, de ez nem tűnt fel senkinek, mert a többiek munkája őszintén érdekelte. Nem épített modelleket, de pontosan felfogta következtetéseiket. Annál is inkább bízott a modellekben, mert az *ő fiai* építették őket. Egyszer az egyik bróker, Andy vesztett egy jelzálogkötvény-üzleten, és engedélyt kért, hogy megduplázza a létet, mire JM eléggé félvállról megadta. „Azért ne számoljak be az üzletről kissé részletesebben?" – kérdezte Andy. A bizalom, amivel Meriwether válaszolt, meghatotta a brókert: „Nekem az volt az üzlet, hogy felvettelek."

Meriwether 1981-ben feleségül vette Mimi Murrayt, egy komoly kaliforniai műlovarnőt, akivel egy szerény, kétszobás apartmanban élt New York Upper East Side negyedében, a York sugárúton. Meriwether egyik kollégája szerint akarlak gyereket, de egy sem született.

Mimi mellett a Salomon volt JM családja. Asztalától még ebédidőben sem volt hajlandó megválni, ebédje éppolyan szervezett volt, mint tudósainak modelljei. A Salomonnál első osztályú pincérszolgálat is működött,

* A kifejezés az Egyesült Államokon kívül, de dollárban kibocsátott papírokra utal – *a magyar kiadás lektora.*

és hosszú időn át mindennap elegáns pincér libegett oda Meriwether asztalához, és ezüstbura alatt, porcelán étkészleten egy sonkás szendvicset, két almát és egy üdítőt szervírozott. Meriwether általában megette az egyik almát, míg a másikat, egyfajta bizalmi gesztusként, csoportja egyik tagjának ajándékozta. Ha a többiek kínait rendeltek, és a szósz az asztalára folyt, Meriwether mogorván zsörtölődött magánszférájának megsértése láttán: „Na, tessék, jobb lesz, ha itt hagyom ezt az asztalt, és felmegyek az irodámba dolgozni."

Meriwether eléggé kilógott a Wall Street-i bankárok elit társaságából; több volt benne a közös az egyházi iskola hajdani diákjaival, mint a gazdag bankármenedzserekkel, akiknek a sorába felemelkedett. Meriwether gyűlölte a nyilvánosságot (képét kitöröltette még a Salomon éves jelentéséből is), szemben a dübörgő nyolcvanas évek más bankárcsillagaival, akik hamar a társasági rovatok felkapott szereplőivé váltak, és nem evett meg semmit, aminek franciás íze volt. Amikor Tokióban járt, a McDonald's étteremben étkezett. Mint kívülálló személy, csoportját kívüllálók éppolyan összetartó, hűséges, védelmező törzsévé kovácsolta össze, mint amilyen az a világ volt, amelyet Rosemoorban elhagyott. Csapatában iskolai becenevükön szólították egymást az emberek: Vic, Sejk, E. R. és Hawk.

Bár JM jól eligazodott piacain, brókeri hírneve eltúlzott volt. Igazi tehetsége az emberek alakításában rejlett, amelyet sajátosan esetlen stílusában művelt. Gátlásos volt, ha egy csoport előtt kellett beszélnie, a szavak szaggatott rohamokban törtek elő belőle, és a hallgatóságnak kellett értelmes egésszé összerakni azokat.[10] De az embereibe vetett bizalom az arcára volt írva, és varázsszer módjára hatott a szellemükre. A brókerek kivételes önbizalmával találkozva Meriwether beléjük vetett hite hatásos, de veszélyesen lobbanékony elegyet alkotott. Tovább fokozta a már amúgy is mérhetetlen magabiztosságukat.

Emellett abból, hogy Meriwether a Salomon pénzéből készségesen ellátta tőkével Hilibrandet és a többieket, emberei veszélyes módon arra következtettek, hogy mindig kaphatnak még többet.

Ahogy az Arbitrázs csoport egyre többet keresett, óhatatlanul nőtt a mozgásterük. Meriwether elhomályosította vetélytársait, Coatst és a többieket, és a keze alá került az egész kötvénykereskedelem, beleértve az állampapírokatjelzálogkötvényeket, a magas hozamú vállalati kötvényeket és a japán warrantokat*. Logikusnak tűnt, hogy a csoport új és friss mezőkön is alkalmazza modelljeit. De a Salomonon belül akadtak, akik zúgolódni kezdtek. Megesett például, hogy Meriwether átküldte a Salomon londoni vagy tokiói irodájába az egyik emberét – Hilibrandet vagy Victor Haghanit –, és ott a követ megállapította: „Remek üzlet, de tízszer ekkora téttel kellene megjátszani." – Nem kétszer, hanem *tízszer* akkorával! Mintha *fel sem merülhetett* volna, hogy belebukjanak. Hilibrand és Haghani a húszas éveikben jártak, és előfordult, hogy maguknál kétszer idősebb embereket oktattak ki. Aztán így kezdtek beszélni: „Hagyják csak ezt az üzletet; mi mindenkinél jobbak vagyunk benne, úgyhogy hadd intézzük csak el az Arbitrázs osztályon."

Hilibrand különösen idegesítő tudott lenni. Kimért volt és udvarias, de modorát a régi motorosok lekezelőnek érezték, és feldühítette őket a matematika csalhatatlanságába vetett hitéből fakadó magabiztossága. Egy

* A warrant (opciós utalvány) a vételi opciókhoz igen hasonló termék: jogot, de nem kötelezettséget biztosít egy részvény előre meghatározott feltételek melletti megvásárlására. A két leglényegesebb különbség, hogY a warrantok futamideje jellemzően több év, szemben a hónapokban mérhető futamidejű opciókkal, illetve hogy a warrantot csak az a vállalat bocsáthatja (írhatja) ki, amelynek a részvényére az opciós utalvány szól — *a magyar kiadás lektora.*

ízben megpróbált meggyőzni néhány árutőzsdei kereskedőt, kössenek a piacon az olaj árára olyan üzleteket, mint amilyen ügyleteket ők kötnek a kötvényárak alakulására. A brókerek kétkedve hallgatták, míg Hilibrand átszellemülten bólogatott. Végül felemelte a kezét, és zengzetesen kijelentette: „Tegyük fel a következőket...” – mintha csak megcáfolhatatlan, kőbe vésendő igazságot nyilatkoztatna ki.

A brókerek zaklatott életet éltek, egész nap a telefonba kiabáltak, a termen át kurjongattak egymásnak, és idegesen figyelték a számítógépek monitorait. Az Arbitrázs csoport, amely épp e rendezett pokol kellős közepén foglalt helyet, rejtelmes, kiváltságos szubkultúrának tetszett. Idejük felében az emberek homályos, misztikus nyelven tárgyalták át az üzleteket, mint valami egyetemi szemináriumon, a másik felében nevetgéltek és brókerpókereztek. Ahogy ráérős arccal, olcsó öltönyükben ott üldögéltek, látszólag minden erőfeszítés nélkül mazsolázták ki a legjobb üzleteket, míg mindenki más őrült tempóban kapkodott.

A csoport rendkívül zárt közösséget alkotott – mintha mindnyájan Meriwether ösztönös titkolózásának fala mögé bújtak volna. A diszkréció minden bróker számára ajánlatos volt, de a professzorok semmilyen értesülést nem voltak hajlandók megosztani salomonos kollégáikkal; ezzel persze csak még tovább szították Coats és mások ellenszenvét. Az Arbitrázs csoport a kötvénykereskedési parkett összes értékes tudásmorzsáját felszívta, miközben saját kutatási részleget működtetett, és a Salomon többi brókerétől megtagadta, hogy üzleteik adataihoz hozzáférjenek. Egyszer a rivális Prudential-Bache egy puccsszámba menő akcióval átcsábította a Salomon egyik jelzálogkötvény-kereskedőjét. „Mi volt az első dolog, amire az új fickó igényt tartott? – mesélte nevetve egy akkori Prudential-Bache vezető. – Pontosabb elemzés? Fejlettebb számítógé-

pes rendszer vagy szoftver? Nem. Zárakat kért az iratszekrényre. Ez jól jellemezte a hozzáállásukat!" A Meriwether iránti fanatikus hűség olyan erős összetartást alakított ki az Arbitrázs csoportban, hogy minden kívülállóra ellenségként néztek, és ez az akkoriban kiforrott kasztszellem a majdani Long-Termet is veszélyesen eltávolította a Wall Street többi részétől. Hilibrand olyan megszállottan ragaszkodott magánszférájának védelméhez, hogy még azt sem hagyta, hogy a Salomon Brothers lefényképeztesse![11]

Ahogy a Salomon többi része bukdácsolt, az Arbitrázs csoport egyre nagyobb befolyásra tett szert. Hilibrand nyomására a cég felszámolta befektetési banki részlegét, amely – mint ahogy Hilibrand nem minden igazság nélkül rámutatott – túl sok prémiumot utalt ki, és nem bírta el saját súlyát. Aztán kihirdette, hogy az Arbitrázs csoport többé nem járul hozzá a vállalati büfé fenntartásához, hiszen senki sem jár oda enni. Hilibrand panaszt emelt – jobboldali liberális, a szabad akarat szentségét valló elveihez híven – „a cégnél működő elárusítóhelyek monopolhelyzete miatt", mintha csak az a nemes cél vezérelné, hogy a brókerek és minden Salomon-alkalmazott a saját szája íze szerint alkudhasson a maga ebédjére. A háttérben azonban sokkal inkább az húzódott meg, hogy Hilibrand és társai az Arbitrázs csoportban vajmi kevéssé tisztelték a cég egyéb területein dolgozó, többnyire idősebb kollégáikat. „Mintha valami kapszulában ültek volna egy űrhajó belsejében – mondta Higgins Meriwether legénységéről. – Nem akartak mással egy levegőt szívni."

Hilibrand és Rosenfeld folyton mind több pénzt követelt Meriwethertől. A Salomon fizetési rendszerét szocialista szemléletűnek tekintették, amely a javakat nagylelkűen szétosztotta az összes részleg közölt. Minthogy a legtöbb pénzt az Arbitrázs termelte, úgy érezték, egyedül kellene beseperniük a hasznot.

A tőzsdecápa Ronald Perelman 1987-ben ellenséges felvásárlási ajánlatot tett a Salomonra. Gutfreundjogosan tartott attól, hogy ha Perelman győz, a Salomon örökre búcsút mondhat közmegbecsülésnek örvendő banki hírnevének (ami azt illeti, Perelman kezében könnyen a Salomon sorsára juthattak volna a bank vállalati ügyfelei is). Gutfreundnek úgy sikerült Perelman támadását kivédeni, hogy a cég ellenőrzést biztosító tulajdonrészét eladta egy határozottan barátságos befektetőnek, a milliárdos Warren Bulletinek. Hilibrandet, aki mindent a matematika fekete-fehér szemüvegén át látott, feldühítette a Salomonra nézve szerinte méltánytalanul hátrányos üzlet. A huszonhét éves csodagyerek, tántoríthatatlanul becsületes ember létére, nem értette, hogy egy olyan elvont dolognak, mint a Salomon erkölcsi arculata, szintén lehet pénzben kifejezhető értéke. Még el is repült Omahába, hogy megpróbálja meggyőzni Buffettet, aki immár a Salomon elnökségi tagja volt, hogy részesedését adja el az eredeti tulajdonosnak, de Buffett természetesen elzárkózott ettől.

Meriwether igyekezett forróvérű fiait lehűteni, és a cég egésze iránti hűséget csepegtetni beléjük. Amikor a brókerek ellenkezése erősödött, Meriwether Hilibrandet és Rosenfeldet vacsorázni hívta William McIntoshsal, hogy mélyebben megismerjék a Salomon történetét. Meriwether a maga ír katolikus, liberális demokrata gyökereivel az egész cég boldogulásáért felelősséget érzett; embersége tompította benne gyilkos szakmája kegyetlenségét. Rendre letörte emberei alkalmankénti lázadását, amikor azok követelni kezdték az Arbitrázs csoport kiválását a Salomonból. Ilyenkor így szólt hozzájuk: „Hűséges vagyok az itteniekhez. Különben is túl mohók vagytok. Nézzétek meg inkább, hogy élnek a harlemiek.” Meriwether igyekezett nyomást gyakorolni a Salomonra, hogy rendet tegyen a saját háza táján, de nem úgy, hogy figyelmen kívül

hagyta volna a többi részleg érdekeit. Mikor a szükség úgy hozta, a pénzügyi igazgatónak töprengő hangon bejelentette: „Nagy üzletben utazunk, és esetleg sokat veszthetünk – csak szólok, jobb, ha tudsz róla." Az 1987-es krach során az Arbitrázs csoport valóban 120 millió dollárt vesztett egyetlen nap leforgása alatt.[12] A többiek a Salomonnál nem igazán tudták, mit művel a csoport, vagy hogy mekkora tőkeáttétellel dolgozik, de ösztönösen bíztak Meriwetherben. Még a riválisai is kedvelték a cégnél. Aztán egyszerre minden odalett.

Fiatal brókerei nyomására – akik továbbra sem tágítottak – Meriwether 1989-ben rávette Gutfreundot, hogy arbitrazsőreinek új képlet szerint fizessenek, és fix, 15 százalékos részesedést kapjanak a csoport profitjából. A megállapodást titokban kötötték, miután Hilibrand kiugrással fenyegette meg a céget.[13] Tipikus, hogy Meriwether kihagyta magát az egyezségből, csak annyit mondva Gutfreundnek, hogy fizessen neki annyit, amennyit méltányosnak vél. Az Arbitrázs csoport abban az évben csúcsprofittal zárt, és Hilibrand, akit a legnagyobb rész illetett meg, mesebeli összeget, 23 millió dollárt tehetett zsebre. Bár Hilibrand továbbra is szerényen, vonattaljárt munkába és egy Lexust vezetett, a keresetéről szóló pletykák régóta lappangó sérelmeket hoztak a felszínre, különösen annak fényében, hogy a többi részleg közül egyet sem díjaztak hasonló konstrukcióban. Ahogy Charlie Munger, Buffett üzlettársa, a Salomon egyik igazgatója fogalmazott: „A Salomonnál egyre több ember gőzölt be, és kezdett eszelősen dühöngeni."

Kiváltképp felbőszült az egyik harmincnégy éves bróker, Paul Mozer. Mozer azelőtt az Arbitrázs csoport tagja volt, de néhány évvel korábban az állampapírrészleg élére ültetve kiragadták ebből az aranybányából. Mozer csontos testű, heves vérű férfi volt, közel ülő szemekkel. 1991-ben,

egy évvel a Hilibrand bérezése miatt kirobbant vihar után, Mozer Meriwether elé állva megdöbbentő bejelentést tett: hamis jegyzési ajánlatot tett amerikai államkötvényekre, hogy az államkötvény-aukción jogtalanul nagyobb részhez jusson.* Meriwether meghökkenve kérdezte meg: „Van még valami más is?" Mozer azt mondta, nincs.

Meriwether Gutfreund elé vitte az ügyet. A páros, két másik felsővezetővel együtt megállapította, súlyos a helyzet, de valahogy mégsem tettek ellene semmit. Bár Meriwether neheztelt Mozerre, a bizalmát nem vonta meg tőle. Nehéz lett volna elképzelni, hogy a lojális Meriwether másként tegyen. Megvédte Mozert mint keményen dolgozó embert, aki csak egyszer botlott meg, és meghagyta az állampapírosztály fejének. Az utóbbi súlyos hiba volt – nem erkölcsi, hanem emberismereti szempontból –, amelybe emberei iránti feltétlen hűsége rángatta bele Meriwethert. Valójában Mozer öntörvényű bróker volt, aki – inkább sértettségből, mint a prolit reális reményében – vakmerően újra és újra megszegte a szabályokat, kockára téve főnöke, Meriwether és az egész cég hírnevét. Mozer kihágása tulajdonképpen olyan hihetetlenül ostoba volt, hogy felettesei könnyen át tudtak siklani fölötte. Természetes, hogy Meriwethernek, immár az egész kötvénykereskedési osztály vezetőjeként, meg sem fordult a fejében, hogy azután nyomozzon, hazudott-e valamelyik beosztottja az Amerikai Államkincstárnak. Meriwether elnéző viselkedését az eset után azonban annál nehezebb megérteni. Néhány hónappal később, augusztusban a Salomon felfedezte, hogy Mozer Meriwethernek tett vallomása maga is hazugság

* Az állampapír aukciókon, ha a felkínált mennyiségnél többre érkezik be vételi ajánlat, a jelentkezők arányosan kapnak a kötvényekből. Ha valaki – jogellenesen – fiktív megbízás alapján is tesz ajánlatot, a jogos mennyiség többszöröséhez is hozzájuthat – *a magyar kiadás lektora.*

volt, minthogy jó pár egyéb szabálysértést is elkövetett. Bár a Salomon most márjelentette az ügyet, a kincstárnál és a Fednél felhördültek. A botrány látszólag aránytalanul nagy port kavart az azt kiváltó szerény botláshoz képest.[14] Akárhogy is, senki sem csaphatta be az Amerikai Államkincstárt. Gutfreundnek, a Wall Street oroszlánjának távoznia kellett.

Buffett Omahából odarepült, és ő lett az új, bár ideiglenes vezérigazgató. Azonnal feltette a kérdést a Salomon elgyötört vezérkarának: „Van mód JM megmentésére?" Mégiscsak Meriwether volt a cég első számú pénzgyárosa, ráadásul feddhetetlenül erkölcsös ember hírében állt. Brókerei hevesen a védelmére keltek, kiemelve, hogy Meriwether azonnal jelentette az esetet a *maga* főnökének. De a botrány minden résztvevőjére nyomás nehezedett. Mcintosh, a Salomon-partner, aki a céghez hozta Meriwethert, átcaplatott JM negyvenkettedik emeleti irodájába, és közölte vele, bogy távoznia kell a cég érdekében. És mielőtt az Arbitrázs csoport felfoghatta volna, főnökük lemondott. Minden olyan váratlanul történt, hogy Meriwether az egészet teljesen szürreálisnak érezte, ráadásul egyszerre címlapok botrányhőse lett, ami személyében is külön megviselte. „Eléggé tartózkodó, magamnak való ember vagyok" – nyilatkozta később a Business Weeknek.[15] A teljes igazság még keserűbb volt: Meriwethert félretolták – burkoltan még gyanúsították is –, miközben ahogy ő látta, nem követett el semmit. Ez a reflektorfény még zárkózottabbá tette, ami nem vált hasznára a Long-Term Capitalnek. Közben az Arbitrázs csoport keresztes hadjáratot indított Meriwether rehabilitálására. Hilibrand és Rosenfeld érintetlenül hagyta Meriwether irodáját, golfütőjével, íróasztalával és számítógépével, mintha csak hosszúra nyúlt szabadságra ment volna. Deryck Maughan, az új vezérigazgató tudta: amíg Meriwether bálványa áll, JM-re potenciális vetélytársként kell tekintenie. Egy évvel később, amikor a Mozer-ügyben Meriwether ellen indult jogi eljárás lezárult. Hilibrand és

Rosenfeld, immár az Arbitrázs, illetve az Állampapír részleg feje, lobbizni kezdett azért, hogy Meriwether mint társvezérigazgató a Salomonhoz visszatérjen.*

Maughan, mint ügyes és ravasz bürokrata persze nem ment bele ebbe, és igyekezett a Salomont újra globális bankházzá tenni a szolgáltatások teljes skálájával, amelyek közt az arbitrázsüzlet pusztán egy részleg. Hilibrand, aki nyíltan ellenezte a tervet, Meriwether távollétében egyre erősebben kezdte a hangját hallatni. Azt akarta, hogy a Salomon eressze szélnek befektetési bankárait, és szervezze magát újra az arbitrázsüzlet köré. Eközben 400 milliós veszteséget felhalmozva csaknem végzetes kimenetelű ügyletbe bonyolódott a jelzálogkötvény-piacon. Hasonló helyzetben a legtöbb bróker besokallt volna, de Hilibrand csak vérszemet kapott; hidegvérrel azt javasolta a Salomonnak, duplázzák meg a tétet. Saját üzletébe vetett rendíthetetlen hiténél fogva mindenki másnáljobban tűrte a stresszhelyzeteket. Azt mondta, a piac olyan, mint egy eldeformált gumilabda – végül vissza fog rugódzni eredeti állapotába. Állítólag csupán egyszer vesztett véglegesen, ami azt igazolja, hogy nem vaktában spekuláló szerencsejátékos. De a saját igazába vetett megdönthetetlen hitének mindenképp szüksége volt valami korlátra, nehogy vakmerőséggé alakuljon.

A tétet megduplázni túl sok lett volna, de a menedzsment ráállt, hogy Hilibrand megtartsa az üzletét – mely végül csakugyan nyereséges *lett,* de felhívta a Salomon menedzsereinek figyelmét arra, hogy míg Hilibrand a

* Az Értékpapír- és Tőzsdefelügyelet (SEC) polgári keresetet nyújtott be Meriwether ellen, azzal vádolva őt, hogy mulasztást követett el Mozer elégtelen felügyeletével. Anélkül, hogy bűnösségét cáfolta vagy elismerte volna, Meriwether peren kívül megegyezett. Az értékpapírüzlettől való három hónapos eltiltással sújtották, és 50 ezer dolláros pénzbírság megfizetésére kötelezték – *a szerző.*

különféle részlegeket azzal a kritikával illeti, hogy koloncként húzzák le a céget, az Arbitrázsjogot formál rá, hogy szabadon férhessen hozzá a Salomon tőkéjéhez, valahányszor helyzete megrendül. A cég vezetői soha nem tudták pontosan, mekkora tőkét köt le voltaképp az Arbitrázs vagy egy-egy üzletük mennyi kockázatot rejt, bármilyen hosszú órákon át is értekezett előttük a témában a dogmatikus Hilibrand. Röviden: mennyit veszthet az Arbitrázs, ha egyszer csak az a bizonyos labda valahogy mégsem rugódzna vissza? Sem Buffettet, sem Mungert nem igazán nyugtatták meg Hilibrand matematikusi válaszai.[16] Buffett belement abba, hogy Meriwethert visszavegye, de nem bízta rá az egész céget, ahogy Hilibrand szerette volna.

Meriwether persze soha nem érte volna be egy ilyen feltételes visszatéréssel. A Mozer-botrány elmosott minden reményt, hogy valaha is elfoglalhatná helyét a Salomon csúcsán, de elhintette egy még nagyobb dráma magvait. A haját kisfiúsan előrefésülő, immár negyvenöt éves, kifürkészhetetlen szemű JM megszakította a tárgyalásokat a Salomonnal. Szövögetni kezdte egy új, független arbitrázsalap terveit, esetleg egy fedezeti alapét, és nekilátott, hogy átcsábítsa az Arbitrázs csoportot, amelyet oly nagy szeretettel kovácsolt össze.

2. Fedezeti alap

„I love a hedge, sir."*
Henry Fielding, 1736

„Bármilyen biztosan előre látod is a jövőt, mindig fedezd magad."
Oliver Wendel Holmes, 1861

A befektetések aranykora volt a kilencvenes évek vége, amikor Meriwether belefogott karriere feltámasztásába. Több amerikai fektetett értékpapírokba, mint bármikor, és a részvényárak elképesztő magasságokba emelkedtek. A piaci indexek egymás után hódították meg az addig megközelíthetetlennek vélt csúcsokat. Egymás után dőltek meg a rekordok, omlottak le a régi korlátok. A befektetők lázbajöttek, de azért az eufória nem mosta el a józan eszüket. Aranykor volt, de egyben zaklatott világ is: az amerikaiak üres perceikben villódzó képernyőket bámultak, amelyeken a piacok legutóbbi mozgásai látszottak. A tőzsdei monitorok mindenütt megjelentek – edzőtermekben, reptereken, szinglibárokban. A guruk minduntalan korrekciót vagy krachot jövendöltek; bár

* Lefordíthatatlan szójáték: a hedge valamilyen korlát, amelynek célja a védelem vagy a tárolás, megőrzés. Itt az eredeti jelentés két módosulásáról van szó: a hedge utalhat bizonyos társadalmi szint alatti emberekre, míg a pénzügyekben ugyanez a szó egy korábbi üzlet kockázatának csökkentésére kötött megállapodást, a fedezeti ügyletet jelöli — *a magyar kiadás lektora.*

sosem lett igazuk, nehéz lett volna figyelmen kívül hagyni őket. A befektetők mohók voltak, de egyben elővigyázatosak is. Akik legvadabb álmukat is túlszárnyalóan meggazdagodtak, vagyonuk befektetésére új helyeket kerestek, ahol az nem mállik semmivé, ha – vagy amikor majd – a részvénypiac végül összeomlik.

Márpedig temérdek dúsgazdag ember élt a világon. Tekintélyes részben hála épp a részvénypiaci robbanásnak, nem kevesebb, mint 6 millió ember mondhatta magát dollármilliomosnak, összesen mintegy 17 ezer milliárd dolláros vagyonnal.[1] E szerencsés hatmilliós tábor tagjai számára különösen vonzónak tűnt fedezeti alapokba fektetni pénzüket.

Az amerikai értékpapírtörvény nem ismeri a *fedezeti alap* fogalmát. A fedezeti alapok lényegében korlátolt felelősségű zártkörű társaságok, amelyek közül néhány már 1920 óta létezik. Az első ilyen talán az volt, amelyet az érték alapú befektetés atyjaként ismert Benjamin Graham alapított. Ezek a társaságok – szemben elterjedtebb rokonaikkal, a befektetési alapokkal – a Wall Street árnyékában működnek: exkluzív és nagyrészt szabályozatlan tőkeegyesítő társaságok gazdagok részére. Nem kell magukat az Értékpapír- és Tőzsdefelügyeletnél (SEC) regisztráltatniuk, igaz, néhány közülük korlátozott beszámolási kötelezettséggel tartozik egy másik washingtoni hivatalnak, az Árutőzsdei Kereskedési Bizottságnak (Commodity Futures Trading Commission). Portfólióik tartalmát nagyobbrészt titokban tartják. Annyi hitelt vehetnek fel, amennyit nem szégyellnek (illetve amennyit a bankok hajlandók számukra folyósítani – ami gyakran ugyanazt jelenti). No és szemben a befektetési alapokkal, portfóliójukat korlátlanul koncentrálhatják. A fedezeti alapok valójában szabadon gyűjtögethetik a befektetési flóra olyan egzotikusabb fajait, mint az opciós ügyletek, a származtatott ügyletek, a rövidre eladások, a különösen nagy tőkeáttétel és így tovább.

E szabadság fejében a fedezeti alapoknak néhány kiválasztott befektetőre kell korlátozniuk szolgáltatásaikat; valójában privát klubok módjára működnek. A törvény szerint az alapok legfeljebb 99 magánszeméllyel vagy intézménnyel szerződhetnek, minimum 1 millió dolláros befektetéssel, illetve legfeljebb 500 ügyféllel, feltéve, hogy befektetéseik egyenként elérik az 5 millió dollárt. A szabályozás mögött az a logika rejlik, hogy *ha* az alap csak milliomosok és intézmények zárt köre előtt áll nyitva, az olyan hivataloknak, mint a SEC, nem kell vesződni az ellenőrzésükkel. A milliomosok feltehetőleg tudják, mit művelnek; ha esetleg mégsem, az egyedül az ő problémájuk.

Egészen a legutóbbi évtizedekig a teljes ismeretlenség homályában éltek a fedezetialap-menedzserek. Az 1980-as és 1990-es években azonban néhány nagyjátékos közismertségre tett szert, mindenekelőtt a híres emigráns valutaspekuláns, Soros György. 1992-ben Soros Quantum Fundja világhírű lett, mivel sikerült „megtörnie" a Bank of Englandet, és rákényszeríteni azt a font leértékelésére. (Soros a határidős piacon kitartóan adott el fontot.) Soros az akcióval egymilliárd dollárt kasszírozott. Néhány évvel később – talán alaptalanul – megvádolták azzal, hogy nagy arányú leértékelésre kényszerített több dél-ázsiai országot is. Hála Sorosnak és még néhány olyan nagystílű menedzsernek, mint Julian Robertson és Michael Steinhardt, a fedezetialap-menedzserekről az a kép alakult ki, hogy ők a piacok letarolására képes rettenthetetlen kalózok. Steinhardt maga is azzal hencegett, hogy ő és társai a vadkapitalizmus utolsó megmaradt bástyái.[2] A közhitben arrogáns hazardőrökként élnek, akik gigászi profitot söpörnek be vagy éppen horribilis összegeket buknak. A Webster's Collage Dictionary 1988-as kiadása a fedezeti alapokat úgy definiálja, mint „nagy kockázatú spekulatív módszerekkel" manipuláló szervezeteket.

Vad hírük ellenére a fedezeti alapok többnyire meglehetősen jámbor intézmények; eredeti rendeltetésük épp az volna, hogy azok legyenek. A „fedezeti alap" elnevezés a „fogadásbiztosítás"* kifejezésből ered, amely azt a manővert jelenti, amikor valaki a potenciális veszteség korlátozására az eredeti fogadásával ellentétes oldalra is tesz. Ez a jelentés az angol „hedge" eredetileg „sövény", „fedezni-védeni" jelentéséből alakult ki. Korlátozó, határoló értelmében már Shakespeare is használta: „England hedg'd in with the maine**[3]. Azonban befektetési alapokra alkalmazni a kifejezést senkinek sem jutott eszébe mindaddig, míg Alfred Winslow Jones, Meriwether igazi előfutára 1949-ben befektetői társaságot nem alapított.[4] Bár efféle társaságok már régóta léteztek. Először Jones, a Fortune magazin ausztrál születésű újságírója menedzselt kiegyensúlyozott *fedezeti* portfóliót. Jones attól tartva, hogy részvényeinek ára a rendszeres tőzsdei visszaesések következtében lezuhan, úgy döntött, hogy a piaci tényezőt lefedezéssel küszöböli ki – vagyis úgy, hogy párhuzamosan fogad az árfolyam-emelkedésre és -csökkenésre. Mint a legtöbb befektető, olyan részvényeket vásárolt, amelyeket olcsónak ítélt, de közben meg is shortoltjó pár túlértékeltnek tűnő papírt. Jones portfóliója, legalábbis elméletben „piacsemleges" volt. Bármilyen esemény – háború, kormányválság, időjárás-változás –, amely fel- vagy lemozdította el a piacot, egyszerűen megemeli Jones portfóliója egyik felének az értékét, és lenyomja a másikét. Nettó hozama mindössze azon múlik, mennyire képes kiegyensúlyozni a legjobb és a legrosszabb hatást.

Ez a konzervatív megközelítés, amellyel elvileg kevesebbet lehet nyerni, de kevesebbet is lehet veszteni, vonzó volt az 1990-es évek ideges befektetői számára. A me-

* Eredetiben: to hedge onc's bets – *a fordító.*

** „a tengerektől óvott Anglia" – *a fordító.*

rész Sorostól elhatárolódva a legtöbb modern fedezeti alap éppen annyira hangoztatta stabilitását, mint az általa kínált hozam nagyságát. Idővel célul tűzték ki, hogy csinos profitot termeljenek, de közben *ne* kövessék a tágabb piac hullámzását. Ideális esetben legalább annyit vagy még magasabb hozamot kellett termelniük, mint az általános részvényalapoknak, ám visszaeséskor is tartaniuk kellett korábbi teljesítményüket.

Amikor az amerikaiak olyan megszállottan bújták a befektetési hozamokat, mint hajdan a felszökő ingatlanárakat, ezek a fedezeti alapok, bármilyen kevéssé is értették őket, misztikus vonzerővel bírtak, hiszen a jelek szerint olyan utat találtak a gazdagsághoz, amely megkerülte a szokványos kockázatokat. A kerti partikon másról sem beszéltek az emberek, mint befektetési alapjaikról. Csakhogy a befektetési alapok olyan snasszok voltak! Az ötcsillagos szállodákban nyaraló és otthonát méregdrága képekkel berendező elit, a művészet pártfogói és a jótékonysági vacsorák vendégei számára egy fedezeti alapba befektetni bizonyos státust jelentett. Ezzel bekerültek a Wall Street beavatottjai közé, felvételt nyertek a legzseniálisabbak és legrafináltabbak klubjába. Amikor a világ befektetésekről beszélt, mi lehetett borzongatóbb, mint halkan és rejtelmesen elejteni egy fiatal, dörzsölt fedezetialap-menedzser nevét, aki az ember pénzét diszkréten, okosan és kecsegtetőn kezeli? A fedezetialap-menedzserek a leggazdagabbak *és* legokosabbak emblémájává váltak. Paradox módon az általuk felszámított fejedelmi díjak csak fokozták csáberejüket, hiszen ki más tudna ilyen égbekiáltó díjjal ügyfeleket szerezni, ha nem a legkivételesebb tehetségűek? A mohó fedezetialap-menedzserek nemcsak a befektetők profitjából nyestek le részesedést, de tőkéjük bizonyos százalékára is igényt tartottak.

Így aztán az Egyesült Államokban robbanásszerűen megszaporodtak a fedezeti alapok. 1968-ban, amikor a

SEC felmérte őket, mindössze 215 darabot talált belőlük.[5] Az 1990-es évek végére talán már több mint 3000 volt (a pontos számot senki sem tudja), különféle befektetési stratégiákkal és eszközszerkezettel. A legtöbb szerény méretű – összesen talán mintegy 300 milliárd dollárnyi tőkét kezeltek –, szemben a részvényekbe fektető befektetési alapok által forgatott 3200 milliárd dollárral.[6] A befektetők azonban többet akartak. A fedezeti alapok a hagyományos formákkal szemben magas hozamot *és* alacsony kockázatot ígértek: nem a legkockázatosabb, hanem a legbiztonságosabb; nem a leghivalkodóbb, pusztán a legbölcsebb befektetési formát.

Alfred Jones nyomdokaiban Meriwether a Long-Term Capital Managementet úgy álmodta meg, hogy a különbözeti ügyletekre koncentrál majd a kötvénypiacokon. Megvásárol bizonyos kötvényeket, elad másokat, és a *kötvénypárok* közti hozamrés tágulására vagy szűkülésére fogad. Ha az olasz kamatlábjóval nagyobb, mint a német, vagyis az olasz kötvények olcsóbbak a németeknél, akkor az olasz papírokba fektető és a németeket rövidre eladó bróker abban az esetben nyer, ha a hozamkülönbség csökken (mégpedig minéljobban esik, annál többet tesz zsebre). Ez viszonylag alacsony kockázatú befektetési stratégia. Mivel a kötvények rendszerint egy időben drágulnak és olcsóbbodnak, a két kötvény közti kamatrés nincs kitéve akkora kilengésnek, mint maguk a kötvényárak. Akárcsak Jones alapja, elméletileg a Long-Term is kivédi a piac ingadozásait vagy akár egy-egy piaci összeomlást is.

Csakhogy akadt egy alapvető különbség: Meriwether kezdettől fogva úgy tervezte, hogy a Long-Term húsz-harmincszoros vagy akár még nagyobb tőkeáttéttel fog működni.* Mindez nélkülözhetetlen része volt a Long-Term

* Vagyis a befektetett tőke 95-97 százaléka hitel lesz – *a magyar kiadás lektora.*

stratégiájának, hiszen a vásárolni kívánt, illetve az eladni szándékozott kötvények hozama közt többnyire elenyésző volt a különbség. Alihoz, hogy egy ilyen apró különbségből érzékelhető profitra tehessen szert, a Long-Termnek kölcsönfelvétellel jócskán meg kellett sokszoroznia saját befektetését. A módszer titkát rögtön megértheti bárki, aki megfordult márjátszótéren. Ahogy a hintán egy gyerek a magáénál jóval nagyobb súlyt képes a magasba emelni, a tőke hitelekkel való megsokszorozása, a finanszírozási tőkeáttétel megtöbbszörözi egy piaci résztvevő „erejét" – azaz nyereségtermelő képességét –, mivel a saját tőkéje mellett a hitel után is kap hozamot. Persze éppúgy megnő a „veszteségtermelő képessége" is. Ha a Long-Term stratégiája valami oknál fogva bármikor is csődöt mondana, vesztesége meghatványozódna, villámgyorsan felhalmozódna, sőt végzetessé válhatna – de ez az eshetőség nagyon valószínűtlennek tűnt...

1993 elején Meriwether felhívta Daniel Tullyt, a Merrill Lynch elnökét. Még mindig szorongott a Mozer-ügy kapcsán elszenvedett méltánytalan meghurcolása miatt, és rögtön azt kérdezte: „Sérült áru vagyok?" – Tully megnyugtatta, hogy nem az. Összehozta Meriwethert a Merrill Lynchnél azokkal az emberekkel, akik a fedezeti alapok számára hajtottak fel tőkét. Röviddel ezután a Merrill elvállalta, hogy tőkét gyűjtsön a Long-Termnek.

JM szédítően ambiciózus terveket dédelgetett. Nem kevesebbre tört, mint lemásolni az Arbitrázs csoportot a maga globális mozgásterével és erejével, hogy a piacon hatalmas pozíciókkal legyen jelen, de mindezt a Salomon sok milliárdos tőkéje, hitelcsatornái, információs hálózata és hétezer alkalmazottja nélkül. Meriwethert elkeserítette, hogy miután annyit tett a Salomonért, a száműzetés mellőzött homályába kényszerítették, és fűtötte a bosszúvágy, hogy visszavágjon – talán úgy, hogy valami jobbat alkot.

Meriwether kolosszális összeget, 2,5 milliárd dollárt kívánt összeszedni. (Egy átlagos alap talán ha ennek 1 százalékával indul.) Egyáltalán, a Long-Term körül minden roppant ambiciózus volt. Díjaijóval meghaladták az átlagot. JM és partnerei 25 százalékra tartottak igényt, *plusz* évi 2 százalékra a tőkéből. (Az alapok zöme mindössze 20 százalékot csapott le a profitból és 1 százalékot a tőkéből.) Meriwether úgy érezte, ilyen díjakra van szükség a globális manőverezéshez – de ez is csak nagyra törő terveit jellemezte.

Sőt az alap ragaszkodott ahhoz, hogy a befektetők legalább három évre elkötelezzék magukat, ami szinte példátlanul hosszú lekötésnek számított a fedezeti alapok világában. A hosszú lekötési idő nem volt véletlen; arra szolgált, hogy ha az ingatag piacok ellenük fordulnak, a Long-Term megtehesse, hogy nevéhez méltón „hosszú távú" tőkealapként működik, és – mint a befektetési bankár a betéteseinek – mondhassa ügyfeleinek, hogy jöjjenek vissza később. A cég ráadásul roppant bizalmat kívánt befektetőitől annak ellenére, hogy JM a maga szakmai múltjáról formálisan semmi konkrétumot nem tudott felmutatni. Bár anekdoták keringtek arról, hogy az utóbbi években a Salomonjövedelmének zömét az Arbitrázs csoport szállította, a csoport eredményeit nem hozták nyilvánosságra. Ha egy befektetőnek volt is némi fogalma arról, *mennyit* kereshetett az Arbitrázs, azt nem tudta, *hogyan* keresték azt a pénzt. Túlontúl misztikus volt a csoport kelléktára – a modellek, a hozamrések, az egzotikus származékos ügyletek. Amellett persze a befektetőknek komoly aggályaik voltak: mennyire bölcs dolog Meriwetherre bízni a pénzüket ilyen röviddel azután, hogy a SEC szankcionálta Meriwethert a Mozer-affér miatt?

Amikor a Merrill építgetni kezdte stratégiáját a pénz felhajtására, a Salomonnál JM régi csapata lassan lemorzsolódott. 1993 elején távozott Eric Rosenfeld. Aztán

Victor Haghani, egy iráni származású zsidó következett; amikor távozása hírét bejelentette, a Salomon kereskedési termében hangos ovációval kívántak neki szerencsét. Júliusban kilépett Greg Hawkins. Így JM a legjobb brókereiből összeállt maggal hozzálátott a tervező munkához. Bár még mindig hiányzott neki Hilibrand – aki szintén fontolgatta távozását, miközben a Salomon kétségbeesetten igyekezett marasztalni. Volt kollégáihoz még mindig bajtársias érzelmek fűzték, és Gutfreundnak, a Salomon bukott vezérének felajánlotta a Long-Term elnöki tisztét, feltéve, hogy felhagy elkeseredett küzdelmével, amelyet a Salomonnal szemben támasztott anyagi követelésének érvényesítéséért vívott. Gutfreund az Arbitrázs csoport sikerében döntő, bár kevésbé látványos szerepet játszott: megfékezte a brókerek alkalmankénti aránytévesztését. De erre itt nem volt szükség. A Long-Termnél JM maga gondoskodott szabályainak betartatásáról.

Akárhogy is, JM a Long-Term köré fényesebb aurát akart vonni, mint amelyet Gutfreund vagy akár tehetséges, de névtelen, fiatal arbitrazsőrei gerjeszthettek. Szüksége volt valami pluszra – valamire, ami merészen nagyra törő terveit a befektetők előtt hitelessé tehette. Társulatát új szereposztásban kellett felállítania, hogy megmutassa: nemcsak egy halom kötvénykereskedő bróker vállalkozásáról van szó, hanem valami jóval nagystílűbb pénzügyi kísérletről. Ezúttal nem lett volna elég egy ismeretlen tanársegédet beszervezni – semmiképp, ha 2,5 milliárdot akart felhajtani. Meriwether ezúttal a tudósvilág csúcsát vette célba. A harvardi professzor, Robert C. Merton a pénzügy első számú szaktekintélyének számított, sokan zseninek tekintették a maga területén. A Wall Street-i brókerek több nemzedéke nőtt fel a keze alatt, köztük maga Eric Rosenfeld. Az 1980-as években Rosenfeld rávette Mertont, hogy tanácsadóként működjön közre a Salomonnal, így aztán Merton jól ismerte az

Arbitrázs csoportot. De ami még fontosabb: Merton neve azonnal megnyithatta az ajtókat előttük, nemcsak Amerikában, de Európában és Ázsiában is.

Merton apja a Columbia Egyetem híres szociológusa, Robert K. Merton volt, aki többek között a tudósok viselkedését tanulmányozta. Az *idősebb* Merton röviddel fia születése után írta le az „önbeteljesítő prófécia" jelenségét, amelyet azokkal a betétesekkel illusztrált, akik bankjuk csődjétől tartva tömegestül rohannak a fiókokba. A hasonlat később fia számára profetikusnak is bizonyult.[7] Az ifjabb Merton Hastings-on-Hudsonban nőtt fel, New York külvárosi részén. Különös tehetsége volt ahhoz, hogy szisztematikus úton közelítsen mindenhez, amibe csak belebotlott. Rajongott a baseballért és az autókért, buzgalmában előbb fejből megtanulta a játékosok ütőátlagát, majd gyakorlatilag minden amerikai személyautó motorjának paramétereit.[8] Felnőve pókerezés közben szándékosan villanyégőbe bámult, hogy összehúzódott pupillájával tévessze meg partnereit. Mintha csak az apja által vizsgált tudósokat próbálná másolni, gyerekként is az az ember volt, akit később úgy jellemzett egy író, mint aki „mindenütt a rendet keresi maga körül".[9]

Merton újabb szenvedélye, a befektetés akkor alakult ki, amikor a Cal Techen* tanult. Reggelente 6.30-kor, amikor a New York-i Értéktőzsde kinyitott, gyakran benézett egy helyi brókerházba, ahol néhány órán át adott-vett, és figyelte az eseményeket. Úgy döntött, átnyergel a közgazdaságtanra, és a gondviselés épp az MIT egyetemre vitte. A pénzügy matematikai tudo-

* A California Institute ofTechnology (Cal Tech vagy Caltech) Pasadenában (Kalifornia) működő magánegyetem, amely főként műszaki és természettudományi karai révén ismert. A világ első 10 intézménye közé tartozik a tudományos hivatkozási index és a Nobel-díjak száma alapján is – *a magyar kiadás lektora.*

mánnyá alakulása az 1960-as évek végén még éppen csak megindult. Merton a híres Paul Samuelson szárnya alatt dolgozva nem kevesebbet tett, mint felfedezett egy egészen új területet. Mindaddig a közgazdászok mindössze arra konstruáltak modelleket, hogyan festenek a piacok – illetve az elmélet szerint hogyan kellene festeniük – egy bizonyos pillanatban. Merton newtoni ugrást léve az árakat végtelen kis pillanatok sorozatában modellezte, és elméletét „időben folytonos pénzügyeknek" nevezte el. Evekkel később Stan Jonas, a francia Société Générale származlatottügylet-specialistája így fogalmazott: „Csaknem minden más, ami a pénzügytanban van, pusztán széljegyzet ahhoz, amit Merton alkotott az 1 970-es években." Merton stencilezett kékjegyzetei valóságos ereklyévé váltak.

Az 1970-es évek elején tapintott rá Merton a részvényopciók „helyes" ármeghatározásának problémájára, amelyre két másik közgazdász, Fischer Black és Myron S. Scholes találta meg a részleges megoldást: képletet vezettek le. Merton az opciók és a mögöttes részvények közti szoros viszonyt átlátva elegáns matematikai precizitással tömte be az elmélet hézagait. Aztán nagylelkűen várt a publikációval, míg közzéteszik eredményeiket a társai; így aztán a formula a Black-Scholes-modell néven vonult be a történelembe. A dolog kevés embert hatott meg, tekintve, hogy nem létezett aktív piac, ahol opciókkal kereskedtek volna. Ám épp egy héttel a képlet napvilágra kerülése előtt a Chicago Board Options Exchange* megkezdte a részvényopciók piaci bevezetését. A Texas Instruments rövidesen már így hirdetett a The Wall Street Journalben: „Számológépünk... a Black-Scholes-

* A CBOE néven ismert, Chicagóban működő, származtatott termékek kereskedelmére szakosodott tőzsdét éppen ekkor, 1973-ban hozták létre – *a magyar kiadás lektora.*

érték kiszámítására is képes."[10] Innen jegyezhető a derivatívaforradalom igazi kezdete. Tudósok soha azelőtt nem hatottak ennyire a Wall Streetre.

Az 1980-as években Meriwether és sok más bróker olyan természetességgel kereskedett ezekkel az újonnan született termékekkel, mint a részvényekkel vagy a kötvényekkel. Szemben az igazi értékpapírokkal, a származtatott termékek értéke részvények, kötvények vagy más eszközök értékéből származik (innen a név). Például egy részvényopció értéke – amely egy részvény bizonyos időszakon belüli, meghatározott áron való megvásárlására jogosít – az alapjául szolgáló részvény árával együtt változik.

Merton boldogan ragadta meg az alkalmat, hogy a Long-Term Capitalhez csatlakozhat, mivel úgy tűnt, ott lehetősége nyílhat arra, hogy a valóságban próbálja ki elméleteit. A származékos ügyletek – érvelt akkoriban – elmosták a határt a befektetési társaságok, a bankok és más pénzügyi intézmények között. A derivatívák homogén világában, amelynek megteremtéséhez Merton maga is aktívan hozzájárult, bárki felvállalhatta a hitelezés vagy részvényvásárlás kockázatát pusztán a megfelelő ügylet megkötésével. A tartalom számít, nem a forma. Mindez már bebizonyosodott a jelzáloghitelek esetében: azokat egykor kizárólag helyi bankok nyújtották, de mostanában azokat számtalan kisbefektető finanszírozza, akik apró morzsákat vásárolnak a közös hitelalapba gyűrt és kötvényekbe szétszabdalt jelzáloghitel-kihelyezésekből.

Merton a Long-Term Capitalt valójában nem is „fedezeti alapnak" tekintette – a kifejezéstől a többi partnerrel együtt idegenkedett –, hanem a legmodernebb *pénzügyi közvetítőnek,* amely bankok módjára látja el tőkével a piacokat. A sarki bank kölcsönvesz a betétesektől és kölcsönad a helyi magánszemélyeknek, illetve vállalkozásoknak. Eszközállományát – vagyis a nyújtott hiteleit – igyekszik kötelezettségeivel egyensúlyba hozni, miközben úgy próbál

hasznot elérni, hogy hitelfelvevőktől kissé magasabb kamatot szed, mint amennyit a betéteseinek fizet. Hasonló szerepet fog betölteni a Long-Term Capital is: „kölcsönvesz", amikor elad egy kötvénycsomagot, és „kölcsönad", mikor megvesz egy másikat – vélhetően olyat, amelyet némileg kevésbé keresnek a piacon, ezért valamivel magasabb hozamot ígér. Így aztán az alap haszna, akárcsak a banké, a lecsípett kamatrés lesz. Bár az előbbi leírás igen leegyszerűsített, a Long-Term azzal, hogy a kockázatosabb (vagyis magasabb hozamú) kötvényekbe fektet, tulajdonképpen „likviditást ad" a piacoknak. Nem éppen ezt teszik a bankok is? Hála Mertonnak, a formálódó fedezeti alap a korábbinál nemesebb szereplőnek érezhette magát.

Sajnos a befektetők felhajtásában Mertonnak kevés hasznát vették. Túlságosan komoly volt, és lekötötték a harvardi órái. 1993 nyarán azonban Meriwether az alaphoz hozott egy másik tudóscsillagot: Myron Scholest. Bár a többi közgazdász őt nem tekintette akkora nagyágyúnak, a neve a Wall Streeten a többiekénél ismerősebben csengett a Black-Scholes-képlet miatt. Scholes is dolgozott a Salomonnál, úgyhogy szintén közel állt Meriwether csoportjához. A pénzügyek legbriliánsabb koponyái közül *kettőt* soraiban tudva, akik ráadásul a hírek szerint régóta rajta voltak a Nobel-díj jelöltek szűkített listáján, a Long-Term úgy állt, mintha Michael Jordant és Muhammad Alit játszatta volna egy csapatban. „A végletekig fokozták a misztikumot" – mondta egy pénzpiaci menedzser, aki végül befektetett az alapba.

1993 őszén a Merrill Lynch őrült hajszál indított a befektetők toborzására. Pénzes ügyfeleket szállítottak a Merrill Lynch Manhattan alsó csücskében lévő központjába, ahol bemutatót tartottak nekik az alapról, megeskették őket, hogy hallgatnak, mint a sír, aztán visszakísérték őket limuzinjaikhoz. Aztán a Merrill és az alapítók különféle csoportjai road show-ra indultak, érintve Bos-

tont, Philadelphiát, Tallahasseet, Atlantát, Chicagót, Los Angelest, Amszterdamot, Londont, Madridot, Párizst, Brüsszelt, Zürichet, Rómát, Sao Paulót, Buenos Airest, Tokiót, Hongkongot, Abu-Dzabit és Szaúd-Arábiát. A Long-Term a minimálisan befektetendő összeg határát 10 millió dollárnál húzta meg.

A roadshow rosszul indult. JM diplomatikus volt, de zárkózott, mintha attól tartana, hogy bármivel, amit mond, kifecsegi a csoport titkait. „Mindenki Meriwethert akarta látni, de ő soha nem beszélt" – morgolódott a Menüinél dolgozó Dale Mayer. Az amúgy is alábecsült Rosenfeld nem volt elég húzó név, az egyik befektető majdnem elaludt az előadásán. Greg Hawkins, Merton egykori tanítványa volt a legrosszabb előadó, ahogy a görög ábécé betűivel dobálózott. Az alapítók nem tudták, hogy kell bemutatni egy üzleti ajánlatot – *tényleg* úgy beszéltek, mint a matematikaprofesszorok. Ráadásul az alap neve sem volt valami fantáziadús, csak a komoly Mertonnak tetszett. A befektetőknek számtalan okuk akadhatott, hogy távol maradjanak az üzlettől. Sokakat visszataszított, hogy JM nem volt hajlandó befektetési stratégiáját az orrukra kötni. Sokakat a várható tőkeáttétel riasztott, amelynek mértékét JM méltányosnak tartotta jó előre közölni. Az olyan intézmények, mint a Rockefeller Alapítvány vagy a Loews Corporation, a magas díjaktól hőköltek vissza. A Long-Term egész stratégiája kipróbálatlannak tetszett, különösen az intézményeknek tanácsokat adó szakértők szemében, akiken hatalmas befektetetésre váró pénzösszegek sorsa múlott.

Meriwether szakadatlanul új utakat keresett a Long-Term ázsiójának megemelésére, így aztán ellátogatott Omahába, és együtt ebédelt Buffett-tel. Tudta, ha Buffett befektet nála, mások is megteszik. Ajoviális milliárdos a szokásos formáját hozta – barátságos volt, bátorító, és esze ágában sem volt aláírni a csekket.

Miután az ország leggazdagabb befektetője visszautasította, JM felkereste Jon Corzine-t, aki régóta irigyelte Meriwether egységét a Salomonnál, és aki a Goldman Sachsnél megpróbált egy rivális csoportot felállítani. Corzine eljátszott a gondolattal, hogy a Goldman nagybefektetőként vegyen részt az üzletben vagy netán házon belülre emelje Meriwether új alapját. Végül egyiket sem tette. A Union Bank of Switzerland alaposan megfontolta az ajánlatot, de aztán továbbállt. Minden magabiztossága ellenére JM-nek hiányzott az őt és a Salomont összekötő köldökzsinór. Szüksége volt valami intézményi hátországra.

Ezután JM, a szükségből előnyt kovácsolva, egy sor külföldi banknak felajánlotta, hogy a Long-Term kvázi tulajdonosai legyenek, hátha ezzel alapjának nemzetközi nimbuszt adhat. Az elképzelés szerint mindegyik partner – JM „stratégiai befektetőknek" nevezte őket – 100 millió dollárt fektetne be, és megosztaná az alappal a saját piacukat érintő bizalmas értesüléseket. A Long-Term, legalábbis elméletben, viszonozná ezt. Jellegzetesen meriwetheri terv volt, ahogy őket „stratégiainak" titulálva hízelgett a potenciális befektetőknek. Mertonnak tetszett az ötlet: igazolni látta saját elméletét, miszerint felül lehet kerekedni a régi intézményi alapokon. Ezután két fronton törtek előre: Meriwether a külföldi bankokat igyekezett megkörnyékezni, míg a Merrill az ügyfelek toborzásán dolgozott.

A Merrillnek sikerült a tőkeszerzést előmozdítania azzal, hogy leleményes „tőkegyűjtő cég" hálózatot épített ki, amely révén a Long-Term minden elképzelhető adózási és jogi kategóriából megszólíthatta az alapokat. Az egyik Finanszírozó társaság a közönséges amerikai befektetőkhöz szólt; egy másik az adómentességet élvező nyugdíjalapokhoz; egy harmadik azoknak a japánoknak kellette magát, akik jenben akarták lefedezni a profitjukat; egy újabb az európai befektetőknek, akik csak tőzs-

dén jegyzett cégekbe ruházhattak be (ez utóbbi finanszírozó társaságot névleg az ír értéktőzsdén jegyeztették be).

A finanszírozó társaságok nem tartották meg a pénzt, csupán papíron létező pénzpumpák voltak: egy központi alapba, a Kajmán-szigeteken bejegyzett Long-Term Capital Portfolióba (LTCP) szivattyúzták át minden tőkéjüket. Ésszerűségi okokból az LTCP volt az *igazi* alap: mint jogi személy ez vásárolta és adta el a kötvényeket, és birtokolta az eszközöket. Ezt az alapot a Long-Term Capital Management (LTCM) *működtette,* egy delaware-i társaság, amelynek tulajdonosai JM, az üzlettársai és olykor a feleségeik voltak. Bár egy efféle bonyolult szervezet eltántoríthatott más befektetőket, annál kényelmesebb volt a partnereknek, akik a többi brókerrel szemben egyik nagy előnyüknek éppen azt tartották, hogy képesek komplex ügyleteket konstruálni. A tulajdonosok valójában persze a közelében sem jártak a Kajmán-szigeteknek vagy Delaware-nek, hanem greenwichi, connecticuti és londoni irodáikban ültek.

Az alapítókat szerencsés meglepetés érte, alighogy beindították a marketinget. Épp ügyvédjüknél, Thomas Bellnél tárgyaltak, a Simpson Thacher & Bartlett ügyvédi iroda egyik partnerénél, amikor Rosenfeld izgatottan felugrott: „Ezt nézzétek! Tudjátok, mit tett a Salomon?" Azzal az asztalra dobott valamit – a bank pénzügyi jelentését. A Salomon ugyanis végre úgy döntött, közzéteszi az Arbitrázsból származó jövedelmének számait, így a Long-Term most már válaszolhatott az alapítók szakmai múltját firtató kérdésekre. A sorok közt olvasva világosan kiderült, hogy az utóbbi időben JM csoportja kereste a Salomon profitjának zömét: a cég gazdálkodásának utóbbi öt évében évente több mint 500 millió dollárt. Csakhogy még ez sem volt elég a befektetők meggyőzésére. Ráadásul a Merrill könyörgése ellenére a partnerek to-

vábbra is mélyen hallgattak stratégiájukról. A Long-Term még azt is megtagadta, hogy példákat mondjon ügyleteire, így aztán a potenciális befektetők nem sok fogalmat alkothattak arról, mit akarnak művelni pénzükkel a partnerek. A kötvényarbitrázst amúgy sem értették igazán.

Edson Mitchell, a Merrill láncdohányos ügyvezetője, aki a tőkeszerzést felügyelte, elkeseredetten próbálta Meriwethert megnyílásra bírni; mintha JM elfelejtette volna, hogy *ő az,* aki pénzt kér másoktól. Meriwether még négyszemközti beszélgetéseik során sem volt hajlandó elárulni Mitchellnek az általa megkeresett bankok nevét; államtitokként kezelt minden részletet. Bár Mitchell a Menüinek javaslatot tett, váljon a Long-Term stratégiai partnerévé, egy ilyen tartózkodó ügyféllel Mitchell még saját főnökeinek sem tudta az alapot eladni. David Komansky, aki a Merrill tőkepiaci részlegét felügyelte, óvatos volt, és nemet mondott. Belement, hogy a Merrill közvetítői díját – mintegy 15 millió dollárt – befektessék, de többet nem óhajtott az alapba tenni.

A roadshow egy pontján balsikerű kirándulást tett az egyik csoport – benne Scholesszal, Hawkinsszal és még néhány Merrill-alkalmazottal – Indianapolisba, ahol a Consecónál, az egyik nagy biztosítótársaságnál kilincseltek. Kifulladtan érkeztek. Scholes arról kezdett beszélni, hogyan kereshet a Long-Term vagyonokat még a viszonylag hatékony piacokon is. Ekkor hirtelen pimaszul kifakadt Andrew Chow, a Conseco harmincéves származékosügylet-kereskedője: „De hisz nincs is ott annyi lehetőség, képtelenség annyi pénzt a kincstárjegypiacból kisajtolni.” Úgy tűnt, Chow-t, akinek mindössze pénzügy szakos egyetemi diplomája volt, szemernyit sem kápráztatja el a Black-Scholes-képlet híres kitalálója. Scholes dühösen előredőlt bőrfoteljében, és azt mondta: „Tudja mit? Épp a magához hasonló idióták miatt tudjuk megcsinálni.”[11] A Conseco emberei megsértődtek, és a tárgyalás rossz

szájízzel záruk. A Merrill felszólította Scholest, kérjen bocsánatot. Hawkins viszont remekül mulatott, és a hasát fogta nevettében.

Igazság szerint azonban Scholes volt az alap legjobb értékesítője. A befektetők legalábbis hallottak róla, néhányan még jártak is az előadásaira. Amellett Scholes született anekdotázó típus volt, temperamentumos, de kedélyes ember. Az alap működésének szemléltetésére látványos hasonlatot csillantott fel: „A Long-Term – magyarázta – apró szeletkét csippent le ügyletek ezreinek mindegyikéből, mintha csak felporszívózná a földről a mások számára láthatatlan filléreket." Olykor előhúzott egy-egy érmét látszólag a semmiből — egy kis színpadiasság sosem árt. Még ha az alapot érintő gyakran misztikus részletekről is volt szó, Scholes akkor is kecses eleganciával siklott át a matematika buktatóin, míg a kiszemelt üzletfelek szerény diákoknak érezték magukat. „Myront tolták előre, hogy így szédítsenek el minket" – mondta Maxwell Bublitz, a Conseco befektetési üzletágának főnöke.

Scholes egy ontariói fogorvos fia volt, és nem éppen tipikus tudós. Már egészen fiatal kora óta lelkesen vállalkozott, és fivérével együtt egy sor üzletbe fogott a könyvkiadástól a méteráru-kereskedésig.[12] Miután 1962-ben lediplomázott, Scholes nyári állást szerzett a Chicagói Egyetemen mint számítógépes programozó annak ellenére, hogy akkor még szinte semmit sem tudott a számítógépekről. Az üzleti fakultás épp akkor kezdett ráébredni a számítástechnika erejére, és adatelemző kutatásokat szorgalmazott, különösen a részvényárak tanulmányozásának kérdésében. Scholes számítógépes munkája olyan értékesnek bizonyult, hogy a professzorok biztatták, maradjon a tanszéken, és vágjon bele maga is a piacok kutatásába.[13]

Így pottyant Scholes a neokonzervatív teóriák lepárlóüstjének kellős közepébe. Az olyan tudósok, mint Eugene

F. Fama és Merton H. Miller akkoriban dolgozták ki a később a modern közgazdaságtan központi tételévé váló elméletüket: a hatékony piac hipotézisét. A hipotézis alapfeltevése, hogy a részvényárak mindig „helyesek"; így aztán senki sem jósolhatja meg a piac mozgásának jövőbeli irányát, ennélfogva az teljesen véletlenszerű. Alihoz persze, hogy az árak helyesek legyenek, kell, hogy az azokat alakító emberek egyszerre legyenek racionálisak és jól informáltak. A hipotézis gyakorlatilag abból indul ki, hogy az összes bankház kereskedési termében és a világ összes brókerirodájában – vagy legalábbis elég sokban ahhoz, hogy az árak alakulására meghatározó befolyással legyenek – csupa nyugodt, összeszedett Larry Hilibrand ül, akik sem többet, sem kevesebbet nem Fizetnek egy értékpapírért annak a „valódi értékénél". Victor Niederhoffer szerint – aki együtt tanult Scholesszal Chicagóban, és később saját befektetési céget alapított — Scholes hithű tagja volt a „vak bolyongás cosa nostrájának", azon diákok egyike, akik módszeresen elutasítottak minden olyan feltevést, hogy piacok tévedhetnek. A sötét arcú, heves Scholes egyszer kioktatott egy ingatlanügynököt, aki megpróbálta rávenni, vásároljon lakást a Hyde Parkban, az egyetem közelében, azt állítván, hogy az ingatlanárak évi 12 százalékkal emelkednek a környéken. Ha ez igaz volna, vágott vissza Scholes, az emberek azonnal felvásárolnák az összes házat. Csakhogy minden vallásos meggyőződése ellenére Scholes a lelke mélyén soha nem hitte úgy, hogy ő ne tudná felülmúlni a piacokat. Az 1960-as évek végén a fizetését részvényekbe fektette, és kölcsönből fedezte megélhetését. Amikor a piac a mélybe zuhant, haladékért könyörgött hitelezőjénél, nehogy súlyos veszteséggel kelljen eladni a részvényeit. Végül aztán azok magukhoz tértek. Csakhogy nem ez volt az utolsó eset, hogy a Long-Term egyik partnere ráébredt, mennyit ér egy hitelező jóindulata.[14]

Míg Merton ízig-vérig elméleti beállítottságú volt, Scholest az elméletek *tesztelésére* talált eredeti módszereiért becsülték. Amennyire megfontolt volt Merton, ő éppolyan vitázó szellemű, lázasan gyártotta az újabbnál újabb ötleteket, amelyek nagy részé hamvába holt volt, de mindig kipattant belőlük valami kreatív szikra. Gyakorlati érzékével sokat lendített előre a Salomon üzletén, ahol derivatívakereskedelmi részleget hozott létre. A tetejében Scholes zseniális adószakértő volt; nemcsak az amerikai adójogszabályokat fújta kívülről, de az összes jelentős országét is. Az adózást nagy intellektuális játéknak tekintette: „Adót tulajdonképpen senki sem *fizet"* – csattant fel egyszer megvetően.[15] Scholes nem hitte, hogy létezik ember, aki el *ne* menne a legvégsőkig, hogy az adófizetést elkerülje, talán éppen mert valahol mégiscsak sántított chicagói iskola modellje*, amely gazdasági robotként kezelte az embereket. A Long-Termnél Scholes fundálta ki azt a rafinált tervet, amely a partnerek számára lehetővé tette, hogy nyereségrészüket bent tartva, az adófizetést akár tíz éven túlra is elhalasszák. Az ügyvédeket az őrületbe kergette a részletekkel, de a partnerek elnézték neki heves kifakadásait. Lenyűgözte őket Scholes energiája és életereje. Scholes folyton képes volt a megújulásra, vadonatúj sportokba vágott bele, például a síelésbe, illetve – Meriwether jóvoltából – a golfba, és szenvedélyes golfozó lett belőle.

Scholesszal a fedélzeten lassan felpörgött a marketingkampány. Az alap fájdalmasan csábító számokat húzott el a befektetők orra előtt, kijelentve, hogy az évi 30 százalékos nagyságrendű hozam sem elérhetetlen (az alapítók díjainak levonása után). Amellett – bár a partnerek

* A chicagói iskola alapvető közgazdasági elve a piacgazdaság liberalizálása, a csekély állami (kormányzati) gazdasági beavatkozás, s helyette a monetáris politika előtérbe helyezése – *a magyar kiadás szerkesztője.*

tisztázták, hogy a befektetés nem kockázatmentes – hangsúlyozták, hogy szándékukban áll diverzifikálni. Az egész világon szétterített portfóliójukkal úgy érezték, „tojásaik” zömét mindig biztonságban tudhatják*. Így aztán önmagában egyetlen piac sem ránthatja sárba az alapot.

A partnerek makacsul győzködték a legvastagabb pénztárcájú befektetőket, gyakran újra meg újra visszahívva őket Steamboat Road-i központjukba, Greenwich tengerparti részén álló patinás villájukba. Némelyik befektető akár hétszer-nyolcszor is tárgyalt a partnerekkel. Hanyag szövetnadrágjukban és golfingükben a partnerek lehengerlően magabiztosnak tűntek. Végül is egy halom pénzt kerestek a Salomonnál, és a befektetők felvillanyozódtak a gondolatra, hogy ezt most újra megtehetik nekik. Ilyen intellektuális csillogás láttán a befektetők – bármilyen kevéssé is értették, hogyan dolgozik Meriwether és csapata – lassan elfelejtették, hogy pusztán a vak hit vezeti őket. „Válogatott emberek csapata volt, akik tudták, hogy kell pénzt csinálni” — jegyezte meg Raymond Baer, egy svájci bankár (és végül az egyik befektető). 1993 végére kezdtek gyűlni az ügyfelek, bár az alap még nem nyílt meg, és a tervekhez képest is jóval el voltak maradva. A partnerek önbizalma újabb lökést kapott, amikor Hilibrand végre otthagyta a Salomont, és csatlakozott hozzájuk. Merton és Scholes felpörgették a marketinget, de a pénztárgép Hilibrand nevére kezdett el igazán csengeni.

JM a partnerek közé bevette két régi golfozó társát, Richard F. Leahyt, a Salomon egyik ügyvezetőjét és James J. McEnteet, egyik közeli barátját, akinek kötvénykereskedő cége volt. Egyik sem illett bele a Long-Term entellektüel brókereinek profiljába. Leahyt mint megnyerő, társasági üzletkötőt, a Wall Street-i bankárokkal való kapcsolattar-

* Utalás arra az angol mondásra, amely a kockázatvállalást az összes tojás azonos kosárba helyezésével jellemzi – *a magyar kiadás lektora.*

tásra szánták – ami nem tartozott az önfejű brókerek erős oldalai közé. McEntee szerepe azonban rejtély maradt. Miután üzletét eladta, helikopterrel ingázott a Hamptons-hegységben lévő háza és az iroda között, és magánrepülővel járt egy granadai szigetre – ez utóbbi oknál fogva ragasztották rá a „Sejk" nevet. Az észkombájn arbitrazsőrökkel szemben a bronxi születésű McEntee a tradicionális irányvonalat képviselte, és érzésből kereskedett. Meriwether azonban mellettük kiengedett, és már-már társasági emberré vedlett át. Nem véletlen, hisz Leahy és McEntee szintén ír származású amerikaiak voltak – az utóbbiak közt Meriwether mindig otthonosan mozgott. Mindketten társtulajdonosok voltak egy ingatlanban, amely nagyon közel állt Meriwether szívéhez: egy eldugott, féltő gonddal ápolt golfpályáról volt szó, Írország Watervillenek nevezett délnyugati partvidékén.

1994-ben Meriwether addigi legelképesztőbb húzásaként felkéréssel fordult David W. Mullinshoz, az Federal Reserve alelnökéhez, aki Alan Greenspan elnök után a második helyen állt a Fed szervezeti rangsorában. Mullins azelőtt szintén Merton tanítványa volt az MIT-n, aztán a Harvardra ment tanítani, ahol Rosenfeld barátja lett. Mintjegybanki vezető a Long-Term számára felmérhetetlen szolgálatot tett azzal, hogy megnyitotta az alap előtt a nemzetközi bankok kapuit. A Mozer-ügyben ráadásul éppen Mullins képviselte a Fedet. Mullins belépésével egyben úgy tűnt, Meriwethernek sikerült tisztára mosnia magát a washingtoniak előtt.

Akárcsak Meriwether, Mullins is már tizenévesen belekóstolt a befektetések világába. Apja az Arkansasi Egyetem rektora volt és a Harvard rendkívül népszerű előadója. Mullins karrierjét a kormánynál kezdte, ironikus módon a pénzügyi válság szakértőjeként. A Long-Termnél kataszlrófagurunak szánták, ha a piacok netán újból összeomlanának. Az 1987-es részvénypiaci krach után Mullins

részt vett egy magas színvonalú fehér házi jelenlés megírásában, amely a problémákért jelentős részben az új derivatívapiacokat tette felelőssé, ahol eluralkodott a hógolyóhatás*. Aztán a Kincstárhoz került, ahol közreműködött az ország tönkrement takarékszövetkezeteinek megmentésére készülő törvény megszerkesztésében. Mint a szövetségi szabályzó mechanizmus aktív részese, pontosan tudta, hogy a piacok – amelyek messze nem tökéletes árazó gépek – időről időre veszélyesen túllőnek a célon. „Pénzügyi rendszerünk rendkívül gyors ütemben fejlődik, hallatlanul kreatív. Éppen emiatt elkerülhetetlenek időnként a tévedések" – jegyezte meg egy évvel azelőtt, hogy elszegődött volna a Long-Termhez. Leendő alapjára nézve pontosabb előrelátással, mint képzelhette volna, Mullins hangot adott azon véleményének is, miszerint a Fed feladatává kellene tenni a „likviditási gondokkal" küzdő magánintézmények megmentését.[16]

A merev arcú, halk hangú, komoly Mullins igazi bankár módjára öltözködött, és Greenspan lehetséges utódját látták benne. Amikor Mullins az alaphoz csatlakozott, Nicholas Brandy, aki korábban a főnöke volt a Kincstárnál, megdöbbent azon, mi dolga lehet Mullinsnak „azokkal az alakokkal". A befektetőket viszont megnyugtatta a rokonlelkű Mullins belépése, aki a piacokat sok tekintetben az övékével azonos szemszögből nézte. Egy szövetségi bankárt megkaparintva, a Long-Term előtt olyan út nyílt meg a világ kvázi kormányzati befektetőihez, amely pél-

* Ez a kifejezés arra a tovagyűrűző, folyamatosan erősödő hatásra utal, amelyet az válthat ki, ha egy piacon nagyon sok olyan megbízás él, amely valamilyen küszöbár mellett életbe lépve az addigi ármozgást felerősíti. Például ha a veszteségek minimalizálására sokan olyan utasítást adnak brókerüknek, hogy papírjaikat adják el, amennyiben az árfolyam meghatározott szintre süllyedne, akkor ez az értékesítési hullám további áresést, így újabb hasonló megbízások életbe lépését eredményezheti – *a magyar kiadás lektora.*

dátlan volt a magánalapok körében. Hamarosan elkötelezte magát a Long-Termnél a Hongkongi Földhivatali és Fejlesztési Hatóság, a Szingapúri Kormányzati Befektetési Társaság, a Tajvani Központi Bank, a Bank of Bangkok és a Kuvaiti Állami Nyugdíjalap. Ritka fegyvertényként a Long-Termnek még az olasz jegybankot is sikerült 100 millió dollár befektetésére rábírnia. Efféle intézmények egyszerűen nem fektetnek be fedezeti alapokba. Csakhogy Pierantonio Ciampicali, aki az olasz jegybank befektetéseit felügyelte, a Long-Termre nem egyszerű „fedezeti alapként" gondolt, hanem mint egy „biztos hírű", elit befektetési társaságra.[17]

A magánbefektetőket szintén elkápráztatta a pénzügyi mágusok legjobbjait és egy bennfentes jegybankárt felvonultató alap, amely alighanem értékes lépéselőnyt nyújthat az ádáz Wall Street-i játékban, amelyet azért űznek, hogy Greenspan eszén túljárjanak. Az ügyfelek listája impozáns volt. Japánban a Sumitomo Bank 100 millió dollárral írt alá. A Long-Term megszerezte Európában a német Dresdner Bankot, a liechtensteini Global Trustot és a tehetős ügyfelek kiszolgálására szakosodott svájci Julius Baert bankot, amely mozgósította milliomos ügyfeleit, akik 30 milliótól 100 millió dollárig terjedő összegekkel léptek be az alapba. A Republic New York Corporationt, az Edmond Safra nemzetközi bankár irányítása alatt álló titkos szervezetet szintén megigézte a Long-Term partnereinek lenyűgöző névsora, és csábította a lehetőség, hogy üzletet köthet az alappal.[18] 65 millió dollárt fektetett be. A Long-Term megfűzte még a Banco Garantiát, Brazília legnagyobb befektetési bankját is.

Az Egyesült Államokban a Long-Termnél pénzt helyezett el egy egész sor nagy hírű magánszemély és intézmény. Befektetett Michael Ovitz hollywoodi ügynök, Phil Knight, a óriás sportszergyártó Nike vezérigazgatója, az elit tanácsadócég, a McKinsey & Company partnerei, va-

lamint Robert Belfer New York-i olajipari topmenedzser. James Cayne, a Bear Stearns vezére úgy vélte, a Long-Term úgyis olyan sok pénzt fog keresni, hogy díjai nem számítanak. Akárcsak a többieket, Gayne-t is megnyugtatta a tény, hogy JM és partnerei hajlandók voltak 146 millió dollárt befektetni a saját vagyonukból (Rosenfeld és mások a gyerekeik pénzét is betették). Könnyű volt megnyerni a tudományos intézményeket, ahol a professzoroknak hírneve volt: a St. John's Egyetem és a Yeshiva Egyetem 10-10 millió dollárt tett be, a Pittsburghi Egyetem feleannyival lépett a fedélzetre. A Shaker Heights-i Paragon Advisors beajánlotta a Long-Termet gazdag ügyfeleinek. Terence Suliivan, a Paragon elnöke az üzleti iskolában annak idején Mertont és Scholest olvasott, és úgy érezte, a befektetés alacsony kockázatú.[19]

A termelővállalatok közül a Paine Webber, arra számítva, hogy a Long-Termtől kicsikarhat néhány befektetési ötletet, 100 milliót ruházott be; Donald Marion, a cég elnöke ezt a saját pénzéből megfejelte 10 millióval. A vállalati befektetők közt volt még a Black & Decker Corporation nyugdíjalapja, a Continental Insurance of New York (az utóbbit később felvásárolta a Loews) és a Presidental Life Corporation.

A Long-Term 1994 február végén nyitotta meg a boltot. Meriwether, Rosenfeld, Hawkins és Leachy azzal ünnepelt, hogy bevásárolt egy szállítmány, évekre elegendő burgundit. Tizenegy partnere mellett az alap mintegy harminc brókert és irodai alkalmazottat foglalkoztatott, és 10 millió dollár értékben vásárolt SPARC munkaállomásokat, a Sun Microsystems nagy teljesítményű számítógépeit, amely közkedvelt típus volt a brókerek és mérnökök körében. A Long-Term tőkeszerző villámakciója 1,25 milliárdot hozott – jóval kevesebbet, mint ami JM eredeti terveiben szerepelt, de ez még mindig a valaha volt legvaskosabb rajtnak számított.[20]

3. Beindul a gépezet

„Ez [a Long-Term] gyakorlatilag a legjobb pénzügy tanszék a világon."
Institutional Investor

Az istenek a Long-Termre mosolyoglak. A tőkeszerző kampány a lehető legjobb időszakra esett, és a pénzt épp akkor fogták munkára, amikor a felhők gyülekezni kezdtek a Wall Street felett. A befektetők nyugodt vizekre áhítoznak, de paradox módon a lehetőségek akkor a legdúsabbak, ha a piacok zaklatottá válnak. Amikor stabilak az árak, unalmas sport a kereskedés. Ha megbolydulnak, az éppen olyan, mint amikor áramlatok és örvények kavarják fel az addig csendes folyóvizet. Az egyik értékpapírt lefelé ragadja a sodrás, a másikai felfelé dobják az áramlatok. Ha addig két kötvény együtt libegett boldogan előre, most elszakadnak egymástól, és az addig jól előre jelezhető kamatrések kizökkennek a szinkronból. A befektetők hirtelen a lefelé ragadó sodrás közepén találják magukat. A gyengék és bizonytalanok ilyenkor pánikba esnek, és bármi áron elkezdenek eladni. Ha elegen tesznek így, veszélyes felszín alatti áramlatot gerjeszthetnek, amely az egész piacot eltorzíthatja. Akik ragaszkodnak tőkéjükhöz és megtartják józanságukat, azok számára eljött a nagy pillanat.

1994-ben, míg Meriwether a tőkeszerzésen fáradozott, Greenspan aggódni kezdett amiatt, hogy az ameri-

kai gazdaság túlfűtötté válhat. Mullins, aki összepakolt a Fednél és a Long-Termhez készülődött, kamatcsökkentést javasolt a Fed elnökének.[1] Februárban – amikor a kamatlábak a legalacsonyabbak voltak, és amikor a befektetők leginkább a nyeregben érezték magukat – Greenspan a Wall Streetet meghökkentve megemelte a rövid távú kamatlábakat. Öt év óta ez volt az első ilyen lépés. Igen ám, de míg a Fed mindentudó elnökének a piacok megnyugtatása járt a fejében, a fegyver sajnos fordítva sült el. A kötvényárak lezuhantak (ezek természetesen a kamatlábak változásával ellenkező irányban mozognak). Így, bár Greenspan egynegyed pontos emelése szerénynek volt mondható, a kötvényárak a „kelleténél" jobban estek. Valaki kétségbeesetten igyekezett eladni.

Májusra, alig kél hónappal a Long-Term debütálása után, a harmincéves amerikai államkötvény árfolyama a legutóbbi csúcshoz képest 16 százalékkal – a kötvények viszonylag szelíd világában óriási ugrással – esett, s ezzel hozama 6,2 százalékról 7,2-re emelkedett. Az európai kötvények árai szintén zuhanni kezdtek. A különféle befektetők, köztük a fedezeti alapok – amelyek közüljó néhányan nyakig ültek az adósságban – szabadulni kezdtek kötvényeiktől. Michael Steinhardt, az egyik ilyen eladósodott szereplő, elszörnyedve figyelte az eseményeket. Európai kötvényekre fogadott, és 7 millió dollárt vesztett minden *egyszázad* százalékpontos kamatemelkedéssel. Az arrogáns Steinhardt befektetői pénzéből alig négy napon belül 800 milliót vesztett. Soros Györgyöt váratlanul érte a hatások átterjedése a nemzetközi valutákra, és ügyfelei nevében két nap alatt 650 millió dollár értékben adott el.[2]

Meriwethernek ez a kavarodás volt a lehető legjobb hír. Az eladási láz egyik reggelén JM odalépett az egyik brókeréhez, és álmélkodva pillantott a monitorjára: „Egymás után dobják be a törülközőt!" JM tudta, a pánikba esett befektetők se látva, se hallva rohannak a kijárat

felé, eladási lázukban még inkább feszítik a kamatréseket, és ezzel megteremtik azokat a különbözeteket, amelyeket Meriwether ki akart aknázni. „A kötvénypiacok szokatlanul magas volatilitása (...) többnyire együtt járt a kamatrések széthúzódásával – írta Meriwether hirtelen támadt közlékenységében a befektetőknek szóló egyik levelében –, a táguló kamatrések pedig újabb lehetőségeket nyitottak az LTCP előtt, hogy megerősítse pozícióit relatív érték- és konvergenciaügyleteiben."[3] Két lapos hónap után a Long-Term 7 százalékot keresett májusban, és szédítő profitszériát nyitott. Aligha fordult meg akkor Meriwether fejében, hogy a Long-Term valaha is a pánikba esett, agyonhitelezett alapok helyébe kerülhet. Mindenesetre az 1994-es kötvénymizéria, amely épp a Long-Term működésének legelső hónapjaira esett, rászolgált volna a Long-Term intenzív figyelmére.

A nemzetközi kötvénypiacok közt újszerű összefüggést kezdtek felfedezni a kommentátorok. A The Wall Street Journal megállapította, hogy „látszólag független piacok zavarai begyűrűznek az amerikai kincstárjegyek piacára".[4] Olyan, első látásra elszigetelt fejlemények, mint a Bankers Trust értékpapír-piaci bejelentése, a jelzálogkötvény-ügyletekre specializálódott fedezeti alap, az Askin Capital Management csődje és a legesélyesebbnek tartott mexikói elnökjelölt ellen elkövetett merénylet, mind tovább gerjesztették az amerikai kincstárjegyek Greenspan szerény kiigazításával kezdődő árfolyamzuhanását.

A piacok egyszerre minden addiginál szorosabban *összefonódtak* – és ez a tény döntő jelentőségű volt a Long-Termre nézve. Azt jelentette, hogy az egyik piacon fellépő trend átterjedhet a másikra, és egy-egy elszigetelt krízis általános katasztrófát okozhat. A származékos ügyletekkel – amelyeket tetszés szerint bármelyik piacra testre lehet szabni – egy New York-i kereskedő pofonegyszerűen spekulációba bocsátkozhatott Japánban

vagy egy amszterdami spekulálhatott Brazíliában – növelve ezzel az esélyt, hogy az egyik fronton fellépő problémák átgyűrűznek a másikra. A képernyőkhöz kötött brókerek szemében a különféle piacok közti határvonal – például az amerikai jelzálogkötvények és a francia kormánykölcsönök között – csaknem teljesen megszűnt létezni. Pusztán egy-egy pontot alkottak a kockázat folytonos vonalán, amelyre a származékos ügyletek tűzték fel szétválaszthatatlanul azokat. „Az adósságaik visszafizetéséért tülekedő brókerek gyűrűjében – magyarázta Neal Soss, a Credit Suisse First Boston közgazdásza – az ember nem azt adja el, amit kellene, hanem azt, amit el tud." A befektetők, egy-egy értékpapírt döntően hitelből megvéve, potenciálisan lemondanak arról a jogukról, hogy az összes többi felett szabadon rendelkezzenek. Az utóbbi roppant figyelemreméltójelenség: bizonyos értékpapírok egymástól elvileg ugyan teljesen függetlenek Lehetnek, de ha egyazon befektető birtokolja, krízishelyzetekben áttételesen összekapcsolja azokat. Ha pedig egy sereg piaci katona érdekelt ugyanazokban a kötvényekben, a határok elmosódnak. A biztonság diverzifikáció útján való megteremtésének koncepciója – a Long–Term biztonságának alapja – gyökereiben szorult volna átgondolásra.

Steinhardt veszteségeiért a „likviditás" hirtelen elpárolgását tette felelőssé. A kifejezést érdemes megjegyezni, mert azt a későbbi években roppant gyakran emlegette a Long-Term.[5] Csakhogy a likviditás bizonytalan állapot. Valahányszor a piacok megrendülnek, az emberek meglepve veszik észre, hogy nincs a színen elég vásárló. Mint ahogy már Keynes is megállapította, nem lehet egy közösség mint egész „likvid".[6] Hiba volna azt gondolni, hogy a piacok kötelessége likvidnek maradni, vagy hogy mindig lesz elég vevő az eladókkal szemben. 1994-ben az igazi bűnös a tőkeáttétel volt. Aki nincs eladósodva, az nem

roppanhat össze, és nem kényszerülhet arra, hogy eladjon, azaz ebben az esetben a „likviditás” kérdése fel sem merül. Egy túlzott tőkeáttételű cég azonban *rákényszerülhet* az eladásra, nehogy gyorsan hatványozódó veszteségei a padlóra küldjék. A tőkeáttétel mindig ilyen brutális erőszakossággal rombol, s veszélyeit nem lehet eléggé hangsúlyozni.

A Long-Term rajtja duplán is szerencsésen alakult: a kamatrések már azelőtt kiszélesedtek, hogy a tőkéjének nagy részét befektette volna, és mihelyt az alkalom előállt, a Long-Term egyike volt azon nagyon kevés cégnek, amelyek ki tudták használni az általános fejetlenséget. No és persze az ügyleteik jó ügyletek voltak. Azért nem kockázatmentesek, nem *annyira* jók, hogy az alap vakon hitelfelvételekbe foghatott volna, de mindent egybevetve intelligens üzleteket kötött, és remekül időzítette azokat. A Long-Term szinte azonnal elkezdett pénzt termelni.

A cég az egyik első üzletét a jó öreg, harmincéves amerikai államkötvényre kötötte. Az államkötvényeket (az összes különféle lejáratút) az Egyesült Államok kormánya bocsátja ki a szövetségi költségvetés finanszírozására. Naponta nagyjából 170 milliárd dollárnyi forog belőlük a piacon, és a világ legkevésbé kockázatos befektetésének számítanak. Csakhogy körülbelül hat hónappal kibocsátásuk után fura dolog történik a harmincéves kincstárjegyekkel: a befektetők hosszú távra bespájzolva széfekbe és fiókok mélyére dugják azokat. Mivel kevesebb marad belőlük forgalomban, nehezebb velük kereskedni. Közben a kincstár kibocsát egy újabb, vadonatúj harmincéves kötvényt. A Wall Streeten a régebbi kötvényt, amelynek még körülbelül 29 és fél éve van hátra a lejáratig, *„off the run”*-nak hívják; míg a fényes új modell az *„on the run”*. Mivel kevésbé likvid, az „off the run” kötvényt kevésbé kívánatosnak tekintik. Enyhe diszkonttal kezdenek vele kereskedni (tehát kissé olcsóbban lehet

azt megkapni, vagy más szóval kissé magasabb hozammal forog). Az arbitrazsőrök úgy mondanák: megnyílik egy kamatrés.

1994-ben a Long-Term észrevette, hogy szokatlanul tág ez a kamatrés. Az 1993. februári sorozat 7,36 százalékon forgott, míg a hat hónappal később, augusztusban kibocsátott mindössze 7,24 százalékon, vagyis 12 *bázisponttal* alacsonyabb hozammal**. A Long-Term vezetői minden kedden kockázatmenedzsment-értekezletet tartottak, és az első ilyen gyűlések egyikén néhányan javasolták, fogadjanak a 12 bázispontos rés szűkülésére. Igen ám, de nem volt elég azt mondani, „az egyik kötvény olcsóbb, a másik meg drágább", a professzoroknak tudniuk kellett, *mi okozza* a kamatrés létét. A háttérben rejlő ok választ adhat a legfőbb kérdésre, miszerint várható-e, hogy a rés megmarad, vagy akár tovább tágul. A kamatrés szinte nevetségesen képtelennek tetszett. Végül is semmivel sem kevésbé valószínű, hogy az Egyesült Államok kormánya törleszt egy 29 és fél év múlva lejáró kötvényt, mint egy 30 éves futamidejűt. Igen ám, de egyes intézmények olyan óvatosak, olyan merev befektetési politikájúak voltak, hogy csakis a leglikvidebb kötvényt voltak hajlandók a széfjükben tartani. A Long-Term meggyőződése szerint sok befektetési lehetőség adódott pusztán az intézmények olykor önkényes igényei által okozott piaci torzulá-

* Az „on the run" mindig a legfrissebb kibocsátású, a piacon a legnagyobb tömegben elélhető sorozatot jelenti. Valójában csak ezen papírok hátralévő futamideje egyezik meg a papír elnevezésében használt időtartammal. Természetesen a frissen kibocsátott papírok néhány hónap múltán maguk is „off the run"-ok lesznek – a *magyar kiadás lektora.*

** A megjelölt hozam azt jelenti, hogy a kötvény rögzített kifizetéseit c hozammal diszkontálva kapnánk meg az aktuális piaci árat. vagyis a papírt a mai áron megvéve és a lejáratig megtartva éves átlagban ekkora hozamot realizálhatunk – *a magyar kiadás lektora.*

sok miatt.[7] Az utóbbiak hajlandók voltak az „on the run” kötvényért prémiumot fizetni, és a Long-Term partnerei, akik a Salomonnál gyakran nyélbe ütötték ezt az ügyletet, boldogan bezsebelték azt. „Sprintüzletnek” nevezték, mert a két kötvény kamata rendszerint mindössze néhány hónapon belül összefutott. A Long-Term gyakorlatilag azért szedett díjat, mert kész volt kevésbé likvid kötvényt birtokolni.

„Jó pár likviditást nyújtó ügyletünk volt – jegyezte meg Rosenfeld. – Megvettük az árut, amelytől mindenki más szabadulni akart.” Szemlátomást nem tűnt fel Rosenfeldnek, hogy mivel a Long-Term minden piacon tendenciózusan a kevésbé likvid eszközöket vásárolta fel, befektetései nem voltak egymástól egészen függetlenek – mint ahogyan például az egyik kockadobás független a másiktól. Ki volt téve annak a veszélynek, hogy a befektetései egyidejűleg kezdenek mélyrepülésbe, ha beáll egy olyan időszak, amikor szó szerint „mindenki” eladni akar.

A 12 bázispont szűk kamatrés – közönséges esetben nem érte volna meg a vesződséget. Az árkülönbség egy-egy 1000 dolláros kötvénypár esetében mindössze 15 dollár 80 cent volt. Még ha bizonyos időn, mondjuk néhány hónapon belül a kamatrés csökkenne is egyharmadára, a Long-Term az 1000 dolláros kötvényeken akkor is csak 10 dollárt, 1 százalékot keresne. De mi lenne, ha a tőkéjüket hitelekkel felduzzasztva megsokszoroznák azt a kis kamatrést? Valóban, mi lenne? Ezzel a stratégiával a fejükben a Long-Term partnerei *egymilliárd* dollárnyit vettek az olcsóbb „off the run” kötvényekből, míg a drágább, „on the run” kincstárjegyekből eladtak szintén egymilliárd dollárnyit. Az összeg elképesztő. A partnerek kapásból kockára tették a Long-Term teljes tőkéjét! Persze valószínűtlen volt, hogy az ügyleten sokat veszítsenek. Az egyiket megvéve és a másikat eladva mindössze arra fogadtak,

hogy a kötvények ára egymáshoz közelít, és mint már szó volt róla, a kötvények közli kamatrés jóval kevésbé ingadozik, mint maguk a kötvényárak. Megeshet, hogy a házunk ára nagyot zuhan a piacon, de akkor vélhetően vele fog zuhanni a szomszéd házáé is. Persze fennállt *némi* kockázat, hogy a kamatrés tovább tágul – ha nem is tartósan, de legalább egy rövid ideig. Ha két kötvénnyel 12 bázispontos kamatréssel kereskednek, miért ne nőhetne a kamatrés 14 vagy különösen zavaros helyzetben 20 pontosra?

A Long-Term patikai pontossággal kiszámolta, hogy megvenni az egyik kötvényt és eladni a másikat huszonötöd akkora kockázatot hordoz, mint külön-külön tartani bármelyiket.[8] Így aztán arra a megállapításra jutottak, okosan járnak el, ha huszonötszörös tőkeáttéttel finanszírozzák ezt a hosszú/rövid arbitrázsügyletet. Ez növelte az elérhető profitot, de – ahogy láttuk – az esetleges veszteség mértékét is. Akárhogy is, a Long-Term belevágott. Kölcsönkért egy vagy egyszerre több Wall Street-i banktól, hogy megvegye az olcsóbb, „off the run" kötvényeket, és rövidre eladja a másik fajta kötvényt.*

A tranzakció valójában azért ennél valamivel komplikáltabb volt, bár még mindig az egyik legegyszerűbb a Long-Term repertoárjából. Alighogy megvette az „off the run" kötvényeket, a Long-Term nyomban kölcsönadta azokat valamelyik másik Wall Street-i cégnek, amely pénzt utalt át a Long-Termnek fedezet gyanánt. A Long-Term rögtön fogta a pénzt, fordult egyet, és letette fedezetként az *általa* kölcsönvett kötvényekre. A Wall Streeten az ilyen rövid távú, fedezettel biztosított értékpapírkölcsönöket „repofinanszírozásnak" hívják.

* Az eladáshoz azért kellett hitel, mert az eladott papírokat nem birtokolták, hanem csupán „kölcsönvették", amiért kölcsönzési díjat fizettek – *a magyar kiadás lektora.*

Az ügylet szépsége, hogy a Long-Term pénzügyi tranzakciói tökéletes egyensúlyban maradtak. A pénz, amelyet a Long-Term vásárlásra használt, ugyanannyi volt, mint amennyit eladásai nyomán kapott. A letett biztosíték összege megegyezett a felvettével. Más szóval: a Long-Term az egész kétmilliárd dolláros ügyletet anélkül ütötte nyélbe, hogy *a saját pénzéből egy centet is felhasznált volna.*[*]

Rendszerint ha valaki kölcsönvesz egy kötvényt például a Merrill Lynchtől, akkor némi többlet biztosítékot kell letennie, mondjuk egy 1000 dolláros állampapírra összesen 1010 dollárt, és még többet egy kockázatosabb kötvénynél. Ezt a 10 dolláros, a kötvény értékének egy százalékát kitevő, előre követelt elszámolási óvadékot, az úgynevezett alap letétet „haircut"-nak hívják. Így védi magát a Merrill Lynch arra az esetre, ha a kötvény ára emelkedne.[**]

A haircut természettől fogva gátat szab egy ügylet volumenének. Ám aki ki tud előle térni, annak számára a határ a csillagos ég. Bármilyen messzire elmehet, mintha olyan kocsiban ülne, amelyet soha nem kell megtankolni.

* Pozíciója fenntartása azért a Long-Term számára nem volt teljesen költségmentes. Bár az ügylet viszonylag egyszerűnek számított, valójában mégis négy fizetési csatornát tartalmazott. A Long-Term kamatot szedett az általa letétbe helyezett fedezet után, és kamatot fizetett (némileg magasabbat) a nála elhelyezettre. Deficitjéből valamit ledolgozott azzal, hogy a birtokában lévő kötvény után 7,36 százalékos hozamot gyűjtött be, míg a rövidre eladottak után alacsonyabb, 7,24 százalékos kamatot fizetett. Mindent egybevetve a Long-Termnek pozíciója fenntartása néhány bázispontba került havonta – *a szerző.*

** A kölcsönadó ezt a biztosítékot használná fel arra, hogy papírját visszavásárolja, ha a kölcsönvevő azt nem tudná visszaadni. Az ügylet lezárásakor természetesen a letét visszajár – *a magyar kiadás lektora.*

Mi több, a hozam mértéke is lényegesen megnő – *ha* valakinek nem kell letennie az alapletétet a Merrill Lynchnél.

A Long-Term kezdettől fogva azt a politikát folytatta, hogy nem volt hajlandó haircutot fizetni, vagy azt jelentősen leszorította. A dolog mögött bizonyosan Merivvether állt, aki szerénységének minden bája ellenére kemény küzdőfél volt, ha üzletről, golfról, biliárdról, lovakról vagy bármi olyasmiről volt szó, ami közel állt a szívéhez. A bankokkal többnyire a rugalmasabb és diplomatikusabb partnerek közé tartozó Rosenfeld és Leahy tárgyalt, bár a tárgyalásokba gyakran Hilibrand is belefolyt. Bárhogyan is, a partnerek udvariasan de keményen kitartottak amellett, hogy az alap olyan biztos lábakon áll, hogy *fölösleges* induló letétet kérni tőle – sőt nem kötnek üzletet senkivel, aki a dolgokat netán másként látja. A Merrill Lynch elfogadta, hogy elálljon szokásos haircutigényétől, és ezzel a dolog felett napirendre is tért. Ugyanígy tett a Goldman Sachs, a J. P. Morgan Stanley és szinte mindenki más. Az egyik ettől elzárkózó cég, a Paine Webber gyakorlatilag egyet sem kapott meg a Long-Term üzleteiből. „Nem volt más választásunk, ha üzletet akartunk kötni velük" – jegyezte meg Jon Corzine, JM-et csodáló vetélytárs a Goldman Sachstól.

Bár a Long-Term ügyletei akár őrülten bonyolultak is lehettek és számuk összességében több ezerre is rúghatott, az alapnak nagyjából alig tucatnyi alapstratégiája volt.[9] Némelyik, mint például az állampapír-arbitrázs, kézzelfogható értékpapírok megvételéből és eladásából állt. A többiről, a származékos ügyletekről már nem mondható el ugyanez. Ez utóbbiak egyszerű fogadások voltak, amelyeket a Long-Term bankokkal és egyéb üzletfelekkel kötött a legkülönfélébb piaci árak alakulásáról.

A származékos ügyleteket talán jól szemlélteti egy sportos hasonlat: képzeljük el, hogy egy Red Sox- és egy Yankees-szurkoló az idény előtt fogadás köt, hogy fizet-

nek a másiknak 1000 dollárt a rivális csapat minden hazafutásáért. Majdnem pontosan ilyenek voltak a Long-Term származékos ügyletei azzal a fő különbséggel, hogy a kifizetéseket nem pontokhoz és ütésekhez, hanem kötvények, részvények és egyéb eszközök árának mozgásához kötötték. Ezek a származékos kötelezettségek nem jelentek meg a Long-Term mérlegében, és nem is számítottak „adósságnak" a szó hagyományos értelmében. De ha a piacok „összeesküdnek" az alap ellen, az eredmény gyakorlatilag ugyanaz lehet. Amellett a Long-Termnek a származékos ügyleteknél rendszerint sikerült az alapletét megfizetését is elkerülnie, sőt anélkül tehette meg ezeket a fogadásokat, hogy akár csak egy centnyi tőkéjét is le kellett volna kötnie.

Gyakran, bár nem mindig, sikerült hasonló biztosítékmentes feltételeket kicsikarnia a valódi értékpapírok repofinanszírozásánál is. Amellett a Long-Term gyakran elérte a bankoknál, hogy hitelezzenek neki hosszabb időre annál, mint ahogy tették azt más alapoknak.[10] Így a Long-Term türelmesebb lehetett. Még ha be is akarták volna hajtani a Long-Term tartozásait, a bankoknak várniuk kellett. „Mindenki kezét sikerült megkötniük" – jegyezte meg az egyik vezető befektetési bank rangidős ügyvezető igazgatója.

E ponton térült meg igazán Meriwether marketingstratégiája. Ha a bankok vették volna a fáradságot, hogy eltűnődjenek egy pillanatra, ráébredhettek volna, hogy a Long-Term volt *nekik* kiszolgáltatva. Csakhogy a bankok a Long-Termben nem holmi hiteléhes induló alapot láttak, hanem ünnepelt tudósok és briliáns brókerek ragyogó vállalkozását, valami olyasmit, amit Merton a „New Age pénzügyi közvetítő" elméletével megidézett. Végül is széles körben hitték, hogy a Long-Term egyedülálló, csaknem hibázásra képtelen technológiával rendelkezik. A bankok pedig, akárcsak a sajtó egy része, szintén kétel-

kedés nélkül elhitték mindezt. A Business Week lelkendezve harangozta be, hogy az alap professzorai új korszakot nyitnak a Wall Streeten: a „számítógépek korát". „Soha nem adódott még alkalma ennyi tudományos tehetségnek ilyen sok pénzt megforgatni" – állapította meg a magazin, amely címlapsztoriban mulatta be az alapot indulásának első évében.[11] Ha új korszak volt a láthatáron, hát abból senki sem akart kimaradni. A Long-Term olyan elbűvölő volt, mint egy első bálozó, és az összes bank táncba akarta vinni.

A bankoknak nem okozott gondot nagyvonalú hitelfeltételeik megindoklása. Végül is megkapták a biztosítékot, és a Long-Term rendszerint minden kereskedési nap végén rendben elszámolt (készpénzben), fizetett a veszteses pozíciókért, és besöpörte a hasznát a nyereségeseken. A Long-Term *valóban* szárnyalt, így aztán minimálisnak látszott a bukás veszélye. Ha a Long-Term elképzelhetetlen hirtelenséggel vesztene – például rákényszerülne, hogy befektetéseinek zömét hirtelen, egy likviditás nélküli piacon eladja –, csak akkor értékelődne le a bankároknál lévő biztosíték, és lennének maguk a bankok veszteségnek kitéve.

Amellett Meriwethert sok bankvezér személyesen is kedvelte, mint például Corzine és a Merrill Lynchnél dolgozó Tully, és bankjuk feltételeit a Long-Term igényeihez igazították. De a Long-Term kezében az igazi ász kiterjedt kapcsolathálózata volt a világ nagy brókerházaival. A Long-Termmel üzleti kapcsolatban álló cég – a kötvényvilágban teljesen legálisan – értékes, bennfentes ismeretekre tehetett szert a piaci trendekről. „Hogyan csábíthatjuk az embereket a partinkra? – teszi fel a kérdést egy zürichi bankár, aki a Long-Termet 0 százalékos haircuttal finanszírozta. – Hát úgy, hogy a fülükbe súgjuk, mindenki ott lesz a városból, aki számít. Így aztán mindenki azt mondta, rendben, ám legyen, de ha bárki más haircutot szed, én is kapni akarok."

Ez különösen okos húzás volt a Long-Termtől. A partnerek azt mondhatták minden új banknak: „Ha haircutot fizetünk nektek, mindenki másnak fizetnünk kellene.” Így aztán végül nem fizettek senkinek. (Néhány kockázatosabb ügyletnél azért mégis belementek némi – nagyon szerény – haircutba.)

Mivel maguk a bankok is foglalkoztak arbitrázskereskedéssel, Meriwether – talán nem minden ok nélkül – úgy tekintett rájuk, mint fő vetélytársaira.[12] A Long-Term kevésbé hasonlított a többi fedezeti alapra, például Soros Quantum Fundjára vagy mint partnerbankjainak, például a Goldman Sachsnak a kereskedési részlegére. A Wall Street-i bankokban a hangsúly az elemzésről és az ügyfeleknek nyújtott szolgáltatásokról lassan áttevődött a saját számlás kereskedésre, ami aztán gyanakvó rivalizáláshoz vezetett a Long-Term és hitelezői között.

Meriwether, aki korábban az egyik nagy Wall Street-i banknál dolgozott, úgy érezte, a befektetési bankok tele vannak biztonsági résekkel, és nem bízhat abban, hogy alapja ügyleteit nem happolják el maguknak. Igaza is volt: a legtöbben tényleg hasonló stratégiákat alkalmaztak. Így aztán a Long-Term elővigyázatosságból az ügyletek különböző szálaival más-más brókert bízott meg. A Morgan bonyolította az egyiket, a Merrill Lynch a másikat és a Goldman a harmadikat, de az egész képet senki sem látta át. Még a Long-Term ügyvédjeit is homályban tartották a partnerek, „hármas számú kereskedési stratégiát” és hasonló kódneveket emlegettek, mintha csak valami atomfegyvert fejlesztenének.

Különösen Hilibrand zárkózott el attól, hogy a bankoknak bepillantást engedjen stratégiáiba a kölcsönösen kedvező megállapodások elősegítése érdekében. Felhívott egy üzletkötőt, megvásárolt 100 millió dollár értékű kötvényt, és néhány másodpercen belül lecsapta a kagylót.[13] „Csak a letéti követelmények érdekelnek, és előre közlöm,

hogy nem tizetek semmit" – szögezte le mogorván a Merrill Lynch előtt. Kevin Dunleavy, a Merrill Lynch üzletkötője naponta olykor háromszor-négyszer is felhívta Hilibrandet, hogy megpróbálja kiszedni belőle, milyen tervet sütött ki a brókerzseni. De Dunleavy újra és újra csak Hilibrand rögeszmés titkolózásába ütközött, ami csaknem lehetetlenné tette befektetési számla vezetését. „Ritkán volt módunk előadni egy-egy ötletet, és beépíteni azt a LTCM stratégiájába – jegyezte meg Dunleavy, a maga őszinte, New York-i, katonásan egyenes modorában. – Szokatlan volt, hogy valaki ne fogadjon el útmutatást a Wall Streettől. Larry sohasem beszélt a stratégiájáról. Egyszerűen csak bejelentette, mi a kívánsága."

Az alap kiparcellázta az üzletét, az egyes bankokat egy-egy szolgáltatásra szemelte ki, és távolságot tartott mindegyiktől. A Long-Term óvakodott attól, hogy bármelyik banktól is függjön, így a Goldman Sachsszal intézte a bóvlikötvényügyleteket, a J. P. Morgannel az állampapírtranzakciókat és ajen alapú swapügyleteket, és a Lehman Brothersszel a jelzálogkötvény-műveleteket. A Merrill Lynch volt az alap legnagyobb üzletfele a származékos ügyletekben, de csak a sokadik a repokölcsönökben. Ebben az „oszd meg és uralkodj" stratégiában kétségkívül volt valami ördögien agyafúrt, mivel mindegyik ügylettípust azzal a bankkal bonyolította, amely az üzletágban magát a legkiválóbbnak reklámozta. Csakhogy a Long-Term ezzel egyben lemondott a szorosabb, állandó kapcsolat előnyeiről. A J. P. Morgan például a Long-Term iránt különösen élénken érdeklődött, és elszántan igyekezett szorosabb szövetséget kiépíteni, de soha nem tudta a titkait hét lakat alatt őrző alap bizalmatlanságát feloldani. „Hogyan adhatnánk nekik ötleteket, ha nem ismerjük az étvágyukat?" – tette fel a kérdést az egyik Wall Street-i óriáscég kockázatmenedzselési csoportjának feje. A partnerek mint arbitrazsőrök, minden egyes találkozást külön

adásvételként foglak fel, felstrigulázható pluszokkal és mínuszokkal. Minden érintkezés egy-egy „ügylet" volt – újratárgyalható és visszafordítható, ha valaki jobb árakat ígér. A partnerek csak a Long-Termen *belül,* egymással tartottak össze, lemásolva a Salomonnál kialakult imádott csoportjukon belüli viszonyokat.

Elit társaság volt – kifinomult, befelé forduló, hűvös, fegyelmezett. Képtelenség lett volna egymás ellen kijátszani őket, ahhoz túlságosan egy hullámhosszon voltak. A Swiss Bank Corporation kötvény- és valutaosztályait vezető Andrew Sicilianót elképesztette a köztük lévő hátborzongatóan szoros kapcsolat. Egy ízben Siciliano felkereste Victor Haghanit, a Long-Term londoni irodájának főnökét, majd egy-két hónapra rá JM-et és Eric Rosenfeldcl Greenwichiben. Az amerikai székhelyű partnerek száz százalékig képben voltak; Sicilianónak mindvégig az volt az érzése, mintha ott folytatná a beszélgetést, ahol Haghanival abbahagyta.

Nem mintha nem lettek volna feszültségek a cégnél. Egy kis csoport — JM, Hilibrand, Rosenfeld és Haghani – uralta a többieket. Akárcsak a Salomonnál, a részesedés a csúcs felé emelkedett, a belső kör gyűjtötte be ajuttatások több mint felét. A csoport amellett szavazati elsőbbséggel is rendelkezett. A kisebb súlyú partnerek, mint például Myron és Scholes egyfolytában küzdöttek a több pénzért és szélesebb jogkörért. Csakhogy a belső kör évek óta együtt volt, fél szavakból is megértették egymást, és vérükké vált az összetartás.

Ha a céget egyetlen emberrel lehetne jellemezni, az Hilibrand volna. Míg a veterán brókerek a balfogások és hajszállal megúszott bukások nyomaként jellemzően cinikussá és bizonytalanná váltak, Hilibrand kötélidegzetű és őrjítően magabiztos maradt. Hallatlanul keményen dolgozó, hamisítatlan arbitrazsőr volt; hitt a modellekben, ragaszkodott az árakhoz, nem háborgatták kétségek.

Rosenfeld ki nem állhatta, ha – ahogy az elmélet előírta – egy zuhanó árfolyamú eszközt eladással kellett fedezni; Hilibrand *hitt* az elméletben, és egyszerűen követte a formulát. Hilibrandet mélységesen tisztelték kollégái; ha gyors helyzetfelmérésre volt szükségük, óhatatlanul hozzá fordultak. Mindig sziporkázóan beszélt, de válaszai olyanok voltak, mint a csiszolatlan gyémánt: a kezdők nehezen tudtak rajta eligazodni. „Az ember megtörhette a fényt Larry elméjével" – mondta Deryck Maughan, Hilibrand hajdani munkatársa a Salomon Brothersnél. Mint a többi bróker, bár ő talán még nagyobb mértékben, Hilibrand mindent fehérnek vagy feketének látott. Becsületes volt, és hamar felkapta a vizet, ha valami igazságtalanságot látott, de érzéketlen maradt a maga szűk környezetén túli problémákra. Kollégái a Salomonnál korábban azzal tréfálkoztak, hogy mint hithű konzervatív Hilibrand azt vallotta: ha ajárda tönkremegy valakinek a háza előtt, azt neki magának kell megjavítania. De a pénz alighanem kevesebbet jelentett neki, mint bármelyiküknek. Minden szenvedélyét a kereskedés intellektuális játékában élte ki. A családján kívül kevés dolog izgatta. Egyedül legfeljebb Meriwether tudta Hilibrandet magából kissé kizökkenteni. Hilibrand fiúi odaadással nézett fel a nagyfőnökre; érzései talán a saját apjához fűződő bensőséges viszonyából fakadtak. Rosenfeld hasonló rajongással tisztelte Meriwethert.

A kívülállók nem egészen tudták megmagyarázni a hatást, amelyet JM csoportjára gyakorolt. Meriwether messze nem volt sztáralkat, irtózott a reflektorfénytől. Töredezve beszéli és látszólag feszélyezte a szemkontaktus.[14] Magánéletéről még közeli barátainak sem beszélt. Miután a Long-Termet megszervezte, JM és felesége Manhattanből kiköltözött egy 2,7 millió dollár értékű, 28 hektáros ingatlanra a Westchester megyei North Salem területén. Az ingatlanhoz egy 1400 négyzetméteres fedett és fűtött

lovaglópálya is tartozott, ahol Mimi. a felesége, kedvére gyakorolhatott.[15] A házukhoz egy 3 mérföldes magánul vezetett, amelyen Meriwetherék egyetlen szomszédjukkal, a komikusként ismert David Lettermannel osztoztak. Mintha csak még inkább el akartak volna a külvilágtól zárkózni, a Meriwether házaspár kiterjedt tereprendezésbe fogott, és a házat téglakerítéssel kerítette el. JM szerette a magánéletét a világtól elszigetelni, mintegy óvva azt a nyilvánosság kiszámíthatatlan betolakodásától.

Bár eljárt egy otthona közelében lévő templomba és felkeresett több katolikus kegyhelyet, JM nem beszélt a hitéről sem. Kérlelhetetlen önuralmával még brókerei társaságában sem nyílt meg. A cég értekezletein többnyire hallgatott. Szívesen vette az őszinte vitákat a partnerek között, de csak a legvégén kapcsolódott be vagy egyáltalán nem.

A cégközpont egy négyemeletes, csupa üveg irodakomplexum földszintjén működött egy olyan utcában, amely az illusztris Greenwich üzletekkel teli főteréből a Long Island Sound egyik viktoriánus villákkal szegélyezett sétányához vezetett. A Long-Term brókereinek és stratégáinak növekvő seregéből többtucatnyian dolgoztak a kereskedési teremben, a partnerek és alkalmazottak szorosan egymás mellett ültek egy fényes, számítógépekkel és piaci monitorokkal tömött, félkör alakú asztal mellett. Az iroda remekül felszerelt konyhával és ebédlővel volt ellátva, amelyet az előző bérlő hagyott a Long-Termre, ám a partnerek az asztaluknál ebédeltek. Azzal, hogy mit és hogyan esznek, keveset törődtek.

JM-nek, Mertonnak és Scholesnak saját irodája volt (az utóbbi kettőnek azért, mert ők nem kereskedtek), de JM rendszerint lent tartózkodott a mahagóni burkolatú kereskedési teremben, amelynek panorámaablaka a csillogó és gyakran vitorlásokkal csipkézett vízre nézett. A mindig elegáns Mullinst kivéve a partnerek lazán öltözködtek, gumi-

talpú cipőt és olcsó szövetruhát viseltek. A termet a kereskedés moraja töltötte be, de ez csak fojtott mormogás volt, nem hasonlított az óriási New York-i kereskedési termek káoszára. A partnerek csak elvétve idézték fel régi életük emlékét néhány menet brókerpókerrel.

A Long-Term keddenként kockázatelemző értekezleteket tartott, amelyeken csak a tulajdonosok vehettek részt; szerda délelőttönként az alkalmazottak előtt is nyitva álló kutatási szemináriumokat; és rendszerint egy másik gyűlést csütörtök délutánonként, amikor a partnerek egy-egy konkrét ügyletre koncentráltak. Merton, aki általában Cambridge-ben tartózkodott, többnyire telefonon kapcsolódott be. A nagy közös tér a cégnél erősítően hatott az összetartásra, de az alkalmazottak, sőt a partnerek némelyike is pontosan tudta, soha nem kerülhetnek be a belső körbe. Az egyik fiatal bróker folyton azon szorongott, hogy az ügyleteit kiszimatolhatja a sajtó, s attól félt, hogy az az állásába kerülhet. A greenwichi alkalmazottakat, még az idősebb brókereket is olyannyira homályban tartották, hogy közülük némelyik londoni kollégáit hívta fel, ha meg akarta tudni, mit vesz és mit ad el éppen a cég. Az brókereket soha nem hívták meg otthonukba a partnerek – úgy tűnt, íratlan szabály tiltja a partnerek és a személyzet „keveredését". Leahy, aki az egyetemen jégkorongozott, belefolyt a szokásos irodai heccelődésbe, de a partnerek többsége hűvös formalitással kezelte a személyzetet. Udvariasak voltak, de csak egymás és a munkájuk érdekelte igazán őket. Az elemzők, jogászok és könyvelők másodrangú polgárnak számítottak, félretolták őket a hátsó terembe, ahol a biliárdasztalt tartották.

Mint mindenki a Wall Streeten, a Long-Term alkalmazottai is jól kerestek. A csúcsgárda tagjai évente akár 1-2 millió dollárt is hazavihettek. A személyzetre enyhe nyomás hárult, hogy jutalmukat az alapnál fektessék be,

de a zömük ezt önként és dalolva megtette — ironikus módon éppen ezt tartották a Long-Termnél való munkával járó egyik nagy juttatásnak. Így aztán az alkalmazottak magabiztosan befektették jövedelmük legnagyobb részét.

Ahogyan jósolták, a Long-Term „on the run" és „off the run" kötvényei gyorsan összefutottak. A Long-Term varázslatos összeget (egy centet sem kötött le hozzá saját tőkéjéből), 15 millió dollárt keresett. Ahogy Scholes megígérte, a Long-Term pénzt sajtolt ki az alig látható kamatrésekből, és tőkeáttételével megsokszorozta azt. Igaz, ugyanezt az ügyletet sok más cég is végigjátszotta. „Csakhogy mi jobban tudtuk finanszírozni – jegyezte meg a Long-Term egyik alkalmazottja. – Az LTCM valódi lényegét tekintve inkább afféle »finanszírozó ház« volt" – mondta.

A Long-Term szívesebben söpörte be a biztos apró-pénzt, mint kockáztatott a bizonytalan dollárokért, hiszen apró haszonkulcsát úgy meg tudta sokszorozni – a folyamatot ezerszámra ismételve sorra kasszírozva be centeket –, mint egy óriási forgalmat bonyolító kiskereskedő. Persze még ezek a filléres fogadások sem lehettek *abszolút* biztosak: ahogy Steinhardt, az fedezetialap-menedzser nemrég a saját bőrén megtanulhatta, a tévedésért jóval súlyosabb árat kell fizetni akkor, ha valaki nagy tőkeáttéttel dolgozik. 1994-ben azonban a Long-Term szinte soha nem tévedett: szinte minden ügylet, amelyhez hozzáért, arannyá változott.

A Long-Term legbiztonságosabb ügyleteit *konvergencaügyleteknek* nevezte, mivel az eszköz bizonyos időn belül „megérett", vagyis a kamatrés csökkenése menetrendszerűen biztosnak látszott. Más jellegűek voltak a *különbözeti ügyletek,* amelyeknél az összefutás várható volt, de korántsem garantált.[16]

Az 1994-es kötvénypiaci kavarodás hatalmas volumenű különbözeti ügyletek magvait hintette el a lakáscélú jelzálogkötvények forgalmában. E jelzáloglevelek alapját a kihelyezett számtalan jelzáloghitelből a közös alapokba (poolokba) befolyó pénz adja. A különbözeti ügyletek első hallásra talán unalmasnak tűnhetnek, csakhogy egyáltalán nem azok. Minden pillanatban mintegy 1000 milliárd dollár értékű jelzálogkötvény forog a piacon. Izgalmassá attól válnak, hogy az okos befektetési bankárok a hitelfelvevők befizetéseit kél különálló alapba választották szét: az egyikben gyűlnek a kamatfizetések, a másikban a tőketörlesztések. Ma belegondolunk – és a Long-Term ezt elég alaposan megtette – kiderül, hogy a két alap egymáshoz viszonyított értéke attól függ, milyen ütemű a háztulajdonosok előtörlesztése. Ha újrakötik lakáshitelüket, vagyis a régit egy összegben törlesztik (ez egyetlen hatalmas befizetést jelent a tőkealapba), akkor a kamatalapba tőlük tovább nem érkezik befizetés. Ám ha soha nem mozdulnak, futamidőtől függően ugyanabba a poolba akár harminc éven át is kamatot fizethetnek. Ebből következik, hogy ha több az előtörlesztő, akkor esnek a piacon az „IO"-nak (interest only – csak kamat) nevezett alapok értékpapírjainak árai; ha viszont kevesebben választják az előtörlesztést, árfolyamuk emelkedik. Ugyanennek a fordítottja igaz a „PO" (principal only – csak tőketörlesztés) papírokra. Mivel pedig az előtörlesztők aránya gyorsan változhat, az IO-kra, illetve a PO-kra fogadva rengeteg pénzt lehet nyerni és veszteni.*

1993-ban, amikor a Long-Term tőkére gyűjtött, Amerikán éppen újrafinanszírozási láz söpört végig. A jelzáloghitelek kamatai a vietnami háború óta először 7 száza-

* Az IO és a PO értékpapírokkal részletesen foglalkozik magyarul Jaksity György: A pénz természete (Alinea Kiadó, 2003, 2004) című könyve – *a magyar kiadás szerkesztője.*

lék alá zuhantak, és az otthonaikat a demográfiai robbanás idején vásárló polgárok, akik addig nem sokat morfondíroztak jelzáloghiteleiken, hirtelen rádöbbentek arra a mámorító érzésre, hogy a részleteket havonta több száz dollárral is csökkenthetik. A lehető legalacsonyabb kamat fizetése presztízskérdéssé vált, öt amerikaiból átlagosan durván ketten éltek az újrafinanszírozás lehetőségével – néhányan egymás után kétszer is. Az IO-k ára természetesen mélyrepülésbe kezdett. Csakhogy *túlságosan* sokat estek. Hacsak azzal nem számolt valaki, hogy az egész ország újrafinanszírozza jelzáloghiteleit, az IO-k ára túlontúl alacsonyra zuhant. Meriwether, Hilibrand, Rosenfeld és Haghani a saját pénzükből halomszámra vásárolták fel az IO-kötvényeket.

1994-ben, amikor a Long-Term kereskedni kezdett, az IO-k ára még mindig alacsonyan mozgott, mivel a piac újabb újrafinanszírozási hullámtól tartott. Bili Krasker modellt épített az előtörlesztések előrejelzésére, és azt Hawkins – a nyíltszívű, göndör hajú, sármosan vidékies jelzálog-kereskedő – folyamatosan összevetette az aktuális előtörlesztések adataival. Az IO-k ára olyannyira elütött a modellben elvárttól, hogy feltette a kérdést: „A modellel van valami baj, vagy egyszerűen csak egy óriási dobásra bukkantak?” A módszeres Krasker a modellt gondosan újraépítette, de az továbbra is csak azt harsogta *„Vegyetek!”*. Így aztán a Long-Term – megint csak masszív tőkeáttéttel – elkezdett tonnaszám IO-kat vásárolni. Hatalmas, úgy 2 milliárd dollárra becsülhető mennyiséget halmoztak fel belőlük.

Mármost, ha a kamatok emelkednek, az adósoknak *eszükbe sem jut* az újrafinanszírozás kérdése. Ám ha a kamatok csökkennek, azonnal rohannak a jelzálog-tanácsadókhoz. Mindez azt jelenti, hogy az IO-k a kamatlábakkal szinkronban esnek és emelkednek – *vagyis IO-kra fogadni annyit teszi, mint kamatlábakra fogadni.* Igen ám. csakhogy a

partnerek nem akartak a kamatlábak mozgására nézve jóslatokba bocsátkozni; az ilyen nyílt spekulációtól idegenkedtek, még ha olykor-olykor tettek is néhány hasonló kísérletet. Mivel a kamatlábakat temérdek változó tényező befolyásolja, gyakorlatilag képtelenség azokat előre jelezni. A partnerek igazán a nagyon behatárolt különbözeti fogadásokban brillírozlak, amelyek nem függtek ismeretlenek tömkelegétől.

Vagyis a partnerek mindössze úgy érezték, hogy a kamatlábak aktuális értékéhez *viszonyítva* olcsók az IO-kötvények. Így aztán fogadásukat ötletes módon amerikai államkötvények vásárlásával fedezték le, amelyek ára a kamatlábakkal *ellentétesen* változik. A cél az volt, hogy az egyenletből teljesen kiküszöböljék a kamatlábra vonatkozó jóslatokat. A partnerek parádésan szúrták ki a tévesen értékelt kockázati elemeket, és ütötték ki leleményes fedezési technikáikkal a többit. Ha a haifai narancs olcsó volt a fuji almához* képest, találtak egy sor ügyletet, amellyel leválasztották azt a bizonyos arbitrázsrést, nem egyszerűen csak eladták az almát és megvették narancsot.

Tavasszal, amikor a kamatlábak felszöktek, a Long-Term IO-inak ára szintén megugrott, bár a hosszú lejáratú amerikai államkötvények árfolyama természetesen esett. Aztán 1995-ben, ahogy a kamatlábak csökkenlek, a Long-Term államkötvényei magukhoz tértek. Csakhogy ezúttal az adósok már nem rohantak a kölcsöneiket újrafinanszírozni, így aztán a Long-Term IO-i nagyrészt megőrizték korábbi árfolyamnyereségüket. Feltehetően az 1993-ban új jelzálogszerződéseket kötő ügyfelek már

* A fuji almát két amerikai fajtából (Red Delicious és Old Virginia Rawls Jennet) az 1930-as évek végén nemesítették ki japán kutatók. 1962 óta exportálják az Egyesült Államokba — *a magyar kiadás lektora.*

nem éreztek elég késztetést arra, hogy megint újat kössenek. A Long-Term több százmillió dollárt keresett, és végül is látványosan rajtolt.

A látszat ellenére egyáltalán nem volt könnyű a perselyből kirázni ezeket a „rejtőzködő centeket". A Long-Term olyan ügyletpárokat keresett – vagy gyakran többszörös párokat –, amelyek eléggé „kiegyenlítettek" voltak ahhoz, hogy biztonságosak legyenek, de egy-két konkrét szempontból egyensúlytalanságot mutattak, és lehetőséget adtak a profitszerzésre. Másként szólva a Long-Term jellemzően legfeljebb egy-két kockázati tényezőt volt hajlandó felvállalni. Az egyik példaként említhető klasszikus esetben, a hozamgörbeügyleteknél, egy-egy országban a kamatlábak bizonyos futamidejű kölcsönöknél furcsán kilóghattak a sorból. A középtávú kamatok például jóval magasabbak lehettek a rövid távúaknái, már csaknem azonosak a hosszú távúakkal. A Long-Term ilyenkor arbitrázsügyletek sorozatával arra fogadott, hogy ez a dudor a hozamgörbén el fog tűnni.

Az ilyen komplex ügyletek leggazdagabb lelőhelyei a nemzetközi kötvénypiacok voltak. A piacok hatékonysága

Európában éppúgy, mint a harmadik világban*, jóval elmaradt az amerikaiétól – még hátra volt, hogy a számítógépekkel felfegyverkezett arbitrazsőrök (vagy professzorok) megtisztítsák a piacokat. Ezek a gyéren kihasznált piacok a Long-Term számára dús vadászmezőket jelentettek, a lehetőségek tömegével. 1994-ben, amikor az amerikai kötvénypiac hullámai átfodrozódtak az Atlanti-óceánon,

* A szerző amerikaiként a harmadik világ kifejezés alatt elsősorban nem a gazdaságilag nagyon elmaradott országokat érti, mint ahogy az Európában szokás, hanem minden államot, amely nem Észak-Amerikában vagy (Nyugat-)Európában van – *a magyar kiadás lektora.*

a kamatrések a német, francia és brit kormányzati kölcsönök, illetve az azokra szóló határidős kontraktusok közt elképesztő módon szélesedtek. A Long-Term lecsapott ezekre, és gyors profitra tett szert.[17] A cég Latin-Amerikában is ringbe szállt, ahol a kamatrések szintén szétfeszültek.[18] A cég pozíciói itt mérsékeltek maradtak, de a Long-Term minden sarokba alaposan benézett, hiszen a centek sosem az utca közepén hevernek. Aztán Rosenfeld talált még „pár fillért" Japánban: japán részvénywarrantokra kötött arbitrázsügyleteket, amelyeket a tokiói tőzsde indexére szóló opciókkal fedezett – megtéve a Long-Term egyik első kirándulását a részvények világálja.

Az 1990-es évek derekára Európa a nemzetközi kötvénykereskedők játéktere lett, akik élénken vitáztak arról, milyen esélyei vannak az európai monetáris egység létrejöttének. A piacokat egyre inkább felzaklatta a bizonytalan légkör, amelyben még nem látszott tisztán, vajon Franciaország, Németország, Olaszország és a többi nagy múltú nemzet valóban egyesíti-e valutáját, és a friss, ropogós eurók kedvéért megválnak-e régi frankjuktól, márkájuktól vagy lírájuktól. A helyzetet minden bróker másként ítélte meg, és ez a hezitáló klíma a Long-Term számára ideális körülményeket teremtett. Sok befektetési bank fogadott arra, hogy a gyengébb országok, például Spanyolország és Olaszország államkötvényei erősödni fognak a német kötvényekhez képest, élve a feltevéssel, hogy ha a pénzügyi egység végül csakugyan megvalósul, akkor emiatt egész Európában kiegyenlítődnek a kamatlábak. A Long-Term is belefolyt egy-két ilyen ügyletbe, de mint rendszerint, a partnerek általános gazdasági elméletekre nem szívesen tettek fel túlzottan sokat. A cég igazán a részletekhez értett. A nagy ívű geopolitikai trendek előrelátásában a Long-Term szemlátomást semmi különlegeset nem tudott felmutatni. Ráadásul a Long-Term legtöbb amerikai partnere az eurószkeptikusokhoz húzott. A kontinens

reménytelenül merevnek tetszett a maga szigorúan szabályozott, állandóan az amerikai mögött kullogó gazdaságával. Az egyik svájci üzlettárs, Hans Hufschmid igyekezett a kiegyenlítődés témáját erőltetni, de az amerikai partnerek, beleértve Victor Haghanit, az öntörvényű londoni főnököt is, ellenálltak.

Haghani szívesebben összpontosított egy-egy adott országot érintő stratégiára, ahol kevesebb rizikófaktorral lehetett számolni. Arbitrázsügyletet kötött például a brit államkötvények két különböző sorozatára, amelyek közül az egyik olcsóbb volt *a* rá vonatkozó kedvezőtlenebb adóelbírálások miatt. Amikor a brit kormány megváltoztatta a szabályozást, a Long-Term gyorsan keresett 200 millió dollárt.[19]

Haghani gyakran tette meg egy-egy ország hozamgörbéjét önmaga ellen. Bevásárolt például tízéves néniét államkötvényekből, és eladta az ötéves papírokat. Az utóbbi meglehetősen kényes ügyletnek számított, amelynek megtervezése bravúros matematikai tudást kívánt, és nem utolsósorban jó érzékkel kellett olvasni helyi gazdasági trendekben, de legalább ki lehetett hagyni belőle a német trendek összehasonlítását mondjuk a spanyolországiakkal.

A Long-Termről szóló újsághírek rendszerint elsiklottak a feltűnést mániákusan kerülő Haghani felelt. A sajtó Meriwether vezető szerepét és Merton meg Scholes „modelljeit" emlegette, miközben valójában rengeteg múlt Haghanin. Míg JM fogta össze a céget, és Rosenfeld igazgatta napi szinten, a kereskedésre a legerősebb befolyást Haghani és a kissé nagyobb tekintélyű Hilibrand gyakorolta. Hasonlóan briliáns elmék és jó matematikusok lévén olyan nyelven beszéltek, amelyből egy kívülálló szinte semmit nem értett.

Bár ők ketten nagyrészt csapatban dolgoztak, Haghani jóval merészebben gondolkozott. Vérbeli keres-

kedő volt, aki ráérzett a piaci áramlatokra, és ha a helyzet úgy hozta, képes volt eredeti, impulzív döntésekre. Ha egy modell tévesen értékeltnek hozott ki egy értékpapírt, és Hilibrand úgy látta, érti, mi okozza a torzulást, általában késedelem nélkül cselekedett. Haghani bízott az ösztöneiben, és megesett, hogy előbb várt, hátha az ár még jobban eltér a normálistól. A barna bőrű, szakállas Haghani, aki a Long-Term indulásakor alig harmincegy éves volt (Hilibrand harmincnégy volt, Rosenfeld negyven), rendszeresen keveredett éles vitába a többiekkel. Gyakran önfejűsködött, de nem volt olyan egyenes, mint Hilibrand: sosem lehetett tudni, komolyan ellenkezik-e vagy csak blöfföl. Fiatalos dacát és önbizalmát talán kiváltságos családi hátterének köszönhette.

Egy tehetős iráni külkereskedő apa és egy amerikai anya gyermekeként Haghani pontosan tudta, hogy a politikai ellenáramlatok keresztülhúzhatják még a leggondosabban felépített üzleti terveket is. Tizenévesen két évet töltött apjával, akit rajongva szeretett, Iránban, aztán a forradalom távozásra kényszerítette őket. Míg a Salomon Brothersnél dolgozott, Haghani sok időt töltött a japán és a londoni irodában, ahol az elképedt személyzetet arra buzdította, vegyék át az Arbitrázs csoport piaci modelljeit, és kereskedjenek nagyobb tétben. A Long-Term Capital Managementtel épp akkor tért vissza Londonba, amikor a kontinens a pénzügyi egység vitáitól volt hangos.

Haghani kerülte a Cityt, London konzervatív üzleti negyedét, és Mayfairben, a mozgalmas divatnegyedben telepedett meg. Az irodát fesztelen légkörben vezette, mindenkit bátorítva a lelkes és felszabadult évődésre. A brókerek és elemzők sokat dolgoztak, de motiválta őket a Long-Term növekvő profitja, és alázatra késztette a munkába biciklin érkező főnökük látványa. Amikor akadt egy kis szünet a hajtásban, a brókerek visszavonultak a kereskedési terem melletti kis félreeső szobába,

ahol Haghani kihívta a látogatókat néhány kör biliárdra. (Londoni látogatásain JM is dákót ragadott, és lezavart egy-két kört az arra tévedőkkel.) Haghani nem volt annyira introvertált, mint egynéhány üzlettársa, s gyakran meghívta brókereit ebédre. Májusban, a Long-Term első négy hónapja után összeterelte az egész londoni legénységet, és elmagyarázta, hogyan keresték a pénzt. Ez szentségtöréssszámba ment volna a merevebb és titkolózóbb légkörű greenwichi irodában, ahol szigorú kasztrendszer volt érvényben.

Haghani legnagyobb üzlete Olaszország volt – meglehetősen merész választás. Az olasz pénzügyi helyzet éppen olyan kaotikus volt, mint az olasz politika. Sokan tartottak attól, Olaszország könnyen adósságválságba kerülhet, és ez a félelem az olasz kommunisták még mindig jelentős befolyásának negatív hatásaival párosulva az olasz kamatlábakat 8 százalékponttal a német érték fölé tolta. Az olasz kötvénypiac még mindig fejlődőben volt, és a kormány egy egész sor papírt bocsátott ki, részben azért, hogy a befektetőket magához csalogassa. Így a kötvénykereskedőknek az olasz piac felettébb dús vadászterületet nyújtott. Világos volt, hogy ha az olasz kötvénypiac helyrebillen, mindenki bankot robbant, aki az országra fogad. Igen ám, de mi lesz, ha netán mégsem billen helyre?

Az olasz piacot tovább bonyolította a szövevényes adórendszer és a forgalomban lévő *kétféle* államkötvény: az egyik változó, a másik fix kamatozású. Furcsamód az olasz kormány arra kényszerült (a kötvénypiac bizalmatlansága miatt), hogy magasabb kamatot Fizessen, mint a piacon nagy arányban forgó származékos kamatlábügyleteké, az úgynevezett „swap”-oké. A swapok kamatlábai rendszerint a magánkézben lévő bankoknak nyújtott kamatok szintje körül mozognak. A kötvénypiac tehát kockázatosabbnak ítélte az olasz kormányt, mint a magánbankokat.

Haghani úgy vélte, az olasz államcsőd kockázatát a piac jelentősen túlbecsüli ahhoz az árhoz *képest,* amelyre más kockázatokat beáraztak. A rájellemző vakmerőséggel Haghani a feltételezett árazási hiba kiaknázására királyi méretű arbitrázsügyletet javasolt. Világos volt, ha a Long-Term így tesz, a tűzzel játszik. Ugyanis ha Olaszország mégiscsak csődbe megy, a Long-Term ügyfelei könnyen kitáncolhatnak az alapból, és a Long-Termnek az inge is rámegy a kalandra. Ez komoly dilemmát jelentett az Olaszországra továbbra is szkeptikus szemmel néző amerikai üzlettársaknak. A partnerek órákon át szenvedélyesen vitáztak, különösen a kockázatgyűlölő Bill Krasker aggodalmaskodott.

Egyszerűen megfogalmazva: az arbitrázsügylet a piac Rómával szembeni teljes bizalmatlanságának megcsapolását célozta. Csakhogy a Long-Termnél soha semmi nem volt egyszerű. Haghani, aki végül is megnyerte a csatát, megvette a fix kamatozású olasz államkötvényeket, és a fix kamatlábat olasz swapokkal adta el. Ugyancsak bevásárolt a változó kamatozású államkötvényekből (megszerzésük nem kis bravúrt kívánt a Long-Term részéről, mivel a kötvényekkel alig kereskedtek), és Haghani ezeket is egy rövid pozícióval egyensúlyozta ki. A Long-Term mindjárt az elején lefedezte az egész pozíciót úgy, hogy meglehetősen drága biztosítást kötött az olasz pénzügyi csőd esetére (sőt egy második biztosítást is kötöttek arra az esetre, ha az első biztosító csődbe menne.)[20] De ahogy az olasz pozíció nőtt, a Long-Termnek nem maradt forrása több biztosításra, és egyszerűen kockázatot vállalt. Egy bennfentes szerint ha az olaszok tönkremennek, az alap tőkéjének felét is elveszíthette volna.

A gyakorlatilag szabályozatlanul működő fedezeti alap nem tájékoztatta a befektetőket az Olaszországban vállalt kockázatokról: az általánosságokat kivéve semmibe sem avatta be őket azzal kapcsolatban, hogy hogyan és

hová fektetik be a pénzüket. JM levelei zsúfolva voltak a piaci volalilitásokról szóló statisztikákkal, de hallgattak arról, hogy voltaképpen mit *művel* a cég. A tények elsikkasztását Meriwether fölényes, személytelen hangvétellel palástolta, mintha szívességet tenne a befektetőknek azzal, hogy egyáltalán elárul bármit is. „Folyamatosan tartani kívánjuk önökkel a kapcsolatot, tisztelt befektetők" –jelentette ki hűvösen. Még az eléjük szórt néhány morzsával kapcsolatban is titoktartásra kérte őket, mintha a Long-Term tehetsége érzékeny erdei növény volna, amelyben kárt tesz a napfény. A partnerek a sajtó leszerelése érdekében képesek voltak megszállottan messzire elmenni: még a Business Weekben korábban közölt képeik felhasználási jogát is visszavásárolták, nehogy azok a szélesebb nyilvánosság elé kerüljenek.

A Long-Term menedzsmentjének akadt egy súlyos fogyatékossága, bármennyire is igyekezett a kockázatokat kiküszöbölni. Szemben a bankokkal, ahol az ügyleteket független kockázatmenedzserek felügyelték, a Long-Termnél az üzlettársakat csak saját maguk ellenőrizték. Bár ezzel átléphették a nagy szervezetekre jellemző merevségeket, senki nem volt, aki számon kérje rajtuk tetteiket.

A brókereknek ügyleteik elindításához be kellett szerezniük a kockázatkezelő bizottság jóváhagyását, bár a céljaik eléréséért kérlelhetetlenül küzdő Hilibrand és Haghani végül mindig keresztülvitte az akaratát. A többi üzlettárs előbb-utóbb úgyis engedett, ha másért nem, mert belefáradtak az ellenkezésbe. Ezért az elnéző rendszerért elsősorban Meriwethert terhelte a felelősség. Ha akadt valami nagy hibája, az éppen az volt, hogy erélytelen maradt a vitákban, márpedig rajta kívül senki nem volt a színen, aki eljátszhatta volna a dajka szerepét – ahogy hajdan a Salomonnál Gutfreund tette. A brókereknek senki nem fogta a kezét.

Ügyleteik körül a partnerek azért meglehetősen alapos kutatásokat végeztek – különösen jó példa erre az olasz üzlet. Haghani egész kis magán-hírszerzőhálózatot épített ki azért, hogy az olasz ügyben tisztábban láthasson. Előbb tanácsadóként alkalmazta, aztán a céghez hozta Alberto Giovanninit, az olasz államkincstár korábbi tisztviselőjét és a Columbia Egyetem professzorát. Giovannini, aki szintén az MIT-re járt, állandó ingajáratban volt London és Róma között, ahol a családja élt, és ahol az olasz hivatalnokoknál puhatolózhatott. De Haghaninak még ez sem volt elég: felvette Gerard Gennotte-ot. Gennotte, az Olaszországba akkreditált belga nagykövet fia szintén az MIT-n végzett, és folyékonyan beszélt olaszul. „Victort mindig érdekelte Olaszország" – jegyezte meg az egyik Long-Term-alkalmazott. No és persze a Long-Termnek bejárása volt az olasz központi bankba, amely 100 millió dollárt fektetett az alapba és további 150 milliót hitelezett.

Akárhogy is, a Long-Term elemzési stratégiáját olyannyira uralták a matematikai módszerek, hogy ez a hírszerzési mellékvágány aligha változtathatott a lényegen. A modellek egész egyszerűen azt mutatták, hogy Olaszország „olcsó" a korábban megfigyelt piaci sémákhoz és az előre jelzett kockázatokhoz képest. A partnerek úgy vélték, ha minden tényező egyezik, a jövő a múlt mintájára fog alakulni – így aztán azt tették, amit modelljeik sugalltak nekik. Amellett ezek a modellek messze nem voltak titkosak. „Elég volt elővenni a Journal of Finance-t, hogy kiderüljön, hol alkalmazott valaki matematikai modelleket – mondta az olasz ügylettel kapcsolatban a Salomon Brothers egyik londoni brókere. – Első éves egyetemi matekkal bárki meg tudta csinálni." Más cégek brókerei évek óla bonyolítottak hasonló ügyleteket. Mire a Long-Term elkezdett kereskedni, tulajdonképpen már szűkülni kezdtek az olasz kamatrések és a rivális cégek *arrivedercit*

intettek. Haghani az első, nagyjából egymilliárd dollár értékű olasz kötvénycsomagját az üzletből kihátráló Salomontól szerezte be. Merő legenda volt a közhiedelem, miszerint a Long-Termnek különleges fekete doboza lett volna. Az MIT-hez más Wall Street-i cégek is utat találtak, és a legtöbb nagy bank hasonló modelleket vetett be – sőt ugyanarra a tucatnyi kamatrésre alkalmazta őket a kötvénypiacokon.

A Long-Term titka nem a modellekben rejlett, hanem mindenekelőtt abban a tapasztalatban, amelyet a modellek *olvasásában* szerzett. A partnerek évek óta hasonló ügyleteket kötöttek. Másrészt a cégnek jobb volt a finanszírozása. Az első évben Rosenfeld harminc bankkal épített ki repofinanszírozási kapcsolatot, és húszhoz fűzték származékos ügyletek – mindannyiszor nagyvonalú feltételek mellett.[21] A könnyen elérhető pénz – és a partnerek mérhetetlen önbizalma – a Long-Termet arra késztette, hogy nagyobb volumenben kereskedjen, és felszedegesse azokat a centeket, amelyekért a többiek már nem hajoltak le. „Kisebb eltérésekre koncentráltunk, mint a többiek – meséli az egyik bróker. – Úgy gondoltuk, a pozíciónkat mindig tovább fedezhetjük, és mindig tovább növelhetjük a tőkeáttétünket."

Legalább egy megfigyelő kétségeinek adott hangot az alap látszólag fölényes adósságkezelésével kapcsolatban. Seth Klarman, a massachusettsi Cambridge-ben székelő, néhány kisebb fedezeti alapot tömörítő Baupost Group általános partnere azt írta a *saját* befektetőinek, hogy befektetési alkalmat kínált fel számára egy új alap, amelyet korábbi Salomon-brókerek alapítottak – nyilvánvalóan a Long-Term –, de ő visszautasította a lehetőséget. Klarmant erősen nyugtalanította a Wall Streeten egyre inkább elharapózó szabadosság. A befektetési bankok, mint megannyi konyhai robotgép, a pénzügyi eszközöket hatékony, újsütetű értékpapírokba passzírozták – IO-kba és

PO-kba –, amelyeket szertelen elánnal kapkodtak el a befektetők. De ami még rosszabb: a befektetők újra szomjazni kezdtek a tőkeáttételre. Ahogy a két számjegyű kötvényhozamok kora lejárt, a befektetők és különösen a gombamód szaporodó fedezeti alapok kölcsönöket kezdtek felvenni a profit növelése érdekében. „Hogyan lehetnek a befektetők olyan biztosak abban, hogy a piacok mindig likvidek maradnak?" – kérdezte Klarman. Attól tartott, a befektetők nem számolnak az olyan „külső események", mint például a hirtelen zavarok vagy az alkalmankénti krachok következményeivel, amelyek a múlt tanúsága szerint gyakran lerombolták a befektetők legjobban felépített terveit is. Klarman figyelmeztetett: „Egyes sikeres befektetők még egy földrengető összeomlás kivédésére is képesnek ítélik magukat; sőt egyenesen divattá vált ez a gondolkodás." A Salomon-brókerek új alapját, a Long-Termet illetően Klarman megjegyezte, hogy az előre jelzett tőkeáttétüket tekintve akár egyetlen súlyos hiba is „jelentősen megcsappanthatja" az alap tőkéjét. „Egyszerre két döntő hiba pedig katasztrofális kimenetelű lehet."[22]

4. Kedves befektetők

„Szigorú értelemben véve nem volt semmiféle kockázat – feltéve, hogy a világ a múltban megszokott módon viselkedik."
Merton Miller, Nobel-díjas közgazdász

Működésének első évében, 1994-ben a Long-Term 28 százalékot keresett. Az üzlettársaknakjáró díjak levonása után a befektetők számlája 20 százalékkal gyarapodott. Egy olyan évben, amikor egy átlagos befektető a kötvénypiacokon pénzt veszített, ez több mint szenzációs eredménynek számított. Októberben, amikor világossá vált, hogy az alap imponáló számokkal zárja az évet, Meriwether óva intette befektetőit attól, hogy ismétlésre számítsanak. Felettébb valószínű, hogy a Long-Termnek lesznek ráfizetéses évei. JM hangsúlyozta: „Egyéves távlaton belül nyilvánvalóanjelentős veszteségek is feltorlódhatnak." Mindenjó pénzügyi menedzser ír efféle leveleket. Ha belelátnak a saját üzletükbe, tudják, lehetnek rossz éveik. Ha pedig elég becsületesek, erről tájékoztatják befektetőiket, vagy legalábbis igyekeznek várakozásaikat mérsékelni.

John Meriwether levele azonban ennél jóval messzebbre ment. Két tudóssztárja, Merton és Scholes a mellékelt függelékben nem pusztán elismerte a veszteség *lehetőségét,* hanem annak pontos *esélyét* is kiszámította, méghozzá precíz matematikai igényességgel. Ahogyan egy pókerkézikönyvből megtudhatjuk, adott esetben egy

„belső sor”* húzásának esélye 8,51 százalék – a professzorok kiszámolták, hogy a Long-Term tőkéjének legalább 5 százalékát elveszti az idő 12 százalékában (vagyis 100 évből 12-ben). A levél hasonlóképp tovább taglalta a legalább 10, 15, illetőleg 20 százalékos veszteség esélyeit.[1]

A Long-Term persze bizonyos feltételezések megváltoztatásával átszabhatta az esélyeket; így a levél nemcsak egy számoszlopot tartalmazott, hanem azokból egy egész táblázatra valót, akárcsak a lóversenypályán a napi fogadószelvény az oddsokat. Mindebben a legizgalmasabb, hogy a Long-Term az esélyeket *pontosan* jövendölte meg. Mintha a professzorok valami titkos tudással lennének felszerelve, vagy olyan rálátásuk lenne a világra, mint senki másnak, hiszen közönséges befektető ilyen jövendölésekre sohasem vetemedne. A legtöbb részvény tulajdonos – remélhetőleg – tudja, hogy részvényei ára eshet, de ha megkérdeznénk tőlük, mondják meg pontosan, mégis mekkora az esélye ennek, alighanem csak zavart pislogással felelnének. A Long-Term levele különleges *világszemléletről* árulkodott. Képzeljük el például egy pillanatra, hogy a gyermekünk iskolájában az egyik diákon veszélyes fertőzés tünetei jelentkeznek. Ekkor mi figyelmeztetést várnánk és tanácsokat a megfelelő óvintézkedések megtételére. Ám ha kapnánk egy levelet az igazgatótól, amely szerint gyermekünk 19 százalékos eséllyel betegszik meg, 12 százalék eséllyel marad ki legalább egy hétig az iskolából és 2 százalék a halálos lefolyás kockázata, akkor különösen ezt az utóbbi eshetőséget elenyésző valószínűségűnek, sőt alighanem hipotetikusnak találnánk. Ugyanakkor azért szeretnénk valami közelebbit megtudni az iskolaorvosról és kiváltképp az általa alkalmazott gyógymódról.

* Inside straight: a játékos kezében négy olyan lap van, amely egyetlen ötödikkel alkot sort úgy, hogy a legkisebb és a legnagyobb lap között hiányzik valamilyen kártya a sorból – *a magyar kiadás lektora.*

Levelében a Long-Term igen hosszasan fejtegette az alap „gyógymódjának” filozófiáját. Konkrét ügyleteket vagy befektetéseket ugyan nem említett, de erre nem is volt szükség. Elég volt tudni, hogy a Long-Term minden befektetésnél elsősorban két kérdéssel foglalkozik: mekkora az elvárható *átlagos* hozam, és egy adott évben várhatóan mennyire tér el a tényleges hozam az átlagtól. Például egyszerre két kockával átlagosan 7 pontot dobunk, és az átlagtól való eltérés nem lehet több 5 pontnál (nem dobhatunk kevesebbet, mint 2 és többet, mint 12). Sőt a kockadobás törvényszerűségei szerint az idő kétharmadában vagy 7-et dobunk, vagy attól legfeljebb 2 ponttal eltérő számot.

Így aztán, ha egy megfontolt befektetőnek felkínálnák: fogadjon dupla vagy semmi alapon az 5 és 9 pont közti gurításra, jó eséllyel kapna az alkalmon. Persze azért nem *dobunk* mindig 5 és 9 között, úgyhogy a fogadásra nem célszerű túlzottan nagy összeget feltenni. Igen ám, de mi lenne ha *egymillió* dobásra fogadhatnánk, és csak a legvégén számolnánk el? Akkor egész nyugodtan feltehetjük mindenünket, az utolsó centig. Talán vesztesrejöhetünk ki egy dobásból, talán kettőből, sőt háromból is. De, hogy egymillió dobás után ne nyeljünk, annak az esélye végtelenül kicsi. Aki nem hiszi, próbálja ki.

Az esélyeket ennél perszejóval nehezebb kiszámolni a befektetések világában. Az életben kevés dolgot lehet hasonló biztonsággal előre jelezni (ritka a megbízható jós). Megállapíthatjuk, hogy nagyobb esélyünk van a profitra, ha 80 dollárért veszünk egy IBM-részvényt, mint ha azt 90 dollárért tennénk; éppúgy, mint ahogy a gyermekünk is nagyobb kockázattal betegszik meg, ha nem egy, hanem két társa is beteg. No de vajon *mennyivel* nagyobb? Egyszerűen nem ismerünk elég körülményt ahhoz, hogy a piac vagy a fertőzés kockázatát számszerűsíthessük.

Érdemes megfigyelni, hogy akad egy alapvető különbség egy IBM-részvény (vagy egy fertőző betegség) és

a dobókockáink közt. A kockadobásnál van *kockázat,* de nem társul hozzá *bizonytalanság,* hiszen (hajszálpontosan) tudjuk, mekkora eséllyel dobhatunk 7-et vagy bármely más eredményt. A befektetéseknél viszont egyaránt számolnunk kell kockázattal és bizonytalansággal: fennáll a kockázata az IBM-részvény esésének, és bizonytalan, hogy mekkora valószínűséggel teszi ezt. Az eredményi olyan sok változó körülmény befolyásolja – beleértve a politikát, menedzsmentet, a cég versenypiaci helyzetét –, hogy a bizonytalanság egészen elemésztő*.

Innen nézve a Long-Term drámai ugrást tett levelében. Miközben a kockázatot őszintén elismerte, a bizonytalanságot egyszerűen eltörölte azzal, hogy a veszteség valószínűségét számszerűsített mutatókkal fejezte ki. JM és brókerei szemében a pénzmenedzsment nem annyira döntések sorozatát kívánó „művészet" volt, mint pontosan mérhető mennyiségekkel dolgozó „tudomány". „Hosszú távon és durván számolva – állt a levélben – a befektetők 5 százalékos vagy annál nagyobb veszteséget élhetnek át átlag minden ötödik hónapban és 10 százalékos vagy nagyobb veszteséget tízhavonta egyszer." Csak minden *ötvenedik évben* veszítené el az alap portfóliójának több mint 20 százalékát – a Merton és Scholes-féle függelék ennél nagyobb bukás eshetőségével nem foglalkozott.

A mágikus jóslat titka lélegzetállítóan egyszerű. Ahogy a kockázásnál fogadásunk kulcsszáma, amely alapján esélyeinket latolgattuk, a 7 pontos eredménytől való eltérés mértéke volt, úgy a Long-Term a kötvényárak árfolyamában jelentkező szokványos eltérés, a volatilitás kulcsszámából indult ki. SPARC számítógépeikbe több

* Tudományos definíció szerint a bizonytalanság a jövőről való pontos információ hiánya, míg kockázatnak a valószínűségszámítás eszközeivel pontosan leírható bizonytalanságot nevezzük – *a magyar kiadás lektora.*

tízezer kötvényárat betáplálva a brókerek ismerték a *történelmi* volatilitást – azaz a köténnyárak múltbéli fluktuációjának ménékét. Ez az egyetlen szám (amely sok tízezer különféle napi, havi és éves intervallumot és számtalan kötvénytípust feldolgozva állt elő) szolgált alapjául *a jövőbe vetített* kockázat becslésének. Peter Rosenthal, a Long-Term sajtószóvivője ezt elegánsan így magyarázta: „A kockázat a volatilitás függvénye. Ezek mind mérhető mennyiségek." Semmi nem volt, amiben Meriwether, Merton, Scholes és társaik mélyebben hittek volna.

Portfóliójuk úgy nézett ki, mint egy számpárokkal (amelyek az adott ügyletektől elvárt volatilitást, illetve hozamot mutatták) leli kalap. „Mindvégig a kalapban lévő számokról gondolkodtak" – jegyezte meg Robert Stavis, aki a Salomonnál az Arbitrázs csoportban dolgozott. Figyellek az egyes párokra, az IO-kra, az olasz és egyéb ügyletekre és így tovább – de éppúgy a párok közti kapcsolatokra is. Vajon az amerikai jelzálogkötvények eredményei követik az olasz kötvényekét? Nyerésre áll-e az egyik ügylet, ha a másik vesztésre? A partnerek minden egyes ügylet nagyságát a többi ügylet és általában az egész portfólió hozamára és volatilitására gyakorolt hatásaik fényében határozták meg. „Szüntelenül végezték ezt a finomhangolást az egész bonyolult elegyen."

Meriwether brókerei különös gondot fordítottak a kockázat minimalizálására. Az alap menedzselési stratégiájában központi szerepel töltött be az az elképzelés, miszerint ezt megtehetik egy adott összvolatilitás-szint megcélzásával. Ha a portfólió kissé túl csendes volt, a volatilitást emelve többet kölcsönöztek; ha az összvolatilitás túlságosan magas lett, csökkentették tőkeáttétüket, és lejjebb vették a gőzt. Ahelyett, hogy egy bizonyos hozamot irányoztak volna elő, a „kalapot" úgy menedzselték, hogy az (reményeik szerint) az évek többségében éppen annyira fluktuáljon, mint a

részvénypiac. Nagyobb volatilitással túlságosan megnőtt volna a kockázat, kevesebbel pedig pénzt hagytak volna az asztalon. „Az ő elméleti hátterükkel – jegyezte meg Dale Meyer, aki a Merrillnél az alap értékesítését segítette – a volatilitás és a hozam ugyanazt jelentette. A nagyobb volatilitás a nagyobb hozam szinonimája volt."

Ha ez közhelynek tűnik, az csak azért van, mert az 1990-es évekre ez a szemlélet uralta a Wall Street zömét. A kereskedési termek átvették a tudósok számszerű bizonyosságokba vetett hitét; a különféle volatilitásokat a bankok kockázatkezelői olyan árgus szemekkel fürkészték, mintha azok a Szent Grált rejtenék. Amikor megkérdezték a J. P. Morgan egyik rangidős igazgatóját, miként definiálná a kockázatot, lazán rávágta: „Mint az átlag körüli volatilitást". A modern Wall Street felfogása szerint a The Wall Street Journalben naponta közzétett záróárfolyamok olyan megbízhatóan és sokatmondóan jelzik előre a jövőt, mint az életbiztosítók táblázatai vagy a sportfogadási szelvények ismert és biztos oddsai. Ezek a nézetek jelentős részben éppen Mertontól és Scholestól származtak. A Wall Street minden befektetési bankjában, minden kereskedési termében ott ültek a Merton, Scholes vagy tanítványaik keze alatt nevelkedett ifjú, intelligens, PhD-fokozattal rendelkező szakemberek. Ugyanazok a cégek, amelyek évente sok tízmillió dollárt költöttek méregdrága fundamentális elemzőkre, „részvényvadászokra", kereskedési asztalaikhoz olyan pénzügy szakos közgazdászokat ültettek, akik ügyleteikkel úgy tették kockára a bank tőkéjét, hogy feltételezték: a piac hatékony, azaz a részvényárak helyesek, és ennélfogva a részvényvadászat szemfényvesztés*

* Az író itt komoly csúsztatással él. A klasszikus érvelés szerint ugyanis éppen azért helyesek a piaci árak, mert nagyon sok szereplő folyamatosan ellenőrzi azokat, s profit reményében azonnal közbelép, ha eltérést tapasztal. A különféle termékek egymáshoz

A Long-Term egyes befektetői szinte az anyatejjel szívták magukba ezeket a téziseket. Terence Suliivan, aki a Long-Termmel való tárgyalásokról jegyzeteket készített, úgy vélte, ritka „végzetes" esemény – talán százévente egyszer ismétlődő katasztrófa – kellene ahhoz, hogy a Long-Term súlyosan hibázzon. Suliivan tudta, lesznek idők, amikor az árak elhajlanak a normálistól, és a piacok a Long-Term ellen menetelnek, ami az alapnak pénzbe fog kerülni. De hogy a piacok az alap *összes* ügyletében, *következetesen* elteljenek a normálistól, az statisztikai abszurdum lenne, mint dupla egyes dobása két kockán sorozatban hétszer egymás után, vagy az, hogy kétszer is belecsapjon valakibe a villám. Suliivan ezt rég megtanulta a Pittsburghi Egyetem business schoolján, amely, ahogy az összes ilyen intézmény, Merton és Scholes tanait követi.

Sem Merton, sem Scholes nem vett részt a Long-Termnél a tulajdonképpeni kereskedésben, legfeljebb igen áttételes, tanácsadói értelemben, és egynémelyik befektető hiedelmével szemben nem is a professzorok alkották a különféle ügyleteket kiveséző „modelleket". Mégis Merton és Scholes voltak az alap filozófiai atyjai. Mint ahogy Scholes mondta az alap zászlóbontásakor: „Nem pusztán egy alap vagyunk – egy pénzügyi-technológiai társaság."[2] Még pontosabban: a Long-Term kísérlet volt a kockázatmenedzsment tisztán matematikai megközelítésére.

viszonyított helyes árazását ugyanakkor a Long-Termhez hasonló arbitrázsalapok kényszerítik ki. Mindkét esetben az elemzés értelme éppen az, hogy idővel mások is észreveszik az eltérést, és helyreáll a piaci hatékonyság által megkövetelt rend, ami a korán ébredőknek szép nyereséget hozhat – *a magyar kiadás lektora.*

* Utalás az információtechnológiai (IT) cégekre, amelyek akkoriban a jövő ígéretét, a legmagasabb szintű tudást jelentették – *a magyar kiadás lektora.*

A kísérlet központjában a volatilitás fogalma állt, amely a partnerek szemében a kockázat legfőbb mérőeszközeként megelőzte a tőkeáttételt*. Valójában a Long-Term több ügyleténél próbáltak olyan kamatrést kiaknázni, amelyekben a partnerek szerint a piaci árak a volatilitási kockázat pontatlan becslését tükrözték – az egyetlen kockázattípusnak, amely (a Long-Termnek) igazán számított. Az efféle stratégiák közvetlenül a Black-Scholes-formulából nőttek ki.

A formula a természettudományok eredményeire épült. A statisztika már régóta tisztában volt a „nagy számok törvényével". A dolgokat némileg leegyszerűsítve: ha elég nagy minta áll rendelkezésünkre egy véletlenszerű eseményről, annak kimenetelei a közismert haranggörbe szerint oszlanak el – a legtöbb előfordulás az átlag köré esik, és az előfordulási valószínűség meredeken zuhan mindkét szélsőérték felé. Ezt hívják *normális eloszlásnak,* vagy a matematika nyelvén még szakszerűbben fogalmazva *lognormális eloszlásnak.* Minden kosárlabdaedző tudja, hogy egy olyan városrészben, ahol száz iskoláskorú fiú él, a fiúk szokványos magasságeloszlása alapján hatvan-hetven durván átlagos magasságú fiút talál, néhány alacsonyat és magasat, és talán egyet, aki centert játszhat a csapatban. Ha az edzőnek szerencséje van, esetleg két centerre is bukkanhat, de egy utcában soha nem fog mondjuk *húsz* kétméteres fiút találni

* A szerző itt ismét csúsztat. Amennyiben ugyanis a számítások helyesek, az arbitrázs kockázatmentes profitot hoz, márpedig biztos profit mellett a tőkeáttétel nem jelent kockázatot (a nyereség vagy elegendő az adósságszolgálatra, vagy nem, bizonytalanság azonban nincs). Abban azonban feltétlenül igaza van, hogy a kockázat mérésének korántsem egyetlen módja a szórás (és annak négyzete a volatilitás), mint ahogy ma már számos más mutatót is használnak, például a kockáztatott érték (value at risk – VAR) fogalmát – *a magyar kiadás lektora.*

– feltéve persze, hogy a családok közt nincs rokoni kapcsolat, különben a választás nem volna véletlenszerű. Ahogy Peter Bernstein írta, a természet formái sok *véletlenszerű* esemény kaotikus zűrzavarából bontakoznak ki.[3]

Black, Scholes és Merton szemében ugyanilyen véletlenszerűek a pénzügyi piacokon bekövetkező árváltozások.* Senki sem láthat pontosan előre egy *bizonyos* változást, de feltételezésük szerint hosszabb időintervallumon belül az árak más véletlenszerű jelenségek mintázatát tükrözik, olyanokét, mint a pénzfeldobás, a kockadobás vagy a gimnazista fiúk magassága. Az olasz államkötvények és az „on the run" amerikai államkötvények ármozgása szintén haranggörbét ír le: sok olyan nappal, amikor az árak csupán kissé változnak pozitív vagy negatív irányba, és nagyon kevés – a hirtelen megugrásokat vagy a piaci mélypontokat képviselő – szélsőséges kilengéssel.

Ha ismert volna a tipikus változás mértéke, „a volatilitás", gondolták, akkor arra is következtetni lehetne, hogy idővel mekkora eséllyel emelkedik vagy esik egy részvény, kötvény vagy bármely egyéb eszköz ára a piacon. A Black-Scholes-formula megoldására használt differenciálegyenleteket az olyan fizikai egyenletekből kölcsönözték, amelyek többek közt leírják a tejszín szétfutását a kávéban.[4] Bármely *konkrét* molekula útja véletlenszerű, de a molekulák összessége megjósolható módon oszlik szét: a középponttól távolodva, sugárirányban. Az összes tejszín soha nem fog csak az egyik oldalra folyni.

A Black-Scholes-formula értelmében (előre látható-an) az árak sem billennek egyetlen oldalra. Egy opciót ér-

* A Black-Scholes-formula határozottan kimondja: „Ideális körülményeket feltételezünk a részvény-, illetve az opciós piacon... A részvényár időben folytonos véletlen bolyongást mutat" – *a szerző.*

lékelve – az utóbbi egy értékpapír rögzített áron, egy jövőbeli időpontban való megvásárlására jogosít fel – pusztán a volatilitás számít, vagyis az opció alapjául szolgáló értékpapír ingadozásának mértéke*.

Igen ám, de Black és Scholes él még egy kulcsfontosságú feltevéssel, mégpedig azzal, hogy az értékpapírok volatilitása *állandó.* Teljesen értelmetlen a kijelentés, hogy egy IBM-részvényre szóló opció értéke a részvény volatilitásától függ, ha az utóbbihoz nem tudunk pontos értéket társítani. Így aztán a professzorok a volatilitást úgy kezelték, mint az értékpapír eredendő, változatlan vonását, ahogyan például azt a tényt, hogy valakinek kék a szeme. Az IBM volatilitása X. Feltehetjük, hogy az elmúlt napok sorozatának piaci ingadozásai csupán zajok – véletlenszerű és nem szükségszerűen megismétlődő zajok, amelyeket legjobb elfelejteni. Csakhogy Black, Scholes és Merton – no és a Long-Term – számára befektetési döntéseiknél ezek a fluktuációk mély, profetikus jelentéssel bírlak. Minden kisebb-nagyobb piaci emelkedés és süllyedés a jövőbeli kockázatról hordozott csalhatatlan jóslatot. Ebből adódott, hogy a piacok minden egyes lépésben hatékonyan és racionálisan működtek.

Merton a feltevést továbbvitte még egy lépéssel. Feltételezte, hogy a volatilitás *olyannyira* állandó, hogy az árak a kereskedés során „időben folytonosan" – vagyis ugrások nélkül – változnak. Merton piacai olyan folytonosak voltak, hogy az árak úgy mozoghattak benne, mint egy adag tökéletesen lefőzött kávén a tejszín. A feltevés szerint pél-

* Az opciók árát meghatározó más tényezők ismertek voltak már jóval a Black-Scholes-formula előtt. Ide tartozik az opció lejáratig hátralévő futamideje, a kamatlábak szintje, valamint a mögöttes értékpapír jelenlegi ára és az előre rögzített lehívási ár közötti különbség – *a szerző.*

dául egy IBM-részvény ára soha nem esik 80 dollárról közvetlenül 60-ra, hanem mindig megáll 79,75-nél, 79,50-nél, 79,25-nél és így tovább*.

Az IBM-opciók árát a brókerek rendre – minden végtelenül kis időszakaszban – kiigazítják, szinkronban tartva azt a részvények árával. Azok a brókerek pedig, akik mindkettővel rendelkeznek – fürgén vásárolva és eladva –, édeni, kockázatmentes egyensúlyban tarthatják portfóliójukat. Röviden szólva: Merton a tökéletes, kockázatmentes arbitrázs elméletét vázolta fel. A teória jól közelíti a valódi piacokat, ha azok nyugodtak – de csakis akkor. 1987-ben az intézményi befektetőkre új csodafegyvert kezdtek rátukmálni (abszurd csinnadrattával): az úgynevezett portfólióbiztosítást, amely zuhanó áraknál a veszteségek minimalizálását szolgálni hivatott folytonos eladási technika. A később „fekete hétfőként" emlegetett piaci katasztrófát ezek a portfólióbiztosítók csak tovább súlyosbították. Azon a bizonyos napon a piac erősen *szaggatottan* viselkedett. A portfólióbiztosítók, amelyek arra számítottak, hogy gyors cselekvéssel csökkenthetik veszteségeiket, a Wall Streeten kirobbant pánikkal nem tudtak lépést tartani, és a „fekete hétfőre" az ingük is rament.

Merton tökéletes arbitrázsról alkotott elmélete fontos sarokköve volt a Long-Term (és sok más cég) fedezési stratégiájának. A partnerek természetesen a Salomon Brothersnél is ugyanezekkel a kockázatfeltevésekkel dolgoztak, és elképesztő profitot termeltek – még az alkalmankénti csúnya veszteségek ellenére is. Ez a tény óriási önbizalommal vértezte fel őket. Az ügyleteik rendszerint

* A folytonosság valójában végtelen kicsi lépésközöket jelent, de a 0,25 dollár esetünkben elfogadható közelítés – *a magyar kiadás lektora.*

ésszerűek *voltak* – azaz összhangban álltak a kockázatokkal. Csakhogy ha a csoport hajója a múltban nem borult fel, az még nem azt mutatja, hogy helyesen mérték fel egy szökőár veszélyét – legfeljebb annyit jelzett biztosan, hogy az ilyen hullámok viszonylag ritkán fordulnak elő.

Merton elméletei nem azért voltak annyira csábítók, mert mindig beváltak, hanem azért, mert ha hibásnak is bizonyultak, akkor is csak alig tévedtek. A tudósok hosszú éveken át vitatták és alighanem fogják is vitatni az efféle modelleket. Ahogy az angol esszéista G. K. Chesterton írta: az élet „kelepce a logika imádói számára", hiszen szinte teljesen ésszerű, csakhogy mégsem egészen az; rendszerint logikus, alkalmanként mégis következetlen:

> „Csak egy árnyalatnyit látszik törvényszerűbbnek és rendezettebbnek, mint amilyen valójában, egzaktsága nyilvánvaló, ámde a bizonytalansága rejtett; vadsága lesben áll, ugrásra készen."[5]

Merton is éppen ennek a kelepcének volt a foglya. Úgy tűnt, az „időben folytonos pénzügyek" csinos kis ládikába csomagolta az egész pénzügyi világot. Papíron megoldotta a pénzügyi piacok gyakorlatilag összes problémáját – illetőleg rávezetett azok megoldására: hogyan lehet a bóvli kötvények értékét helyesen megállapítani, mekkora egy adott ügyletnél a megfelelő letéti biztosíték, és így tovább. Elméletei azt az eleganciát és rendet ragadták meg, amely után Merton mindig is áhítozott. „Ami szép a tudományban, az nem okvetlenül praktikus – írta elégedetten –, de nálunk a kettő egybeesik."[6]

Eric Rosenfeld, aki az 1970-es években tanult az MIT-n, úgy nézett fel Mertonra, mint „egy hihetetlenül zseniális matematikusra". Mint elmesélte, Merton egyik publikálatlan dolgozatából lelkes tanítványok tömege merített disszertációjához inspirációt. Merton egész munkássága a vak bolyongásra vonatkozó feltételezései-

re és azok fizikai világgal való szoros összefüggésére épült. Ahogy Rosenfeld szerényen elmesélte, Merton többi protezsáltjával együtt rendszeresen megszállták a fizikai intézet könyvtárát, hogy a „pénzügybe átvihető" megoldási módszereket keressenek.

Miközben Rosenfeld Merton szárnyai alatt tanult az MIT-n, kulcsszerepet játszott annak a pénzügyi szoftvernek a kifejlesztésében, amely utat nyitott a matematikának a Wall Streetre. Ő és egyik barátja, Mitchell Kapor az Apple II. első rajongói közé tartoztak – már akkor, amikor alig létezett szoftver a gépre. Kapor klassz dolognak (tartotta a számítógépeket, Rosenfeld pedig kvantitatív rendszerek alkalmazásával fektetett be a tőzsdén, és fogadott futballmeccsekre. 1978-ban, amikor Rosenfeld a doktoriját írta, és hosszú órákat töltött az egyetem számítógépközpontjában, megkérte Kaport, írjon egy Apple-gépeken futó programot. Kapor megírta, és kiderült, hogy az ötlet telitalálat. Ők kelten üzlettársak lettek egy kis cégben, amelyet Micro Finance Systemsnek keresztellek el. „Tiuy TROLI" néven kifejlesztettek egy grafikai és statisztikai mikroszámítógépes programot, amely elég sokat tudott ahhoz, hogy hatékony munkát lehessen vele végezni. A program több ezer példányban kelt el, Kapor és Rosenfeld dollár százezreket keresett rajta.

Kapor – a hajdani discjockey és a transzcendentális meditáció tanára – úgy gondolta, ráérzett a következő hullámra. Szövögetni kezdte egy második üzlet tervét, és felajánlotta Rosenfeldnek, szálljon be mellé a vállalkozásba. Igen ám, de közben őt is megfertőzte a mertoni láz. Annyira lenyűgözte barátja áradozása arról, hogyan másolja a részvények viselkedése a molekulákét, hogy fogta *magát,* és beiratkozott az MIT-re. Merton pénzügyi kurzusa után azonban arra jutott, a kvantitatív pénzügy inkább hit, mint tudomány – „a modell erejétől elvakított" ideológusok doktrínája. Elkápráztatja a rend után sóvárgó elméket, de

veszedelmesen félrevezetheti őket, ha a piacok a modellen kívülre tévednek. Kapor továbblépve elszegődött a Lotus Development Corporationhoz, és neve fogalommá váll a szoftveriparban. Rosenfeld, aki a Harvardon kapott oktatói állást, a Tiny TROLL-ból származójogdíjakat két másik vállalkozásba fektette – az egyik egy bérelhető vitorláshajó volt, amely az első útján majdnem elsülylyedt –, és sok pénzt vesztett.[7]

Nem Kapor volt az egyetlen, akiben felötlött, hogy Merton modellje talán túl szép ahhoz, hogy ráhúzható legyen a való világra. Paul Samuelson – Merton mentora az MIT-n – kétségeinek adott hangot, amikor a Long-Termet szervezgették. Samuelson, az első pénzügyi közgazdász, aki elnyerte a Nobel-díjat, rámutatott, hogy az „időbeli folytonosság" pusztán idealizált állapot. A valóságban a brókereknek másodpercekbe, percekbe vagy akár órákba telik, hogy az eseményeket elemezzék és reagáljanak. Ha feltorlódnak az események, a piacok szaggatottá válnak. A molekulák nem ugranak le a görbéről, az IBM-részvények igen. „Ez nagyon fontos tény a Long-Term története szempontjából – jegyezte meg Samuelson. – A Black-Scholes-formula lényege, hogy nem a kártyalapok leosztását kell ismerni hozzá biztonsággal, hanem azt, hogy milyen univerzumból veszünk mintát, mert az utóbbin alapszik a lognormális folyamai feltételezése. Ez jutott eszembe akkor [amikor a Long-Term megalakult]".[8]

A kártyák világának szépsége, hogy ismerjük az „univerzumukat": ötvenkét lap van egy pakliban, egy szállal sem több. Az életbiztosítás egy kicsit más műfaj: mivel a halmazhoz mindig új emberek adódnak hozzá, a halálozási statisztikákat mintavételezéssel frissítik. Ezek a statisztikák nem tökéletesek, de azért működnek, mert nagy mintapopulációval dolgoznak, és a halálozási arányszámok csak nagyon lassan változnak. A piacokon viszont so-

ha nem lehetünk biztosak abban, hogy a mintavétel tökéletes. Az ügyletek univerzuma másként festett az 1920-as években, és másként a nagy gazdasági világválság után. Ismét más arcot mutatott az inflációs 1970-es években, és megint mást a pezsgő 1990-esekben. Melyik periódus után vált a kép „normálissá", és honnan tudjuk, hogy a jövő nem hoz-e új korszakot? Ha a történetet egyetlen cégre akarjuk leszűkíteni, akkor vegyük például az IBM-et. A vállalat dinamikus, örökké változó világban működik, ahol a menedzserek folyton új lehetőségekkel szembesülnek, új problémákkal, új termékekkel, és az ezekkel járó kockázat felbecslése képtelenségnek tűnik. Ha az IBM-nél egy menedzser felvetné, hogy a múltból kiindulva tegyenek a jövőbeli kockázatra pontos előrejelzéseket, alighanem rövid úton az utcára tennék.

Eugene Fama, Scholes doktori témavezetője szintén kritikus szemmel nézte *saját* tanítványa terveit. Fama messzemenőkig csodálta az opcióformulát *mint modellt.* De egészen más feltenni többek pénzét az efféle modellekre. Fama a hatvanas évek elején írta doktori értekezését a Dow Jones Industrial Average indexben szereplő harminc részvény ármozgásairól, és felfedezett egy érdekes jelenséget: az összes részvénynél jóval több napon fordult elő *extrém* ármozgás, mint ahogy szabályos eloszlás esetén történne. Fama részvényei olyan világot reprezentáltak, amelyben a legtöbb ember átlagos magasságú, de minden huszadik ember törpe vagy óriás. Túl sok volt a szélsőséges, „kiugró" adat, amelyeket a véletlenszerű eloszlással nem lehetett magyarázni. Ahogy Fama fogalmazott:

> „Amennyiben az árváltozásuk halmaza szigorúan normál eloszlás szerinti mintázatba rendeződne, általában az egyes részvényeknél... 5 standard hibánál nagyobb átlagtól való eltérést csak 7000 évente egyszer lehetne megfigyelni, valójában azonban úgy tűnik, ilyen eltérések mintegy 3-4 évente jelentkeznek."[9]

Fama részvényei grafikusan ábrázolva duzzadt végű haranggörbét rajzoltak ki, a kelleténél több esettel a szélső értékeket képviselő „farok” részeken. Fama doktori értekezése – amelyet minden bizonnyal Scholesszal is megvitatott – intő jelet hordozott a Long-Term jövőjére nézve. A modellekben szereplő idealizált piacokkal szemben – figyelmeztetett Fama – a valódi piacokon az árak „szaggatottan” változtak (vagyis undok árugrások voltak), és nagyobb valószínűsége volt a tetemesebb veszteségeknek; egyszóval „az ilyen piacok alapvetően kockázatosabbak”[10].

Mire a Long-Term felállt, addigra elég jól dokumentálttá vált, hogy gyakorlatilag az *összes* pénzügyi eszköz a Fama által tanulmányozott részvényekhez hasonlóan viselkedik.[11] Elképzelhető, hogy ajelzálogkötvények általában a modellben megjósolt módon viselkednek, de lesz egy nap, amikor – minden figyelmeztetés nélkül – kiugranak a grafikonról. Fama szavai szerint: „Az életnek mindig vastag farka van.”[12] JM levele után néhány hónappal a mexikói pezó összeomlott, a befektetők pánikba estek, és a válság láncreakció-szerűen terjedt Texastól egészen a Tűzföldig. A venezuelai és az argentin piacok nem voltak függetlenek, a mexikói magával rántotta azokat is. A bizalom nem állt helyre, míg Robert Rubin pénzügyminiszter – aki korábban a Goldmannél volt arbitrazsőr – mentőakciót nem szervezett.

Bárkinek, aki valamennyire is rendszeresen figyeli a piacokat, az a fura érzése támadhat, hogy a részvények (vagy kötvények) gyakran megmagyarázhatatlanul csapongók, árfolyamuk rémesen sokat cikázik fel-le. A leglátványosabb példa a „fekete hétfő”, amikor látszólag minden különösebb ok nélkül 23 százalékot estek a piacok. Később a közgazdászok a piacok történelmi volatilitása alapján arra a véleményre jutottak, hogy ha

a tőzsde a világegyetem születése óta minden nap kinyitott volna, az esélyek még akkor is ellene szólnának, hogy egyetlen nap alatt ekkora esés valaha is bekövetkezzen. Sőt, ha *egymilliárdszorosára* nyújtanánk a világegyetem korát, egy ilyen krach elméletileg még mindig „valószínűtlen" volna.[13] Csakhogy mégis megtörtént. A múltbéli ingadozások nyilván nem készíthetik fel a befektetőkel a leselkedő veszélyekre – ahogy azt sem jelzik előre, hogy a válságok milyen időpontban ütik fel a fejüket.

Jó oka van annak, miért siklanak el a piacok a feldobott érméknél gyakrabban a szélsőségek felé, és gyakrabban, mint a „százévente egyszer pusztító vihar", amelyet a Long-Term partnerei később bukásuk okaként megjelöltek. A véletlenszerű események kulcsjellemzője, hogy minden újabb dobás *független* az előzőtől: az érme nem emlékszik rá, ha egymás után háromszor esett írással felfelé; a negyedik dobás esélye továbbra is 50-50 százalék marad.

Csakhogy a piacok emlékeznek. Egy-egy tendencia olykor csak azért folytatódik, mert a brókerek arra számítanak (vagy attól tartanak), hogy folytatódni fog. A befektetők talán pusztán azért követik a trendet, mert úgy vélik, sokan teszik azt mások is. Az efféle tömegpszichózison alapuló kereskedés idegen a pénzügyi eszközök értékének logikai úton való becslésétől; nem illik bele a hatékony piacok racionális befektetőinek eszményi képébe. Viszont tökéletesen emberi. Három rossz „dobás" után a piacon a negyedik talán már nem egészen véletlenszerű. Meglehet, egyes brókerek az első három körben vesztettek, és eladni kényszerülnek; más befektetők pedig látva őket, pánikba esnek, és hanyatt-homlok próbálják megelőzni őket – ahogy az a Long-Term első tavaszán történt az amerikai államkötvényekkel. Ahol az emberi lélekje-

len van, ott előfordulhatnak a Fama által megfigyelt kisebb kisiklások, sőt a nagy, „fekete hétfő” méretű devianciák is.*[14]

Merton piacairól az emberi lélek teljesen hiányzott. Bár elismerte, hogy modelljei ideális állapotot tükröznek, írásait átlengte a tökéletes árak és a racionális befektetők képzete. Még prózai stílusát is sótlanság és szárazságjellemezte, mintha csak ki akarna szűrni minden érzelmet az életből, és irányítható absztrakcióvá redukálni azt. Az előadóteremben felvillanyozta a hallgatókat tárgya iránti szenvedélyével, de mint ember, a göndör, pufók arcú professzor fagyos volt és távolságtartó. Talán még egyedül a Ferrariját és a mennyország témáját kivéve, melyekhez szintén elmélyült, tudományos igénnyel közelített. Bőkezűen bánt az idejével, különösen ha a diákjairól volt szó, de sohasem folytatott igazi „eszmecserét” vagy változtatta meg a véleményét. „Olyan volt, mintha az ember Billy Graham prédikátort** hallgatta volna” – jegyezte meg egyik tanítványa.

A protestáns Merton megvetően utasította el még a lehetőségét is annak, hogy a befektetők bármi egyebek

* Fama pályájának további részét furcsamód éppen annak szentelte, hogy igazolja a hatékony piacok elméletét. Érvelése szerint a „fekete hétfő” pusztán racionális kiigazítása volt a vállalatok mögöttes értékében (egyetlen nap alatt?) bekövetkező változásoknak. Vele szemben azonban, a krach után Lawrance Summers, az Egyesült Államok hajdani pénzügyminisztere így nyilatkozott a The Wall Street Journalnek: „A hatékony piacok elmélete a közgazdasági teóriák történetének legsúlyosabb tévedése” – *a szerző.*

** William Franklin Graham, Jr. (szül.: 1918. november 7.), egyesült államokbeli prédikátor az American Protestant Christian egyházból. Számos amerikai elnök spirituális tanácsadója volt; a Gallup a XX. század legcsodáltabb személyiségeit tartalmazó listáján a hetedik helyezett lett. Magyarországon is többszörjárt – a *magyar kiadás lektora.*

lehetnek, mint kalkuláló automaták, és nagyvonalúan átsiklott azon pillanatok felett, amikor az érzelmeik elragadják őket. Így aztán olyan büszkeséggel hirdette elméletei szerepét az „1980-as évek portfólióbiztosítási termékeinek" megszületésében, mintha észre sem vette volna, hogy amikor azokat a termékeket hús-vér emberek próbálták ki, a portfólióbiztosítás szánalmas csődöt mondott.[15] Még a „spekuláns" szót is idézőjelbe tette, mintha az a gondolat, hogy ez valódi befektetőkre is vonatkozhat, olyan undorítónak tetszett volna neki, hogy csipeszszel kell hozzáérni. Amikor „Keynes jól ismert és színes írásaira" hivatkozott, a szavakkal remekül bánó angol közgazdászt voltaképpen elítélte azért, amiért dolgozataiba olykor egy-két emberi jelzőt is becsempészett. A kompromisszumok lehetőségét csírájában megfojtó fanatikus hit lázában szenvedett. Amikor egy amerikai közgazdász, Robert J. Shiller* arra a kijelentésre vetemedett, hogy szerinte a piacok volatilitása túlságosan nagy ahhoz, hogy a tökéletes piacok modelljébe beilleszthetők legyenek, Merton – képzelhetjük – úgy érezte: a legapróbb kétség feltámadásával is veszélyesen megrendülni látszik az egész épület: „Aligha kell ecsetelnünk egy ilyen konklúzió következményeit. Ha a piacok hatékonyságának Shiller-féle elvetése polgárjogot nyer, azzal súlyos árnyék vetül a modern pénzügyi közgazdaságtan sarokkövét alkotó elméletre."[16]

A Long-Termnél lévő brókerek persze tudták, hogy a modellek tökéletlenek. „Tisztában vagyunk vele, hogy nem egy óramű pontosságával működik – mondta Robert Stavis, aki a Salomonnál az Arbitrázs csoport tagja volt. – De egyelőre ez a legjobb modell, amihez nyúlhatunk. Dolgoztunk a modellünkkel és a számainkkal, és

* Robert J. Shiller egyik könyve magyarul is megjelent Tőzsdemámor címmel (Alinea Kiadó, 2002) – *a magyar kiadás szerkesztője.*

Figyeltük a régi motorosokat, akik a zsigereik után mentek. Végül azt kellett látnunk, hogy a modelljeink sokkal erősebbek, mint az öregek hatodik érzéke."

A Long-Term brókerei *nem* voltak automaták. Hétről hétre órákon át elemezték, olykor parázs viták tüzében, mitjeleznek a modellek, és hogy kövessék-e, amit a modellekjavasolnak. Jól ismerték a „vastag farokra" figyelmeztető kritikákat is (számolni kell a derült égből váratlanul lecsapó villámcsapásokkal), és igyekeztek modelljeiket ennek megfelelően korrigálni. De hogy lehet felkészülni a váratlanra? A Long-Term ügyleteinek többsége alacsony kockázatúnak számított, de azért nem voltak *kockázatmentesek,* ahogy a kockázat mértékét sem lehetett pontosan meghatározni. A legfőbb gond a matematikával, hogy bizonyossággal ruház fel eredendően *bizonytalan* eseményeket. „Vegyük mondjuk Monika Lewinskyt, ahogy besétál egy pizzával Clinton irodájába. Sejtelmünk sincs, mi lesz a dologból – meséli a Long-Termnél való befektetéstől végül elálló Consecónál dolgozó Max Bublitz. – Ha a lehetséges esetek valószínűségére ráeresztjük a matematikai modelleket, kijön belőlük, hogy 38 százalék annak az esélye, hogy a nő lerohanja az elnököt. Szépen hangzik, de attól még az egész csak találgatás." Az 1990-es évek közepére ez a különbség reménytelenül elsikkadt a Wall Streeten éppúgy, mint Greenvvichben. A Merrilltől a Morganen át a Bankers Trustig a sokadik tizedesjegyig számítgatták a befektetési bankok, mennyit eshetnek ügyleteik *egy-egy* adott napon, hónapban és évben. Még a Federal Reserve is felkarolta az efféle programokat, amelyek a „Value-at-Risk" elnevezés alatt futottak. A programok ötletes csomagolása mögött voltaképpen azt kérdezték: „Ha úgy fognak viselkedni a piacok, mint ahogy a múltban tették, mennyit fogunk veszíteni?" Igen ám, de ha a piacok valami mást tesznek? A történelem, mint ahogy Mark Twain megjegyezte, rímel önmagára, nem pedig ismétlődik.[17]

Az efféle programok működtek is szépen, míg fel nem sültek – mint például Mexikóban 1995-ben. Ráadásul épp a váratlan földindulás pillanataiban mondtak csődöt, amikor leginkább szükség lett volna rájuk. Megjósolták, mint egy vészmentes napokra szóló biztosítás, hogy mennyit veszthet az ember egy *átlagos* napon, de azt már nem, mikor omlik össze a pező. DeRosa, egy valutakereskedő, aki a Yale-en tanít, a Value-at-Risk módszert „a hajótörésre ítéltek világítótornyának" titulálta. A J. P. Morgan, élenjárva a technológia alkalmazásában (ügyfeleinek a RiskMetrics márkanév alatt kínálta), őszintén elismerte a rendszer hibáit. 1994 októberében, a Meriwether levelével egy hónapban kelt egyik dokumentumában a Morgan bevallotta, hogy a piacok a tapasztalatok szerint nem olyan véletlenszerűen és függetlenül viselkednek, mint a feldobált érmék, és „maguk a volatilitások is jelentős volatilitást mutatnak". Ennek ellenére a kockázatértékelést tovább használta a cég és követői az egész Wall Streeten. A Morgan saját magyarázata szerint „nem talált meggyőző alternatívát"[18] – mintha ez utóbbi tény jóvátenné a módszer hiányosságait.

Minden Value-at-Risk módszerhez folyamodó cég őstípusa kétségkívül a Long-Term volt.[19] A professzorok függeléke abban a bizonyos levélben úgy festett, mint Merton egyik előadásának jegyzete. Magabiztosan tájékoztatta a befektetőket, hogy a hozamok eloszlása a részvénypiacokon független (azaz véletlenszerű). Mi több, kiderült belőle, hogy a hozamok a Long-Term várakozásai szerint negatívan függnek össze egyik időszakról a másikra lépve: vagyis egy rossz hónapot vélhetően egy jó hónap követ, és így tovább. Ez még kisebb eséllyel vetített előre elnyúló vesztési sorozatokat. „Az alacsonyabb hozamú negyedévekei nagyobb valószínűséggel követi magasabb hozamú negyedév" – érvelt Merton és Scholes. Hosszabb távon a fejtegetés logikus volt, mivel idővel valóban korrigálják hi-

báikat a piacok, különben nem volna értelme a piac által hibásan beárazott értékpapírokkal kereskedni. Igen ám, de mi történik akkor, ha az árak rendeződése előtt az eltérés még nagyobb – drasztikusan nagyobb – lesz, ahogy az Ecksteinnel megesett az 1970-es években? Erről az eshetőségről nem esett szó a levélben.

A partnerek filozófiájának központi tétele volt, hogy a piacok szüntelenül hatékonyabbá, likvidebbé, „folytonosabbá" válnak – mindinkább olyanná, mint amilyennek Merton megálmodta azokat.[20] Ahogy egyre több befektető vadászik rosszul árazott értékpapírokra, és egyre gyorsabban terjednek a piaci hírek, logikusnak tűnt, hogy a befektetőknek rövidebb időbe lelik a téves árakat korrigálni. A napok többségén a befektetők alighanem tényleg így viselkedtek. A hatékony piac kevésbé ingatag, kisebb a volatilitása (nincsenek benne fekete hétfők) és nap mint nap kevésbé kockázatos. A kamatrések ennélfogva zsugorodásra vannak ítélve. Az elmélet tovább erősítette az üzlettársak meggyőződését, hogy a jövőben a kamatrések mindig szűkülni fognak. Olyannyira, hogy bátran fogadlak többszörös tőkeáttétellel erre.

Bár a globális befektetők a mexikói fiaskóban megégették magukat, a Long-Term fölött érintetlenül vonult el a vihar, és folytatódott a cég szédítően sikeres menetelése. 1995-ben, ahogy a korábbi befektetések beértek, tovább javultak az eredmények. Olaszország lerázta magáról „Európa vásott gyermekének" bélyegét, és mint a kontinens mintaországát kezdték emlegetni, amely kreatívabb, mint Németország, és kevésbé kötik gúzsba a hagyományok, mint Franciaországot. Ahogy más brókerek is megérezték Itália fejlődési potenciálját, a római kötvénypiac megélénkült, és a Long-Term nyeresége jókorára duzzadt.[21]

Különösen Olaszországnak és az IO-jelzálogtermékeknek hála, a Long-Term 1995-ben döbbenetes eredményt

produkált: 59 százalékos bruttó hozamot, amely a díjak levonása után 43 százalékos lett. A nyereség valamivel több mint fele Európából származott. A Long-Term első kétéves fennállása alatt keresett bámulatos 1,6 milliárd dollárjához Olaszország mintegy 600 millióval járult hozzá. Mindenki szerint ez volt a leggyorsabb, leginkább meggyőző rajt, amelyet alap valaha is vett. Az első naptól fogva bent lévő befektetők minden egyes dollárja 71 centet fialt, még azután is, hogy a cég levonta vaskos díjait. JM-et nem hatotta meg, hogy a Salomon Brothers küszködik távollétében. A bank 1994-ben bénító veszteségeket szenvedett, és úgy hírlett, kikerült rá az „eladó" tábla.

Meriwethernek egyedül amiatt fájt a feje, hogy a Long-Term volatilitása nem bizonyult *elég nagynak.* Az alap felkészítette befektetőit, hogy hullámvasútra számítsanak, a szárnyalásokat alkalmanként megszakító veszteségekkel – csakhogy a Long-Term az első évben mindössze egyetlen hónapban vesztett 1 százaléknál többet. „Hol van a hullámvasút?" – kérdezte az egyik befektető. William F. Sharpe Nobel-díjas közgazdász szemében, aki a Long-Term egyik befektetőjének adott tanácsokat, a hozamok szürreálisan egyenletesnek tűntek. „Nyomatékosan rákérdeztünk: „Mekkora a kockázat?" – meséli Sharpe. – Myron [Scholes] azt felelte: „Nos, a célunk az S&P 500 index kockázati szintjének [értsd: volatilitásának] elérése, de nehezen tudjuk olyan magasra feltornászni."

Egy ilyen káprázatos start után a Long-Termnek – újra csak a Merrill Lynch segítségével – nem okozott gondot újabb 1 milliárd dollárt felhajtani. Meriwether már-már büszkeséggel írta a befektetőknek, hogy a Long-Term üzlettársainak száma tizenhatra, teljes alkalmazotti gárdája pedig kilencvenhat főre bővült, akiknek mintegy fele játszott szerepet a tulajdonképpeni kereskedésben.[22] JM kiemelte a cég elit jellegét: idegen nyelveken anyanyelvi szinten beszélő alkalmazottait, a sok PhD-fokozatút, a cég kifinomult

„pénzügyi technológiáját". JM, akinek egész élete az esélylatolgatás körül forgott, a Long-Termben végre megvalósulni láthatta élete fő művét – a kockázatvállalás grandiózus, tökéletes harmóniában levezényelt szimfóniáját.

Az új befektetőktől befolyt pénzze l együtt a cég törzstőkéje kevesebb, mint két év alatt gyakorlatilag megtriplázódva elérte a 3,6 milliárd dollárt. A Long-Term eszközállománya szintén nőtt, méghozzá elképesztő összegre: 102 milliárd dollárra. Eszerint 1995 végére a cég tőkeáttéte meghaladta a huszonnyolcszoros mértéket. A *teljes* tőkeállományra – a saját és az idegen tőke együttes összegére – vetített hozam messze-messze elmaradt e kirívó számoktól, és megközelítőleg 2,45 százalékos lehetett.[23] Ennyit keresett volna a Long-Term, ha csak a saját pénzét fekteti be. De még ez a szám is túlontúl optimista, hiszen a Long-Term származékos ügyletei – emlékszünk – nem jelentek meg a mérlegben, ám ennek ellenére határozottan növelték a Long-Term kockázatait. (Függetlenül attól, hogy megveszünk egy kötvényt, vagy csak fogadunk az árára, ugyanolyan potenciális nyereségnek vagy veszteségnek vagyunk kitéve.) A Long-Termet mindenképpen kockázatosabbá tették ezek a mérlegen kívüli ügyletek.

Figyelembe véve a származékos ügyleteket, a Long-Term összes eszközre vetített hozama valószínűleg 1 százalék alatt maradt.[24] A pontos szám mellékes, a lényeg: a szédítő 59 százalékos hozam a tőkeáttét rendkívüli erejének volt köszönhető. Innen nézve Sharpe kérdése, miszerint mekkora a kockázat, nehezen megválaszolható. Aki saját pénzét fekteti be, az a befektetett tőkéje erejéig vállal kockázatot, csakhogy a Long-Term nem ilyen nyílt módon kötelezte el magát. A származékos ügyletek például *egyáltalán nem* igényeltek kezdeti tőkebefektetést. Az alap egyszerűen mindennap elszámolt a bankokkal pénzt fizetve vagy felvéve, attól függően, hogyan mozgott a piac. Valódi működő tőke helyett a Long-Term

tőkéjéből minden ügylet mögé jelképesen letett egy hipotetikus szeletet. Ez az úgynevezett *kockáztatott tőke* képviselte azt a pénzt, amelyet a Long-Term szerint – minden eshetőségre felkészülve – talonban kellett tartani. Rosenfeld így magyarázza:

> „Még ha haircutot nem is fizettünk, belső kockázatmenedzselő folyamatot működtettünk, amely során kiszámítottuk hipotetikus működő tőkénket. Végigmentünk minden egyes ügyleten, és megkérdeztük: »ha most különösen rázós időket élnénk, mekkora lehetne a kiszabott haircut?«"

Ahogy stratégiája egyre sokrétűbbé vált, a Long-Term öntudatosan vállalt nagyobb pozíciókat. Portfólióját *mint egészet* menedzselte, és bátran halmozott nagyobb ügyleteket minden egyes talonban tartott „kockáztatott" dollár tetejére. A módszer persze arra az elméletre épült, hogy nagyszámú tőkeáttéttel terhelt ügylet kis valószínűséggel omlik össze egyszerre, éppúgy, ahogy egy biztosító sem számol azzal, hogy az összes ügyfele egy időben nyújt be hozzá kártérítési igényt.

A Long-Term ilyen fényben, egyfajta pénzügyi kockázati biztosítóként látta önmagát. Annak fejében tett zsebre díjat, hogy kevésbé likvid és általában kockázatosabb kötvényeket birtokolt. Ezeket a díjakat azok a kamatrések testesítették meg, amelyeket az „off the run" amerikai államkötvényeken, jelzálogkötvény IO-kon vagy éppen olasz kötvényeken keresett. A biztosítási üzlet hátulütője éppen az, hogy el kell telnie némi időnek, hogy kiderüljön: ésszerű-e a beszedett díj. Egy vagyon- vagy balesetbiztosító viharmentes években mindig nyer, de egy vagy több ilyen év utánjogosnak tűnik a kérdés: Tényleg a biztosító olyan jó, vagy pusztán csak szerencséje volt? Arányosak a díjai, vagy egyszerűen csak olcsón vállalt túl sok kötelezettséget tengerparti ingatlanokra és cölöpházakra – nem számolva a tömeges káresetekkel? Márpedig ha a

Long-Term minden egyes kötvénye megfelel egy-egy biztosítási szerződésnek, akkor minden egyes újabb dollárnyi tőkeáttétellel tovább nő a biztosított tételek száma – és vele a potenciális veszteség, amellyel a jövőben esetleg szembe kell néznie. Az üzlettársak feltehették volna maguknak a kérdést: Milyen rizikót vállaltak azért az 59 százalékért, és milyen kárigények szakadhatnak a nyakukba egy vihar után?

5. Kötélhúzás

„Ez a kis csoport... megkísérelte a legjobb pénzügyi elméletet összeházasítani a legjobb pénzügyi gyakorlattal."
Robert Merton

Úgy tűnt, sohasem jön el a rázós hónap, a viharok évadja, amelynek időről időre véletlenszerűen be kellett volna következnie. A Long-Term nemcsak bámulatosan nyereséges volt, de egyben kísértetiesen egyenletes teljesítményt nyújtott, mintha dacolna a természet törvényeivel. Mint egy olyan ütőjátékos, aki mindig erőből üt, mégsem véti el soha. Az üzlettársak beálltak a körbe, és nap nap után mindig elütötték a labdát. Magabiztosabbá vállak, mint valaha, és nagyobb fokozatba kapcsolva tovább növelték tőkeáttétüket. 1996 tavaszára a Long-Term eszközeinek értéke döbbenetes magasságba, 140 milliárd dollárra emelkedett, törzstőkéjének harmincszorosára. Bár az amerikaiak 99 százaléka még hírét sem hallotta a cégnek, a Long-Term két és félszer nagyobb volt, mint a Fidelity Magellan, a legnagyobb befektetési alap, és négyszerese a sorban azt követő legnagyobb fedezeti alapnak.[1] Meriwether, Hilibrand, Haghani és társaik nagyobb vagyont kezeltek, mint a Lehman Brothers és a Morgan Stanley, és karnyújtásnyira kerültek a Salomonhoz. Bár csak pár tucat brókert alkalmaztak, alapjuk – alig kétévnyi fennállása után – nagyobb-

ra nőtt, mint a Wall Street némelyik, ősi intézménye. Mint valami „állítólagos szakértőkre” bízott lopakodó rakéta, az utca embere számára elképzelhetetlenül félelmetes pusztító erőt hordozott.

Csakhogy a Long-Term bankjai előtt nem volt tikok. Az „eset” után széles körben hangoztatták, hogy a Wall Street valamiképp tudatlan volt a Long-Term felduzzadt eszközállományával és tőkeáttételének mértékével kapcsolatban. A Merrill Lynch odáig merészkedett, hogy sajtóközleményben nyilvánította ki: „Először [1988.] szeptember 21-én szereztünk tudomást [az alap] pozícióinak nagyságrendjéről és tőkeáttétének mértékéről.”[2] Komansky személyesen jelentette ki, hogy homályban tartotta a Long-Term „transzparenciájának” hiánya, és több más Wall Street-i vezérigazgató állította, hogy sokkolta a Long-Term tőkeáttéte.[3]

Szigorú értelemben véve a dolog talán igaz lehet. Meglehet, Komansky és Corzine nem ismerte pontosan a számokat, de a munkatársaik tisztában voltak vele. A Long-Term negyedévente közölte a bankokkal teljes eszközállományának és terheinek adatait, és havonta tudatta ugyanezt a befektetőivel. A Long-Term emellett a számokat jelentette a Commodity Futures Trading Gommissionnak (CFTC) is, igaz, származékos ügyleteinek összértékéről csak évente számolt be - túlságosan ritkán ahhoz, semhogy az a gyorsan növekvő vállalatról pontos képet nyújthasson. A számokból világosan kiderült (mármint ha valaki vette a fáradságot, hogy vessen egy pillantást rájuk), hogy valami hatalmas dolog forr a levegőben. A Long-Term 1995-ös jelentése szerint 650 milliárd dollárnyi értékpapírra kötött származékos ügyleteket – amiből legalábbis sejteni lehetett, hogy nem babra megy a játék.[4] Brooksley Born, a CFTC elnökaszszonya őszintén beismerte: „Nem láttunk semmi okot arra, hogy megkongassuk a vészharangot, és tudtuk, hogy

[az információ] elég széles körben hozzáférhető."[5] – Thomas Bell, a Long-Term külső tanácsadója az átlagnál közelebb járt az igazsághoz, amikor azt mondta: „Mindenki megkapta a jelentéseket, a hiba ott volt, hogy senki sem kötötte össze a papíron a pontokat."

Csakhogy azok a bizonyos pontok sem mutatták a teljes képet. A Long-Term ködös jelentései önmagukban csaknem teljesen semmitmondók voltak. Az olyan általánosságokon túl, mint mondjuk a „kamatláb-csereügyletek" vagy „államkötvények", lehetetlen volt megmondani: pontosan melyek voltak ezek az eszközök. Különösen homályosak voltak a származékos ügyletekre vonatkozó közlések. Mintha személyi kölcsönért fordulnánk bankunkhoz, anélkül hogy méltóztatnánk elárulni, hogy a fedezetül felkínálandó ingatlan az Appalache-hegységben vagy Beverly Hillsben van-e.

Ami a konkrét eszközöket illeti – például a jelzálogkötvényeket vagy az olasz kötvényeket – minden bank csak a saját kitettségét ismerte a Long Termmel szemben. A Goldman Sachs nem tudta, hogy hasonló ügyletet finanszíroz mondjuk a Salomon; a J. P. Morgan nem tudhatta, hogy a Merrill Lynch megduplázza az általa folyósított kölcsönöket. Elméletben tehát egyik bank sem lehetett tisztában a Long-Term egy-egy ügyletének volumenével. A gyakorlatban azonban a bankok elég jól értesültek voltak a becsléshez. Viszonylag szűk a kötvényarbitrázs világa, és a bankok mindenképpen eleget tudtak ahhoz, hogy részletesebb tájékoztatást kérjenek, és persze elzárkózhattak volna a Long-Termmel kötendő üzlettől, ha nem érkeznek kielégítő válaszok.

Csakhogy a bankok a fedezeti alapokkal folyó üzletek kiterjesztéséért harcoltak, nem pedig ellene. Az öt éve tartósan emelkedő árakat produkáló piacnak köszönhetően dúskáltak a likviditásban, és a fedezeti alapokkal kötött ügyletek lehetőséget adtak a tőkefelesleg gyümölcsöző fel-

használására. A bankok ezt „a mérleg kikölcsönzésével” valósították meg: hatalmas hitelfelvevő erejüket átengedték a rosszabb kockázati besorolású fedezeti alapoknak, és ezért a szolgáltatásért 100 dolláronként pusztán néhány centet számoltak fel. Úgy hírlett, hogy a fedezeti alapok közül a Long-Term kétségkívül a Wall Street legnagyobb ügyfele: évente nagyjából 100-200 millió dollárt osztott szét díjként a helyi bankok között, és ebből mindegyik a lehető legnagyobb karéjt akarta kihasítani.[6] „A bankok egymást taposták, csak hogy 20 bázispontot (1 százalék húsz század részét) – a kockázatokhoz mérten nevetségesen alacsony összeget – kereshessenek” – mondta John Succo, a Lehman Brothers akkori kereskedésvezetője.

A Long-Termet nem kevesebb, mint 55 bank finanszírozta.[7] A partnerek csalhatatlanságát sugalló imázstól elkábított bankok tolongva igyekeztek túllicitálni egymás ajánlatait. „A LIBOR [a magánbankokra érvényes kamat] felett plusz 50 bázisponton hiteleztek, amikor LIBOR plusz 200 ponton kellett volna” - mondta Andrew Siciliano, a bázeli székhelyű, derivatívakereskedelemre szakosodott Swiss Bank kötvényügyletekért felelős vezetője. Sicilianót nyugtalanította, hogy a greenwichi alap visszaél a Swiss Bankkal szembeni helyzeti előnyével. A Long-Term a maximumot sajtolta ki minden üzletfeléből.

A Long-Term mesterien használta ki a bankok díjéhségét, és a legelőnyösebb feltételeket csikarta ki tőlük. Hajszálvékony haszonkulccsal kötött velük üzleteket, lefaragva a hasznot, amelyet normál esetben az ekkora behemótoknak nyújtott szolgáltatásoktól a bankok elvártak. Csakhogy ez utóbbiak mindvégig arról álmodtak, hogy a távoli jövőben a Long-Term végül mégiscsak profithoz juttatja őket; akár a frusztrált, de reménykedő szülők, akik tovább kényeztetik javíthatatlan gyermeküket. A Merrill Lynch és a Salomon Brothers volt a Long-Term két legnagyobb „pénzes bácsikája”, már ami a pénzügyi szolgáltatásokat

illeti. A Salomon legnagyobb ügyfeleként tartotta számon a Long-Termet, különösen az európai swapokat tekintve.[8] De a két cég kusza közös múltja gyanakvó távolságtartásra késztette a feleket.

A Merrill Lynch ellenben egyre buzgóbban igyekezett a Long-Termhez közelebb férkőzni. A fedezeti alap pedig boldogan viszonozta a közeledést – a saját feltételei szerint. JM gyorsan összebarátkozott Daniel Tullyval, a Merrill Lynch elnökével, sőt a két család is összejárt. JM Tullyt még waterville-i (az írországi Kerry megyében) golfpályájába is bevette üzlettársnak. Tully számára – aki olyannyira kötődött óhazájához, hogy még a nevét is zölddel írta alá – ez a lépés végképp bebetonozta a már amúgy is szoros üzleti szövetséget. Beosztottjai a Merrill Lynchnél gyorsan felfogták, hogy az elnök a Long-Termet különleges ügyfélnek tekinti. „Nemcsak az ügyleteket bonyolító személyzetnek, de az egész szervezetnek fel kellett sorakoznia a kapcsolat mögött" – hangsúlyozta Tully.[9]

JM Komanskynál és Herb Allisonnál is igyekezett jó pontokat szerezni. Ők már a háttérben várták, hogy Tully kezéből átvehessék a gyeplőt. JM a Merrill főnökeit elvitte Belmontba egy lóversenypályára, ahol ő maga is lovakat tartott – mindig feltalálta magát a fogadásokra kapható férfiak körében. Rendszerint sokat kérdezett, és hagyta, hogy a vendégei beszéljenek. Allison észrevette, hogy JM minden válaszra emlékszik, még az olyan apró dolgokra is, mint például Allison nejének a neve – éppen olyan jól, ahogyan az ügyletekre. JM mindig figyelmes társalgópartner volt. A maga farkastörvényű világában kitűnt alapvetően humánus jellemével. „Az ember önkéntelenül is megkedvelte" – vélte Allison.[10]

A Merrill megpuhításáért vívott csábítási kampány a nemzetközi hírű éves rendes waterville-i golfbajnokságon hágott a csúcspontjára; a háromnapos tornán többek közt olyan sztárjátékosok is megfordultak, mint Tiger Woods.

Mindkét cégből nagyjából tucatnyian vettek részt az eseményen. Némelyik Merrill-vezér a Long-Term partnereivel tartott magángépeken, de a saját útját mindkét cég maga állta. Waterville dús, természetes füvével és a közeli tengerparti ír falucskával varázslatos hely volt. A szeptemberenként tartott elit eseményre szóló meghívók után kapkodtak a Merrillnél; a cég még „Waterville-i Nemzetközi Kupa" feliratú pólókat is gyártatott, rajtuk az ír zöld-fehér-narancssárga színekben pompázó ponttáblákkal. Szabad óráikban a golfozók horgászással és pazar vacsorákkal lazítottak, majd ki-ki visszatért saját szállására. A korán kelők autóba ülve megcsodálhatták a páratlan szépségű tengerparti hajnalokat.

Meriwether szemében Waterville jelképezte azt az utat, amelyet megtett azóta, hogy ütőhordó fiúként a flossmoori pályára lépett. Lelkes házigazda volt, buzgón követte a versenyt és emlékezett minden ütésre, de nem feledkezett meg arról sem, hogy Allisonnak könnyítésképpen zászlós segédeket ajánljon fel. A Waterville-i Kupát a Long-Term, a négyhendikepes* JM vezérletével évről évre megnyerte, és a partnerek versenyszelleme láttán a bankárok elismerően füttyentettek. A Merrill csapatát lenyűgözték az arbitrazsőrök, akik ugyanolyan elánnal golfoztak, mint kereskedtek. Daniel Napoli, a Merrill kockázatmenedzsere gúnyosan megjegyezte: „Ha golfból lehetne doktorátust

* Optimális esetben egy 19 lyukú (szakaszos) pályát 72 ütésből lehet teljesíteni. (A nemzetközi ranglistavezető Tiger Woods erre 50 ütésből képes.) A hendikep azt mutatja, hogy az ideális 72-nél átlagosan mennyivel több ütésre van szüksége a pálya teljesítéséhez az adott sportolónak. A legrosszabb besorolás férfiaknál 36, nőknél 40. A rendszer lehetővé teszi, hogy különféle tudású golfozók is játszhassanak együtt: a magasabb hendikepű játékos partnere és saját besorolása közti különbségnek megfelelő számú ütéselőnnyel indul. A 4-es hendikep igen jó képességet jelent – *a magyar kiadás lektora.*

szerezni, megszerezték volna." Stephen Bellotti, aki a Merrillnél a devizakereskedést vezette, az egyik ilyen hétvégén odafordult Myron Scholeshoz, és tréfásan megkérdezte: „Mondja Myron, miből van magának több – észből vagy pénzből?" Scholes visszavágott: „Észből, de egyre szorosabb az állás!"

Ahogy az üzleti kapcsolat mélyült, a Long-Term kezdett nyomást gyakorolni a Merrill Lynchre a bőkezűbb finanszírozásért. Leahy, aki a Long-Term részéről a kapcsolattartást bonyolította, kijelentette: „Ha kereskedni akartok velünk, több forrást kell adnotok." A Merrill lassan megnyitotta a csapokat. 1996 végére 6,5 milliárd dollárnyi repofinanszírozást nyújtott a Long-Termnek (az összeg durván megegyezett a Merrill össztőkéjével), és arányosan ennél is többet a származékos oldalon. Csakhogy a kellemes írországi hétvégéktől eltekintve nem volt világos, mit kap a Merrill viszonzásul. Az alap egyszerűen túlságosan leszorította az árakat, és csak átlagos profitot hagyott a brókerének. Ha a bróker panaszkodni próbált, az hidegen hagyta a Long-Termet.

Egy ponton, látva a Merrill növekvő kitettségét a Long-Termmel szemben, a Merrill reporészlegének egyik menedzsere megtagadta a további hiteleket az alaptól. Röviddel a cég újabb golfhétvégéje előtt azonban a Long-Termmel tárgyaló egyik üzletkötő odament hozzá: „Dick Leahyvel találkozom, és nem akarok kínos helyzetbe kerülni. Mi lenne, ha adnánk nekik plusz ötszázmilliót?" Amikor a repomenedzser nemet mondott, az üzletkötő hozzátette: „Muszáj finanszíroznod azokat az ügyleteket, különben elvesztjük az egész üzletet."

A Merrill üzletkötői bónuszaik növelése iránti igyekezetükben meggyőzték magukat, hogy a Long-Termmel való kereskedéshez elengedhetetlen a cég hitelezése, és a kereskedés révén a bank bepillantást nyerhet a Long-Term üzleti stratégiájába. Persze mivel a Merrill az ügyleteknek

csak az egyik oldalát látta, ez az információ kétes értékű volt. A rendszerint egészséges feszültség a Finanszírozási és üzletkötői részlegek közt a Long-Term javára billentette a mérleget, mivel a Merrillnél mindenki tudta, hogy az alap „különleges ügyfél". A Long-Term természetesnek vette, hogy a Merrill minden szintjén barátokat szerezzen, és így is tett. Legelőször Tullyt, az elnököt hálózta be, a hajdani brókert, aki „rém büszke" volt arra, hogy a Merrill olyan sokat kaparintott meg a Long-Term üzleteiből. Még az egyesek által garasoskodónak titulált Allisont is elkápráztatta a Long-Term tündöklése, és beosztottait a kapcsolat kiterjesztésére ösztönözte. „Mindenkit levett a lábáról a zsenialitásuk – meséli Dunleavy, az üzletkötő. – Olyanok voltak, mint Kennedy belső köre, a Camelot. A legjobbak és legokosabbak társasága."

A Merrill igazgatói végül feszengeni kezdtek. Nem a Long-Term tőkeáttétének mértéke miatt, hanem azért, mert a Merrill évente csupán 25 milliót keresett a Long-Termen, ami aprópénz volt a cég üzleti kapcsolatainak szintjéhez képest. A finanszírozási részleg ellentámadásba lendült. A Merrill forrásai túlságosan értékesek voltak ahhoz, hogy holmi kicsinyes ügyfélre pazarolják.

Allison, aki a Merrillnél a nagy intézményekkel, közöttük a Long-Termmel folytatott üzleti kapcsolatokért felelt, végül félrevonta JM-et, és ironikusan megjegyezte, hogy nem ártana, ha a saját ügyletein a Merrill is keresne némi pénzt. Akárcsak a többiek, akik a Long-Termmel kereskedtek, Allison úgy érezte, hogy a Long-Term tulajdonosai minden üzleti kapcsolatot az egyedi ügyletekből származó haszon vagy veszteség fényében értékelnek a kapcsolat egésze helyett – és ezt közölte is Meriwetherrel.

JM biztatóan reagált, de a Long-Term továbbra is ugyanúgy nyúzta a Merrillt. Úgy tűnt, a cég szándékosan süketnek tetteti magát, még annak árán is, hogy ezzel elidegeníti stratégiai szövetségeseit. Egy ízben a Long-

Term az egyik kölcsönszerződésben lévő technikai kiskaput kihasználva 7 millió dollárt keresett a Merrill kárára. Amikor az igazgatók tiltakoztak, JM összevonta a szemöldökét, és azt mondta: „Nem vettem észre." De nem lépett vissza. „Őszinte volt – mondta a Merrill-igazgató. – Így nézett a világra: az egyik nyer, a másik veszít."

A partnerek sértő módon megtagadták a Merrilltől, hogy beavassák a Long-Term titkaiba, miközben busás szeleteket – amelyeket minden bank a legjobb ügyfeleinek tartogat – vártak el a Merrill Lynch kötvényjegyzéseiből. Még tolakodóbbak voltak, amikor a Long-Term megpróbált a Merrillre egy Myron Scholes által alkotott szokatlan warrantot ráerőszakolni, A warrant olcsó módja lett volna annak, hogy a partnerek több pénzt tegyenek saját alapjukba, miközben súlyos kockázatnak tette volna ki a Merrillt. A Merrill gyorsan visszautasította az ajánlatot. Kezdett féktelenné válni a híres „bika". A Merrill lassan kezdte visszavenni forrásait, de továbbra is a Long-Term egyik legnagyobb finanszírozója maradt.

A Merrill iszonyúan szerette volna a Long-Term ügyleteit klíringelni, de az ezt visszautasította. A szolgáltatást ugyanis az alap a Bear Stearnstől vette igénybe, ahol JM barátja, a hajdan szintén Salomon-alkalmazott Vincent Mattone dolgozott. Számos alapvető feladatot látnak el a klíringelő brókerek: ők vezetik például a nyilvántartást és adminisztrálják az ügyieteket. Bár a klíringelés rendszerint gyümölcsöző üzlet, a Bear ráállt, hogy a Long-Termnek különösen előnyös feltételeket nyújtson, szintén azt remélve, hogy így többet nyerhet meg magának a Long-Term ügyleteiből. Emellett a Bear hat-hét Long-Term-tulajdonosnak külön hiteleket is nyújtott, amivel személyes érdekeltségüket növelték az alapban. A Long-Term azonban hamar ráébredt, hogy a Bearrel nem lehet fölényeskedni.

A Bear először is nem volt hajlandó a Long-Termet nagy összegekkel az alap szokásos haircutmentes feltételei

mellett finanszírozni. A Wall Street-i trükkökben járatos Bear egyszer elutasította egy liechtensteini herceg hasonló kérését, aki a devizakereskedésbe akart berobbanni, és a bank egy fedezeti alap kedvéért nem óhajtott a szabályokon lazítani. „A döntésünk egyértelmű volt – emlékszik az egyik igazgató –, nem üzletelünk alapletét nélkül." Mi több, a Bear ódzkodott attól is, hogy a tőkéjéből túl sokat tegyen fel a Long-Termre. A legfontosabb klíringelési feladat a napi hitelek nyújtása. A Bear gyakorlatilag az alap – amely naponta akár több száz ügyletet is köthetett – bankjaként működött: felügyelte annak számos eszközét, a Long-Term nevében pénzt fizetett ki az alap üzletfeleinek és pénzt szedett be tőlük szerte a világon.

Klíringelő bróker nélkül a Long-Term nem működhetett volna – legalábbis nem a szokványos rugalmasságával és gyorsaságával. Ráadásul egy jó brókernek rendszerint joga van indoklás nélkül felmondani a klíringelést, márpedig nehéz sebtében új brókert találni. Így aztán a Bear Stearnstől a Long-Term erősebben függött, mint bármely más cégtől. Amellett a Bear alaposan kilógott a Wall Street-i brókerházak sorából. Alan Greenberg, a bank csaknem hetvenéves elnöke megvetette a Morgan és a Merill bürokratikus légkörét. Még mindig a kereskedési teremben ült, és a telefont mogorva „halló"-val kapta föl. Hírhedt volt arról, hogy az alkalmazottait még a gemkapcsokkal is elszámoltatta. Greenberg üzlettársa, James Cayne azzal szerzett magának hírnevet, hogy New York város kötvényeinek piacot teremtett a nehéz 1970-es években, amikor az ifjú JM is hasonló stratégiával próbálkozott. Greenberg és Cayne sziklaszilárd vezetése alatt a Bear nyers volt, pragmatikus és könyörtelenül érvényesítette a saját érdekeit. Ez nyugtalanította a Long-Termet.

1994-ben (a Long-Term startja idején) az Askin Capital összeomlott, amikor a jelzálogpiacon elszenvedett súlyos veszteségei nyomán a Bear felszólította a kereske-

dési letét megemelésére. A Long-Termet azóta piszkálta a felismerés, hogy a Bear osztja a lapokat. 1996-ban változásokért kezdtek kampányolni.

A Long-Term szerződésben szentesített ígéretei akart a Beartől arra nézve, hogy a céget a bank akkor is tovább klíringeli, ha az nehéz helyzetbe kerül. Csakhogy a bróker féltette saját biztonságát. Ha a Bear a letét teljes elfogyásáig tovább klíringelt volna egy alapot, ami végül összeroppan, akkor azért, hogy mentse, ami még menthető, kétségbeesett eladásokra kényszerülhetett volna a huszonnegyedik órában. Röviden: a Long-Term és a Bear egyaránt attól tartott, hogy a másik árthat neki.

Számos megbeszélés után a két oldal nagy vonalakban megállapodásra jutott. A Bear lényegében hajlandó volt megígérni, hogy a Long-Termet folyamatosan klíringeli mindaddig, amíg az alap bármikor lehívható formában 1,5 milliárd dollárt tart a Bearnél. Bár ezt a Long-Term elfogadhatónak tartotta, a partnerek az aláírás előtt szerettek volna még néhány részletet tisztázni; főként egy esetleges krízishelyzet esetére igyekeztek az alapot félelmetes elszántsággal bebiztosítani. Hilibrand olvasta az Askin-féle bukásról készült jelentéseket, és ráeszmélt, hogy ha a Long-Term valaha is megbotlik, a Bearnek módja nyílik – akár dömpingárakon való kiárusítással is – a likviditás helyreállítását kierőszakolni. A Bear ráadásul kiszivárogtathatta volna a Long-Term pozícióit, ami potenciális eladási hullámot vonhatott volna maga után. Ezért aztán Hilibrand rögzíteni akarta a Long-Term jogát, hogy számon kérhessen a Bearen bármilyen visszaélést – például a Long-Termtől szerzett bizalmas információk megszellőztetését.

A Beart a maga megszokott stílusában könyörtelenül ostromolta Hilibrand. Michael Alix, a Bear hitelrészlegének egyik rangidős vezetője Hilibrandet hallatlanul nehéz esetnek és egészen kicsinyesen paranoiásnak találta, bár a

bróker némelyik aggodalma később megalapozatlannak bizonyult. Úgy tűnt, a tárgyalásokban szintén részt vevő Rosenfeld a maga megnyerő modorával megérti a Bear szempontjait; Hilibrand erre képtelen volt. A megbeszélések leginkább egy bírósági perre emlékeztettek, Hilibrand sohasem fogyott ki az érvekből. A felek egyre feszültebb légkörben tárgyaltak tovább, de semmit nem írtak alá. Hilibrand miatt beláthatatlan távolságba került az olyannyira áhított klíringmegállapodás.

A Bearrel kötendő egyezség kudarca sajgó pont maradt, és JM rendszeresen újra előhozta a témát. Ahogy a Merrillel való kapcsolatait, úgy a Long-Term ezt is a golfhétvégéken kenegette. JM és „a fiúk" némelyike rendszeresen pókerezett Cayne-nel és kollégájával, Vinny Mattoltenal a Long-Term greenwichi irodájában vagy Cayne Park Avenue-i apartmanjában. Az okos és dörzsölt Rosenfeld könnyedén az ujja köré csavarhatta volna Cayne-t, ám amikor JM azt mondta: „Jimmy, lépned kéne valamit, hogy végre nyélbe üssük azt a klíringelési egyezséget", Cayne kérlelhetetlenül rávágta: – „Nem. Neked kéne lépned."

A Long-Term a Chase Manhattant is ostrom alá vonta. Úgy tűnt, az alap az egész Wall Streetet be akarja hálózni, és a partnerek elég rafináltak voltak ahhoz, hogy tudják: a bankokat addig kell gyorsan bevenni, míg jók az eredmények. A Chase 1994-ben nem kötött a Long-Termmel üzletet, mert akkor az alapot még túlontúl friss vállalkozásnak érezte. Amikor azonban 1996-ban JM újra kopogtatott, melegebb fogadtatásban részesült. JM-nek a Chase-nél is megvolt a maga kapcsolata: David Pflug, a nemzetközi hitelezés pufók vezetője, aki Wall Street-i ügyfeleknek nyújtott kölcsönöket. A Mozer-ügy idején a folyton nadrágtartóban feszítő, nyers beszédű Pflug (nevét Flágnak ejtette) adott JM-nek tanácsokat, és a megtámadott Salomon Brotherst ő győzte meg arról, hogy folyamodjon

sürgősségi hitelhez. Most, 1996-ban Pflug belement, hogy a Long-Term kamatlábswapügyleteit finanszírozza – ezek tipikusan olyan ügyletek, amelyekben az egyik fél fix kamatot fizet a másiknak, cserébe egy olyan kamatlábért, amely követi a piac hullámzásait. A Chase szintén finanszírozta a Long-Term hozamgörbeügyleteit – ami egy másik standard szolgáltatás a kötvényfinanszírozóknál. A Long-Term az új szövetséget azzal erősítette meg, hogy az alapból 20 millió dollár értékű részesedést adott el a Chase-nek.

Csakhogy a Long-Term igazából egy partnerbankra vágyott, mely különleges igény esetén (vagy akár vészhelyzetben) kérésére pénzt adna az alapnak. A Merrillel, a Bearrel és legújabban a Chase-zel folytatott vég nélküli tárgyalásaik során mintha a partnerek olyan céget kerestek volna, amely éppolyan feltétlen kitartással támogatja őket, mint hajdan a Salomon. Pflug kedvezően reagált, és egy több bankból álló szindikátus összehozásával elrendezett egy 500 millió dolláros megújuló hitelt – tulajdonképpen egy állandó vésztartalékot, amelyből a Long-Term szükség esetén pénzt hívhatott le. A szindikátus szokatlan módon annyira megbízott az alapban, hogy a megújuló kölcsönt anélkül bocsátotta a Long-Term rendelkezésére, hogy igényt támasztott volna bármiféle biztosítékra.

Aztán a Long-Term, zsebében a forgókölcsönnel, ajtóstul rontott a Chase-re. A partnerek közül többen próbálták meg a bankot rávenni, hogy az adjon el nekik egy különleges warrantot. Természetesen ugyanarról a warrantról volt szó, amelyet a Merrilltől igyekeztek sikertelenül kicsikarni. A warrant egyfajta opció; a partnerek az alapjukra szóló warranttal akarták a portfólióban lévő amúgy is hatalmas tőkeáttétet újabb réteggel tetézni. Bár a partnerek gyakorlatilag összes személyes vagyonukat az alapban tartották – Hilibranddel az élen –, még nagyobb kitettségre vágytak. Furcsa vakfolt homályosította el a látásukat: bár tigrisként harcoltak egy olyan klíringelési

megállapodásért, amely válság esetén megvédi őket; ha saját tőkéjük befektetéséről volt szó, mintha eszükbe sem jutott volna a bukás lehetősége.

A warrant elfogadhatatlan kockázatnak tette volna ki a Ghase-t. Scholes tervei szerint a partnerek évente nagyjából 15 millió dollárt fizettek volna a banknak (valamennyivel többet, illetve kevesebbet, aszerint hogy hogyan alakulnak az aktuális kamatlábak). A Chase viszonzásul megfizetné a partnereknek azt az összeget, amelyet ők az alap 200 millió dolláros tulajdonrészével keresnének. Röviden szólva: ha az alap tovább szárnyal, a Chase fillérekért tenné ki magát óriási veszteségeknek. A Chase elméletileg lefedezhette volna kockázatát azzal, hogy megvesz egy részt magából az alapból. Az utóbbi esetben, ha az alap értéke nő, a Chase profitálna a befektetéséből.

Igen ám, de mi lesz, ha az alap értéke esik? Az opcióelmélet szerint – amelyet természetesen maga Merton és Scholes alkotott – ahogy az alap értéke csökkenne, a Chase-nek egyre kevesebb fedezetre volna szüksége. Más szóval: a Long-Term esésével párhuzamosan a Chase fokozatosan eladhatna bizonyos, a Long-Term portfólióját imitáló eszközöket.

Csakhogy ez korántsem volna olyan egyszerű, hiszen a Long-Term az eszközeit titokban tartotta, és az üzlettársak kategorikusan megtagadták, hogy kiadják az adatokat. Pflugot elképesztette a Long-Term arroganciája: a partnerek a kétes üzlet minden kockázatát a Chase vállára helyezték volna, anélkül hogy elárulták volna, milyen súlyos az a kockázat. „Hogy a pokolba fedezhettük volna le?” – méltatlankodott Pflug. A Chase fedezeti alapokkal foglalkozó részlegének feje ugyancsak kételyeinek adott hangot.

A Long-Term azonban tovább erőltette a warrantot. Dúskált az adózást enyhítő kedvezményekben – amelyek

mindig vonzották Hilibrandet –, mivel a partnerek a warrantból származó minden nyereséget árfolyamnyereségként kezelhettek, és a profitot terhelő adó megfizetését elodázhatták egészen a warrant lejártáig. A warrant kiötlése Scholes legszebb pillanatai közé tartozott – olyan opciót kreált, amely a szövetségi kormány költségén növelte volna a tőkeáttételt.

A warrant témáját az egész bankon végighajszolta a Long-Term; JM az ügyben még Walter Shipley-t, a Chase vezérigazgatóját is megkereste. Hilibrand végül felkínálta, hogy megkéri Scholest, vezesse be a bankot az opcióárazás rejtelmeibe. De Pflug okosabb volt annál, semhogy szemtől szemben álljon ki a formula megalkotójával. „Felőlem hiába csűrik-csavarják ezeket görög betűket – jegyezte meg Pflug, utalva az opcióbrókerek zsargonjában szereplő alfákra, bétákra és gammákra*. – Az egyetlen görög szó, ami ide illik, az a hübrisz**."

Vajon milyen arroganciát érzett ki Pflug a brókerekből? A partnerek nem viselkedtek, sőt még csak beszélni sem beszéltek önhitten, a gőgjük ennél mélyebben gyökerezett. Az a Harvardon vagy az MIT-n végzettek büszkeségéből származott, abból a szilárd hitükből, hogy intelligensebbek másoknál. „Tudod, miért csinálunk annyi pénzt? – kérdezte egyszer Greg Hawkins az egyik barátját a Salomonnál. – Mert okosabbak vagyunk a többieknél." Hawk egyszer még az egyik kollégája nejét is megpróbálta kioktatni molekuláris biológiából, amely a hölgynek régóta a szakterülete volt. „Rég hallottam ennyi baromságot" – intette le végül a feleség.

* A szerző itt nem egészen pontos: az opcióértékelésnél alfákat és bétákat nem használnak, ám az opció értékfüggvényének többféle parciális deriváltjait valóban különféle görög betűkkel szokás jelölni – *a magyar kiadás lektora.*

** Arrogancia, önteltség – *a fordító.*

1996-ban a Long-Term már több mint száz alkalmazottat foglalkoztatott, és a partnerek elképesztő vagyont gyűjtöttek össze. A külső befektetők profitjának 25 százalékát tartották vissza díjként, amelyet az alapban hagytak, ahol az az adóhatóságtól háborítatlanul még szaporábban kamatozhatott. Ahogy harmadik évük végéhez közeledtek, a partnerek alapbeli részesedése összesen 1,4 milliárd dollárra rúgott, a kezdeti 150 milliós befektetésük kilencszeresére. Hihetetlen gyarapodás ilyen rövid idő alatt, és mind a kötvények kamatréseiből! A partnerek merész eltökéltsége, hogy folyton megduplázzák tétjeiket, egyik napról a másikra a dúsgazdagok sorába emelte őket. A cégvilág titánjaival ellentétben, akik hozamaik folyamatos kivételével csökkentették kockázatukat, JM, Hilibrand, Rosenfeld és a többiek minden egyes zsetont az asztalon hagytak. Ha költeniük kellett, egyszerűen kiutaltak maguknak némi pénzt az alapból, amelyet saját folyószámlájukként kezeltek.

A Wall Street-i mogulok mércéjével nem éltek nagy lábon a partnerek, és megvetették a hivalkodást. A pénzt két kézzel szóró Hawkinst kigúnyolták, amiért helikopterrel szállította a lakberendezőket saratogai vidéki házába, amely közel állt az ottani lóversenypályához, ahol a telivéreit tartotta. Amikor Hawk felvetette, hogy vegyenek egy vállalati gépet, a többiek hallani sem akartak róla. Ennek ellenére mindenkinek akadt valami gyengéje. JM-nek ott voltak a lovai, és a waterwille-i mellett tagja volt három golfklubnak: a Winged Footnak, a Shinnecocknak New York Államban és Kaliforniában a Cypress Pointnak.[11] Amellett rajongott a drága kocsikért, többek közt volt egy Ferrari Testa Rossája is. Rosenfeld, aki Westchesterben lakott egy tágas, tengerre néző villában, szenvedélyes borgyűjtő lett. Fotografikus memóriával emlékezett a jó évjáratokra, és tízezer üveges pincéjét a legnemesebb francia borokkal töltötte föl. Finom modorát

nagyvilági allűrrel színezve soha nem indult látogatóba anélkül, hogy magával ne vitt volna egyet féltve őrzött Clos de Vougeot-jai vagy egyéb méregdrága burgundijai közül. Hilibrand számára a pénz módot adott a még teljesebb elzárkózásra. Vett Greenwichben egy hathektáros, 2,1 millió dolláros telket egy erdős lakóparkban, és arra háromezer négyzetméteres, fényűző házat épített.[12] Az efféle passziók azonban aligha csappanthatták meg érezhetően a partnerek bankszámláját. A pénz iránti vágy ugyan központi szerepet töltött be életükben, de mint annyi más esetben is, e vonzalom a luxus iránti puszta vágynál sokkal mélyebben gyökerezett. A pénz egyfajta „dicsőségmérce" volt a szemükben, páratlan kereskedési képességeik bizonyítéka. Merton és Scholes számára pedig ez adta tudományos sikereik világi megerősítését.

Közben az alapnál rendre fellángolt a vita a nyereség elosztása körül, akárcsak a Salomon Brothersnél, a jövedelmek kérdése könnyen kirobbantotta a belső feszültségeket. A Steamboat Road-i gondtalan légkör megtévesztő volt, mert a színfalak mögött mindig felszínre törtek az ellentétek, valahányszor az irányítás, az osztozkodás vagy a portfolión belüli nagyobb mozgatások témája került terítékre. Scholest, aki könnyen felkapta a vizet, irritálta Mullins – mert mindkettő okosabbnak tartotta magát a másiknál. A délről jött, fesztelen Hawkins megvetette a zárkózott, hatalmaskodó Hilibrandet. Még az operatív részletekért felelős Rosenfeldre is nehezedett némi finom nyomás JM részéről, aki alkalmanként felmordult: „Valahogy Ericnek is meg kellene próbálni egy kis pénzt keresni" – mintha a cég ügyeinek vezetése nem volna éppen elég.

Az arbitrazsőrök semmilyen teljesítményt nem ismertek el, amely nem hozott közvetlen hasznot – kizárólag a pénzügyi mutatók számítottak. Talán ezért is törekedtek annyira személyes vagyonuk maximálására még akkor is, amikor erre már rég nem szorultak volna rá. Sehogy sem

akarták feladni a Scholes-féle warrant ötletét, amelynek lényege az volt, hogy személyes vagyonuk többszörösét fektethessék be tőkeáttétel révén. Valósággal megszállottjaivá váltak a warrantnak.

Ahogy tették korábban a Merrillt, a Beart és a Chase-t lerohanva, a partnerek lobbizni kezdtek a warrantért a Union Bank of Switzerlandnél (UBS). Különös választás volt, a UBS ugyanis már kétszer kikosarazta a Long-Termet. A UBS 1994-ben, amikor a Long-Term elindult, nem kívánt pénzt fektetni a fedezeti alapba. Kicsit később JM és Haghani újra felkereste őket, remélve, hogy a UBS-t bevonhatják kötvény-, illetve swapkereskedési ügyleteik lebonyolításába. Csakhogy a UBS tartott az efféle ügyletekben jelentkező tőkeáttéttől, és ismét nemet mondott.

A Long-Term azonban a zürichi székhelyű banknál tovább próbálkozott. Sőt a fedezeti alapnak a UBS-nél befolyásos szövetségese is akadt, a brooklyni születésű egykori Salomon-üzletkötő, Ron Tannenbaum. A nyájas, markáns arcú Tannenbaum egy évvel Hilibrand után került a Salomon New York-i irodájába. Később áttették Tokióba, ott az Arbitrázs csoport afféle helyi elosztó ügynökének szerepét töltötte be. Aztán áthelyezték Londonba, ahol sokszor találkozott Meriwetherrel. Tannenbaum először félve nézett fel JM-re és alighanem megilletődve JM brókereire. Az évek során azonban Tannenbaum a csoport barátja és rendületlen csodálója lett.

A UBS-nél Tannenbaum felelt a fedezeti alapokért. Főnökeit kitartóan unszolta, hogy tegyenek próbát a greenwichi fiúkkal. Időközben a bank forradalmi változásokon ment keresztül. A UBS Svájc legnagyobb bankjaként régóta kicsinyített mása volt az ország hagyományok béklyójába zárt bankrendszerének. Bankárait a svájci kultúrához hűen nem az MIT-ről, hanem szigorúan az ország beltenyészetéből toborozta, és az alelnökök választhattak, hogy szobájuk mahagóni-, dió- vagy fenyő-

burkolatot kapjon.[13] A kényelmes bank hirtelen ráeszmélt, hogy a nemzetközi pénzügyi élet már nem ilyen ráérős, alpesi tempóban cammog. Sokkhatásként érte őket a felismerés, hogy megelőzte őket riválisuk, a Swiss Bank, mivel jóval korábban nyitott a modernizáció felé, és felvállalta a származékos ügyleteket. Az 1990-es évek közepére a UBS ellentámadásba lendült egy sereg agresszív bróker felvételével. Mathis Cabiallavetta, a svájci bankélet joviális hercege, aki egészen a vezérigazgatóságig vitte, mindenáron vissza akarta vezetni a bankot a csúcsra, és szabad kezet adott gyorstüzelő brókereinek. A mohón növekedni vágyó bankot 1995 szeptemberében meggyőzte Tannenbaum, hogy fogadja el üzlettársként a Long-Termet. A bank amellett a Merrilltől átcsábított egy malajziai születésű brókert, T. J. Limet, és megbízta azzal, hogy sürgősen lásson hozzá a bank származékos ügyleteinek felfuttatásához. Így aztán 1996-ra minden adott volt ahhoz, hogy a Long-Term végre megvesse lábát az Alpokban.

Egyik napról a másikra a Long-Term lett a UBS legnagyobb ügyfele, s ez a lépés az első évben 15 millió dollárnyi jövedelmet hozott a banknak.[14] Csakhogy, az üzlet alacsony – tipikusan félszázalékos – haszonkulccsal futott, ahogyan a Long-Termnél mindig. Az egyik japán részvényügyleten a Long-Term 22,5 bázispontra alkudta le a bank hasznát, egynegyed százaléknál is kevesebbre. Ranny Goldstein – a UBS származékos részvénykereskedési osztályának nagy szabadságot élvező főnöke – tiltakozott az alacsony haszonkulcsú ügylet ellen: „Ronnie, ezek nem ügyfelek, hanem versenytársak!” Az ősz hajú Goldstein, aki a Yale-en doktorált, és ejtőernyősként szolgált az izraeli seregben, azt dörögte Tannenbaumnak: „Jobb, ha elfelejted a számom. Nem akarok több LTCM-ügyletet!”

Ám a UBS LTCM-mel kötött ügyletei még csak épp akkor kezdtek csörgedezni. Ahogy lazult az ellenőrzés a

UBS-nél, a bank egyre veszélyesebb vizekre evezett. A dologban valójában épp a karizmatikus Goldstein járt az élen, aki egy cowboy kalandvágyával vetette bele magát a kockázatos részvényopció-ügyletekbe. Időközben Tannenbaum arra szőtt terveket, hogy a Long-Termmel való üzleti kapcsolatot magasabb haszonkulcsú termékekre is kiterjeszti. A UBS segítséget kezdett nyújtani a Long-Termnek adóügyekben, ami révén Tannenbaum feleleveníthette barátságát régi kedves salomonos kollégájával, Myron Scholesszal.

A Long-Term lenyűgöző profitjait látva a UBS sajnálni kezdte, hogy korábban nem fektetett be. „Istenem, a legvaskosabb baklövés volt, amit valaha is elkövettünk" – sóhajtott fel a Long-Termet korábban visszautasító Hans-Peter Bauer, a kötvény-, valuta- és származékos osztályok feje. A Long-Term már korábban felfüggesztette az újabb összegek befogadását, *úgyhogy* látszólag becsukódott az ajtó az új befektetők előtt. Némelyik gazdag svájci 10 százalék prémiumot fizetett, csak hogy kivásárolja a régi befektetőket. 1996-ban azonban, tudván, hogy Tannenbaumot szoros barátság fűzi a greenwichi fiúkhoz, Bauer megkérte az üzletkötőt, járjon utána, hátha a barátai esetleg mégiscsak megengednék, hogy a bank befektessen.

A Long-Term akkorra már roppant élénken érdeklődött a UBS iránt, és először a bank buzgó üzletkötőjét próbálta megnyerni. Az alap kész volt eltekinteni az új pozíciók befogadásának szüneteltetéséről hozott döntésétől, és felajánlott az alapból egy szeletet személyesen Tannenbaumnak – bár a bank nem engedte meg, hogy üzletkötője elfogadja. Akkoriban vette tervbe a Long-Term egy fiókalap létrehozását – az LTCM-X-ét, ahogyan elnevezték –, amely különösen magas kockázatú ügyletekbe fektetett be, és Latin-Amerikára koncentrált. A frusztrált Scholes az LTCM-X-ben látta meg a nagy alkalmat,

hogy kibújjon Hilibrand hatalma alól, amelyet egyre nehezebben viselt. Az LTCM-X képével a szeme előtt a cég üzlettársi szerepet kínált fel Roberto Mendozának, a J. P. Morgan egyik alelnökének. Mendoza a Harvardon végzett, és az Egyesült Királyságba akkreditált egyik korábbi kubai nagykövet fia volt. A tervezgetés során Scholes megcsillantotta Tannenbaum előtt egy LTCM-X-nél kínálkozó állás lehetőségét – feltehetőleg többek közt abból a megfontolásból, hogy Tannenbaum megkedveltesse munkaadójával a Long-Termet. A kegyelemdöfést Scholes végül októberben adta meg: közölte Tannenbaummal, hogy az alap a UBS-nek megengedi, hogy nagyobb összeget fektessen be nála, feltéve, hogy hajlandó kibocsátani az ominózus warrantot a Long-Term partnerei részére.

Ősszel Cabiallavetta, a bankelnök Goldsteinnel együtt meglátogatta Greenwichben a partnereket. Akkorra a UBS vezérkara – bár továbbra is igyekezett a Long-Termmel való együttműködését megszilárdítani – tartani kezdett attól, hogy Tannenbaum túlságosan közel került az ügyfelükhöz. „Nem igazán tudjuk, hogy Ronnie a maguk embere vagy a miénk – jegyezte meg egyikük." JM azzal nyugtatta meg őket, hogy azt mondta: „Ron jó ember."

A partnerek rég nem látott rokonukként üdvözölték Cabiallavettát. A találkozón csaknem az összes partner részt vett, kivéve Mertont, akinek a Harvardon volt elfoglaltsága, és Haghanit, aki átrepült ugyan Londonból, de ki-be rohangált JM irodájába, hogy megoldjon valami vészhelyzetet. Amikor Cabiallavetta az európai pénzügyi integráció kilátásairól faggatózott, JM Mullinsszal tartatott kiselőadást, lenyűgözve a svájcit. Egyedül a Long-Termnek volt saját jegybankára. A tárgyaláson a warrantügyről kevés szó esett, de Tannenbaum a novembert egy feletteseinek bemutatandó jelentés elkészítésével töltötte. A vezérfonalat egyenesen a Black-Scholes-modellből vette. Az opcióértékelési formula kulcsténye-

zője a volatilitás. Márpedig a Long-Term kivételesen egyenletes teljesítményi nyújtott. Sőt 1996 volt az addigi legstabilabb éve. Így aztán egy Black-Scholes-hívő bróker kész lett volna az alapra viszonylag alacsony prémiumért vételi opciót kiírni. Scholes sportszerűen ennél némileg magasabb prémiumot ajánlott fel. Más szóval: élve a feltevéssel, hogy a Long-Term eredménye egyenletes marad, a UBS *25* millió dolláros azonnali nyereséget könyvelhet el. Goldstein elszörnyedt: „Ronnie, a sokszorosát bukhatjuk ennek!" – tiltakozott. Az egész ügylet a Black-Scholes-modell Achilles-sarkán egyensúlyozott: azon a feltevésen, hogy a volatilitás állandó. Ha a Long-Term cikcakkos pályát futna be a warrant hétéves élete alatt, a UBS masszív veszteségeket szenvedhet el.

Tannenbaum meggyőző üzleti elemzést készített. A warrant előnyeit nagyrészt a kapcsolatépítésre támaszkodva ecsetelte, kifejtve, mennyit profitálhatna a UBS azon, ha a Long-Term üzlettársává válna, bepillantást nyerne az alap ügyleteibe, és így tovább. „Az LTCM megbízásai jelentősen felgyorsíthatják a UBS ismereteinek elmélyülését a portfóliómenedzsment, kockázatmenedzsment és dinamikus tőkeelosztás területén" – írta az üzletkötő. Ha Tannenbaum mindezt tényleg elhitte, akkor hitével egyedül maradt a Wall Streeten. Akárhogy is, fűtötte a vágy, hogy egy évtizeden át része lehessen a Long-Term csapatának. Még mindig kedvtelve emlékezett vissza, hogyan kezdték az üzletel Hilibranddel, „a legragyogóbb koponyával az üzletben". Tannenbaum persze nem volt más, mint egy üzletkötő, akinek vajmi ritkán van joga a nagyobb ügyletek jóváhagyásához. Az üzletkötők gyakran túlságosan közel kerülnek ügyfelekhez, a döntés felelősségét éppen ezért viselik a magasabb rangúak. Mindennek dacára – bár semmit nem írtak alá – Scholes warrantjáról az év végére már a UBS vezető brókerei és menedzserei is hallottak.

A Long-Term 1996-ban 57 százalékot keresett (41 százalékot a partnerek díjainak levonása után), hála a japán átváltható kötvényeknek, bóvlikötvényeknek, kamatlábswapoknak és – újfent – az olasz kötvények kamatréseire kötött magas tőkeáttételű ügyleteknek. Emellett amikor a francia kötvényekkel a németekénél magasabb árfolyamon kezdtek kereskedni (ami azt jelezte, hogy Franciaország kisebb inflációs kockázatot hordoz, mint Németország), a partnerek okosan és sikeresen Németország viszonylagos feléledésére fogadtak. Az alap 1996-os teljes nyeresége döbbenetes összeg: 2,1 milliárd dollár volt.[15] Alihoz, hogy a szám jelentőségéről fogalmat alkothassunk, elég annyi, hogy ez a néhány, a külvilág előtt teljesen ismeretlen bróker, kutató és elemző e hallatlanul rejtélyes és titokzatos üzletben dolgozva többet keresett, mint a McDonald's a hamburgereivel világszerte, többet, mint a Merrill Lynch, a Disney, a Xerox, az American Express, a Sears, a Nike, a Lucent vagy a Gilette – csak hogy néhányat említsünk a legjobban menedzselt amerikai cégek és a legjobban csengő márkanevek közül.

Mi több, ezt a teljesítményt félelmetesen alacsony volatilitással produkálták. 1996-ban egyszer sem szenvedett a Long-Term havi szinten 1 százalékosnál nagyobb veszteséget.[16] Hilibrand, Haghani és Hawkins számára az eredmények meggyőzően igazolták, hogy a diverzifikáció bevált. Az alap szerteágazó ügyletei egy szimfónia tökéletességével csengtek egybe, akárcsak az egymástól független kockadobások vagy Merton egyik modelljének véletlenszerűen viselkedő kártyái.[17] „Sehogy sem tudjuk a kockázatot [értsd: volatilitást] elég magasra tornászni – mondták a brókerek az egyik barátjuknak, mintegy saját elméletüktől lenyűgözve. – Most kezdjük csak igazán látni a diverzifikáció erejét."

Csupán Meriwether maradt higgadt, aki több vihart élt már át, mint partnerei. Egy Londonban tartott évzáró

összejövetelen a Long-Term látványos első három éve előtt kalapot emelt Costas Kaplins, JM egyik hajdani brókere a Salomon Brothersnél, de JM elhárította a gratulációt. Szerényen csak annyit felelt, hogy legalább hatévnyi eredményes működésre lesz szükségük ahhoz, hogy biztosan állíthassák, beválik a Long-Term formulája. Talán Meriwether megérezte, hogy a partnerek szerencsés éveket fogtak ki – szokatlanul hosszúra nyúló, balzsamos napsütést. Mintha a közelgő vihartól tartana, a Long-Term megkérte befektetőit – akik immár nagyjából százan voltak –, tolják ki az időpontot, amelytől kezdve pénzt vonhatnak ki az alapból. Akik ehhez nem járulnak hozzá, hazavihetik a pénzüket. (Senki sem tette.) Ez a Long-Termnek plusz védelmet nyújtott az ellen, hogy a befektetői valaha is tömegesen akarjanak az alapból kivonulni.

A rivális bankok és konkurens alapok révén ömlött a pénz az arbitrázsüzletbe – újabb okot adva JM számára az elkomorodásra. Az új pénz – ezt ő tudta – összébb húzza a kamatréseket; bár legutóbbi nyereségeit a Long-Term többek közt éppen e friss tőkének köszönhette. A kamatrések szűkülésével viszont nehezebb újabb lehetőségeket felkutatni.

Araikor az év végén levelet írt a befektetőknek, JM volt a megfontoltság mintaképe. A Long-Term eredményei abból származtak, hogy „számos kulcsfontosságú befektetésünknél a vártnál gyorsabb volt a különbözetek szűkülése” – jegyezte meg. Ennek köszönhetően „az 1996-os éves nettó hozamokjóval túlszárnyalták az alapkezelő év eleji várakozásait”.

Mindez semmijót nem ígért. Minthogy a Long-Term ügyleteinek kamatrése összeszűkült, az efféle ügyletek kevesebb profitlehetőséget kínáltak a jövőben. Amellett az alap képtelen volt elég gyorsan új üzleteket felkutatni ahhoz, hogy lépést tartson gyarapodó tőkéjével. JM felettébb szerényen azt jósolta, hogy a rakéta vissza fog

térni a földre. „Jelenlegi, bár szükségképpen pontatlan becsléseink szerint az 1997-ben várható nettó hozam vélhetően jelentősen alatta marad az 1996-osnak, bár a valós eredmények előrejelzéseinktől döntően eltérhetnek akár pozitív, akár negatív értelemben – ideértve a veszteségességet is."[18]

6. Nobel-díj

„Minden tudományos törekvés ellenére a közgazdaságtan még mindig inkább művészet, semmint tudomány."
Robert Kuttner

Akár hajlandó volt a Long-Term elismerni, akár nem, a kötvényarbitrázs titka kitudódott. Az 1990-es évek végére a játékba kisebb-nagyobb mértékben minden Wall Street-i bank beszállt. A legtöbb külön arbitrázsrészleget tartott fenn, amelynek brókerei a piacokat árgus szemmel fürkészve mindenfelé pénzkeresési lehetőség után kutattak. A Greenwichben termelt fantasztikus haszontól megszédülve a Long-Term által gyűjtögetett aprópénzért a többi bank is elkezdett lehajolgatni. Mindennek következtében óhatatlanul összeszűkültek az eleinte vonzó profittal kecsegtető kamatrések. A Long-Term nyomában mindig isjó pár utánzója lihegett, de most az utóbbiak soha nem látott sebességgel kezdtek felzárkózni. Alighogy megnyílt valahol egy kamatrés, azonnal lecsaptak rá a rivális brókerek. „Utolértek minket panaszkodott Rosenfeld. – Mire előkészítettünk egy ügyletet, és eljutottunk odáig, hogy belevágjunk, már el is tűnt a lehetőség."[1]

A céget Meriwetherjellemző módon új területek meghódítására buzdította. A különítmény már a Salomonnál is folyton mozgásterének kiterjesztésére törekedett. Átváltot-

tak a swapkamatrésekről a jelzálogalapú értékpapírokra, betörtek a bóvlikörvény-piacra és az európai kötvényekére. Visszatekintve, ezek a lépések tétova tipegésnek tűntek, nem új és merész ugrásoknak. Csakhogy a partnerek tapasztalata – legalábbis saját szemükben – meghazudtolni látszott a bölcsességet, miszerint veszélyes megpróbálni a sikert ismeretlen terepre átültetni. A tulajdonosok bíztak a modelljeikben, és számítógépeiket egyszerűen újraindították a szűz területeken.

1997-re elenyésztek a nagy kockázatú leányvállalat, az LTCM-X tervei. (Mendoza, a Morgan alelnöke végül úgy döntött, nem fogadja el a Long-Term által felkínált partnerséget.) A partnerek ehelyett azon gondolkodtak, hogyan bővíthetnék ki – akár a nyilvános piacokon túlra merészkedve az eredeti alapot. A Long-Term szemszögéből az értékpapírüzlet legfőbb hátulütője annak alapvető nyitottsága volt. Bárki megvehetett egy kötvényt vagy lemásolhatta mások ügyleteit. A partnerek zárkózott stílusához nem illett a piacok nyers demokráciája. Egyre inkább foglalkoztatták őket a pénzügyi üzlet tartósabb, kevésbé likvid befektetései, amelyek rejtve maradnak a leskelődök szeme elől.

Merton közös vállalkozást tervezgetett a Banca Nazionale del Lavoróval (BNL), az egyik nagy, pénzkezelőrészleget működtető olasz bankkal azzal a szándékkal, hogy kisbefektetőkhöz vigyék el a befektetési alapokat. Az elképzelés szerint a BNL intézményi hátterét és a Long-Term tudományos tekintélyét összeházasítva kínálhattak volna termékeket az utca emberének. Merton, aki naivul hitt a tökéletes piacokban, ragaszkodott a kisembernek szóló „optimális portfóliók” ötletéhez. Giovanninit, a Long-Term tősgyökeres olaszországi ügynökét bízták meg az előkészületek koordinálásával, míg Gennotte-ot átmenetileg Rómába költöztették, hogy a BNL-lel kidolgozza a részleteket. Időközben a J. P. Morgan további diverzifiká-

cióra sürgette a Long-Termet. A Morgan menedzserei úgy érezték, hogy a partnereknek meg kell oldaniuk, hogy a tőkeáttét sokszorozó hatását szellemi képességeikre is alkalmazzák – vagyis tehetségüket és módszereiket a fedezeti alapok szokványos keretein túl is próbálják meg kamatoztatni. A partnerek csendben elkezdték kidolgozni egy biztosítási vállalkozás terveit.

Míg efféle nagy vállalkozások előkészületei lassan haladtak a maguk útján, a Long-Termre sürgető nyomás nehezedett: a befektetésre váró pénzét ki kellett helyeznie valahová. 1997-re a cég eszközállománya meghaladta az 5 milliárd dollárt. Ha ragyogó hozamszintjét fenn akarta tartani, a Long-Termnek muszáj volt a tőkéjét befektetni. A Long-Term számítógépei azonban nem találtak lehetőségeket. Merész húzással az alap ekkor berobbant az üzleti célú ingatlanokra adott jelzáloghiteleken nyugvó kötvények piacára – az utóbbi egészen más jellegű terület, mint az IO-k és a PO-k piaca, amelyek mögött lakáscélú ingatlanok hitelei állnak. A Long-Termnek olyan döbbenetesen nagy volt az étvágya, hogy az üzleti jelzálogkötvények piacát teljesen átformálta: a piac kötvénykibocsátási összértéke évi 30 milliárd dollárról hirtelen 60 milliárdra emelkedett. Hilibrand soha nem állította, hogy ért az üzleti jelzáloghitelekhez; egyszerűen úgy érezte, a cég itt is élre törhet a finanszírozási fronton. „Képesek voltak a kamatrést minimális kockázat mellett zsebre tenni – mondta egy jelzálogbróker. – A rés hajszálnyi volt, de a Long-Term óriási tőkeáttétellel rendelkezett." Ez volt a cég univerzális fegyvere; ahová csak tudták, magukkal vitték kedvenc varázsszerüket.

Csakhogy az üzleti jelzálogpiac viszonylag kis falatnak számított. A tőzsdei részvények jóval nagyobb és ígéretesnek tűnő távlatot nyitottak. A részvénypiac szabad préda volt, mivel a legtöbb bróker, aki a Long-Term matematikai apparátusával dolgozott, a részvényektől természettől

fogva ódzkodott. A kötvényértékelést jól lehet matematikai módszerekre szűkíteni, a részvényértékelés ellenben sokkal szubjektívebb. A Wall Street (a területtel foglalkozó közgazdászokkal együtt) a részvénypiac előrejelzésére számos modellt fejlesztett ki, csakhogy akármilyen rafináltak és csiszoltak voltak ezek a képletek, egyik sem működött. A részvényárak rövid távon ki vannak téve a gyakran érzelmi alapon cselekvő brókerek szeszélyeinek, hosszú távon pedig a gazdasági teljesítmény befolyásolja azokat. Márpedig ez utóbbi roppant bizonytalan tényező, és közismerten nehéz előre kiszámítani. Olyan mérlegelést kívánt – nem pusztán matematikai jellegűt –, amelyre mindaddig egyetlen számítógép sem volt képes. Ahogy egyszer a neves közgazdász, Burton Malkiel megjegyezte: „Még maga a Mindenható sem ismeri egy részvény helyes P/E hányadosát*."[2] A Long-Term Capital azonban tudta – legalábbis merészen elhitette magával –, hogy modelljeit a részvények világába is átültetheti.

Haghani régóta tanulmányozta a részvényeket (különösen az európaiakat), és úgy gondolta, a terep kellőképpen érett a szükséges modellező képességekkel felszerelt cég számára, és ami a fő: nem szükséges hozzá a konkrét részvényekre vonatkozó elemzés zűrös részleteibe belebonyolódni. Rosenfeldben már a Salomonnál felvetődött a részvényarbitrázs gondolata. Vonzó előnynek tűnt, hogy (legalábbis ahogyan Rosenfeld vélte) nem volt összefüggés a részvényarbitrázs és a kötvényarbitrázs között. Rosenfeld, aki mindig is Merton tanítványa volt, véletlenszerű befektetési mintát akart, és nehéz volt elképzelni, hogy a

* A P/E ráta a részvény árfolyama és az egy részvényre jutó eredmény hányadosa. Az érték ismeretében, megfelelően előrejelezve a cég várható eredményét, meghatározható a helyes elméleti árfolyam. Ennek tudatában érdemes arról dönteni, hogy az aktuális piaci áron venni vagy eladni kell – *a magyar kiadás lektora.*

részvények hozamkülönbözete ugyanakkor nőne, mint a jelzálogkötvényeké vagy az európai kötvényeké.[3] A részvények birodalma külön világnak tűnt. A manőver lényegénél fogva nem az üzlet kis léptékű kiterjesztését jelentette, hanem radikális, kockázatos kísérletet.

Haghani kutatásai során az úgynevezett részvénypárokra koncentrált. Több európai részvény kétféle változatban létezett. A Volkswagennek volt például egy közönséges részvénye és egy szavazási előjogokat biztosító elsőbbségi részvénye. Hasonló volt a helyzet a BMW-nél. Haghani szintén megvizsgálta az olyan összefüggő (de nem azonos) profilú részvényeket, mint például a Telecom Italia és leányvállalata, a Telecom Italia Mobile vagy a Louis Vuitton és a Dior papírjait. A részvénypárok egyik tagjával valamilyen oknál fogva a másiknál alacsonyabb áron kereskedtek. A részvényügyleteket egy szintén az MIT-n végzett közgazdász, David Modest modellezte, de Haghani vezényelt. „Modest azt tette, amire Victor kérte – jegyezte meg az egyik bennfentes. – Viktor azt mondta: »gyerünk, add el rövidre ezt és ezt«, és Modest kidolgozta a megoldást."

A párosított részvényekkel kötött ügyletek nem számítottak tökéletes arbitrázsnak, mivel az ügyletek két oldala soha nem volt teljesen egyenlő. A Volkswagen elsőbbségi részvénye valóban többet ért a közönséges részvénynél, különösen azért, mivel Európában – szemben Amerikával – a vállalati vezetők nem érezték kötelességüknek, hogy minden részvényest fair módon kezeljenek. Senki sem tudta pontosan megmondani, mekkora a „jogos" prémium, legfeljebb azt, hogy például a Volkswagen esetében túlzónak tűnt egy 40 százalékos különbség. Csakhogy modellek ide vagy oda, az árfolyamrések megmaradhattak, vagy akár tovább tágulhattak. Az efféle bizonytalanságok miatt a legtöbben csak visszafogottan vettek részt a párosítottrészvényügyletekben. Csakhogy a maga pénzzel teli kasszájával a

Long-Term elvesztette arányérzékét – mint aki mindig százdollárossal fizet az ebédért, és soha nem kéri a visszajárót –, kiveszett a cégből a mértéktartás képessége.

Haghani és Modest talált nagyjából tizenöt részvénypárt, és Haghani szédületes tétekben fogadott ezekre. A kedvence a Royal Dutch/Shell volt, amely két tőzsdén jegyzett vállalat – a Royal Dutch Petroleum of the Netherlands és a Shell Transport of England – tulajdonában állt. Bár a Royal Dutch és a Shell ugyanabból a forrásból szerezte a jövedelmét, a Royal Dutch/Shell osztalékaiból, az angol céggel történelmi viszonylatban 8 százalékos diszkonttal kereskedtek holland üzlettársához képest. A két cég részvényeit külön befektetői csoportok birtokolták, és tipikusan a holland részvény volt a likvidebb. Az árkülönbségnek azonban nem volt nyomós oka. Haghani úgy gondolta, hogy ahogy Európa gazdaságilag lassan egységesül, egyre kevesebbet számítanak a nemzeti különbségek, és a Royal Dutch és a Shell közti árrés csökken. Ez volt az általános nézet.

Csakhogy Haghani pozíciója elképesztő volt. A Long-Term 2,3 milliárd dollár értékben fogadott (fele pénzen a Shellből hosszú, a másik felén a Royal Dutchból rövid pozíciót épített) arra, hogy az árrés csökkeni fog – persze mindenféle biztosíték nélkül. Egy ekkora pozíció a gyakorlatban teljességgel illikvid volt.

A közhiedelemmel ellentétben általában semmi baj nincs a nem likvid értékpapírokkal – hacsak olyan helyzetben nincs valaki, hogy sürgős eladásra kényszerül. Márpedig a magas tőkeáttéttel dolgozó Long-Term pontosan ilyen helyzetben volt – mint láttuk, a magas tőkeáttétű befektetők rémisztő sebességgel képesek veszteségei felhalmozni. Erre a gyakran megerősített igazságra fittyet hányva Haghani irdatlan méretű üzletet kötött kölcsönpénzen. Zaklatott volt apja egészségi állapota miatt, aki az év folyamán később meghalt, és zaklatott a kötvényarbitrázs sorvadó lehetőségei láttán. Mindennek ellenére a

Royal Dutch/Shell ügylet nagyságára mégsem lehet más magyarázatot találni, mint hogy Haghani hinni kezdett saját legyőzhetetlenségében. „Nevetségesen nagy volt" – mondta az egyik Wall Street-i bank vezetője. A Goldman Sachs szintén felvállalta az ügyletet, és a banknál úgy vélték, jó lóra tettek. A Long-Term pozíciójának volumene azonban tízszerese volt a Goldmanének.

Az Atlanti-óceán amerikai partján Hilibrand szintén nagy erőkkel dobta be magát a részvényüzletbe. A Long-Term már 1995-ben belekóstolt a „kockázati arbitrázsként" is emlegetett fúziós arbitrázsba, amely a bejelentett fúziók sikeres befejezésére való fogadást jelenti. 1995-ben például, amikor a Westinghouse belement, hogy felvásárolja a CBS-t, az utóbbi árfolyama húsz százalékot ugrott a tőzsdén, s elérte a részvényenkénti 78 dollárt. Ez az ár azonban még mindig elmaradt a fúziós szerződésben meghatározott 82 dolláros ártól. Így aki a bejelentés után vásárolt CBS-részvényeket, 5 százalékos nyereségre számíthatott – feltéve, hogy a fúzió megvalósul. Persze ha meghiúsul a fúzió, a CBS-részvények teljesen elveszthetik az egész addigi 20 százalékos nyereséget. Márpedig a fúziók olykor tényleg meghiúsulnak.

Mivel egy fúziót hallatlanul sok körülmény szabotálhat, a fúziós arbitrazsőröknek ügyes ezermestereknek kell lenniük – mindent tudni kell a cégekről, az iparágaikról, a pénzügyi helyzetükről, a versenyszabályozásról, egyéb jogi megkötésekről és általában a piaci helyzetről. A szükséges tapasztalatok miatt a szakértők egy csoportja nem dolgozik semmi máson, csak fúziós ügyleteken. A legjobbak közülük kényes ízlésűek; szakértelmük abban rejlik, hogy képesek kiválasztani azt az egynéhány ügyletet, amelyek nagy eséllyel sikerrel zárulnak. A Long-Term a dologhoz egészen más úton közelített. Minthogy professzorai nem tekintették magukat az egyes részvényekre nézve szakértőnek – valójában abban hittek, hogy a rész-

vényeknek véletlenszerű ajövőbeni sorsuk –, az alap meg sem kísérelte kiválasztani a győzteseket. Egyszerűen vett egy piaci kosarat, illetve az összes részvényt megvette, ami biztonságos fogadásnak ígérkezett.

A partnerek megvitatták egy kockázatiarbitrázs-szakértő felvételének lehetőségét, de végül ellene döntöttek. Hilibrand közben egymás után vásárolta fel a fúziós részvényeket. Ráadásul ezt roppant nagy tételekben, magabiztosan tette, dacolva féltucatnyi partner növekvő ellenérzésével. Scholes és Merton szerint a fúziós arbitrázs – különösen ilyen nagy arányokban – rendkívül kockázatos, annál is inkább, mivel a Long-Term olyan területre merészkedett, ahol semmiféle tapasztalattal nem rendelkezett. Meriwether és brókerei töviről hegyire ismerték a kötvényvilágot. A fúziós arbitrázsban JM nem tudott semmi pluszt felmutatni, amivel előrukkolhatott volna, sőt a Long-Term vetélytársainak volt előnye az alappal szemben.

A Long-Termen belül kemény vita dúlt a fúziós arbitrázs körül. Meriwether úgy vezette a vitát, mint valami szemináriumot, helyt adva mindegyik nézőpontnak. Bizonyos értelemben az utóbbi nagy hiba volt: JM soha nem állt a sarkára. Ilyen hosszú és gyümölcsöző üzlettársi viszony után képtelen volt beavatkozni a két fenegyerek brókere, Hilibrand és Haghani ellen. JM-ben személyes hűsége fölébe kerekedett a portfolió biztonságára vonatkozó megfontolásoknak – ami végzetes hiba egy kockázatmenedzser részéről. „A partnerek közt messze ez volt a legellentmondásosabban megítélt üzlet – ismerte el Eric Rosenfeld. – Sokan érezték úgy, ki kellene maradnunk belőle, mivel a terület annyira információérzékeny, és az információkra építő kereskedés nem tartozott az erényeink közé.”[4]

A cég minden bizonnyal ki is maradt volna belőle, ha az általános népszerűségnek örvendő Rosenfeld ellene foglal állást (Meriwether ritkán hozott döntést anélkül, hogy régi

pártfogoltjával és bizalmasával ne konzultált volna). Rosenfeld viszont szintén inkább Hilibrand és Haghani felé húzott, és a többiek végül beadták a derekukat.

A veterán arbitrazsőröknek hamar szemet szúrt, hogy új szereplő lépett a játékba, amely óriási és nem válogat, vagy ahogy Rosenfeld fogalmazott: nem „információérzékeny". A Long-Term ekkora tételekben vásárolva annyira felverte a fúziós részvények árát, hogy az árfolyamrés egészen minimális nyereséget kínáló szintre zsugorodott. Mint általában, a Long-Term beérte viszonylag csekély árrésekkel, mivel hozamait tőkeáttéttel kívánta megsokszorozni. Az ember mégis elámul a Long-Term pimaszsága láttán, ahogy becsörtetett a Wall Street egy olyan zugába, amely addig a hosszú évek alatt megedződött veteránok háborítatlan magánterülete volt, és egyik napról a másikra átírja a terület gazdasági törvényeit. A Long-Term olyan gorilla volt, amely maga írta a törvényeket, bárhova is ment.

Egy este Hilibrand, JM és Mullins együtt vacsorázott Daniel Tischsel, a neves kockázati arbitrazsőrrel, aki a híres befektető, Larry Tisch fia. Tischnek az volt a benyomása, hogy a Long-Term pusztán matematikai alapon közelít az üzlethez – ami nem is csoda, hiszen Hilibrand tényleg az ár- és kamatrések nyelvén fejezett ki minden pénzügyi rejtélyt. A kockázati arbitrázsban az árrések durván 4 százaléktól 10 százalékig terjedtek, vagyis jóval meghaladták a kötvényeknél szokványos szintet. „A mi üzletünk roppant vonzónak tűnik az ő üzletük mellett, ahol mindössze néhány bázispontért kereskednek – jegyezte meg Tisch. – Az egyetlen bökkenő, hogy ha valaki egy államkötvénynél melléfog, a kamatrés mondjuk fél ponttal nőhet. Ha viszont valaki a kockázati arbitrázsban téved, pozíciója értékének akár a felét is elvesztheti." Röviden tehát a fúziós arbitrázsban azért voltak a kötvényekénél sokkal szélesebbek az árrések, mert itt jóval nagyobb lehet a veszteség mértéke. Tisch azzal az érzéssel távozott, hogy a Long-

Term nem tudja, mibe ártja bele magát. A területen a cég egyszerre volt lényegében teljesen tapasztalatlan és rendkívül magas lőkeáttételű – ez pedig veszélyesen robbanékony elegy. Terrence Sullivan, aki a Shaker Heights érdekeit képviselte a Long-Termnél, másodkézből értesült a Long-Term beszállásáról a kockázati arbitrázsba, és elképedt, milyen messzire tévedt az alap a saját háza tájától.

A CBS mellett a Long-Term legnagyobb pozíciója az MCI Communications volt, amely 1996-ban igent mondott a British Telecom felvásárlási ajánlatára. A CBS-nek és a MCI-nak sűrű jogi útvesztőkön kellett magát átküzdeni, és mindkét fúzió tovább húzódott a vártnál. A CBS esetében a Long-Term még akkor is tovább vásárolta a részvényeket, amikor azok a fúziós árat 62 centnyire megközelítették. Az alap hússzoros tőkeáttéttel bonyolította az ügyletet – anélkül, hogy a fúziót illetően bármi konkrét ismerettel rendelkezett volna. „Buldózerek előtt hajolgatva szedegetitek az aprópénzt" – figyelmeztette Rosenfeldet egy baráti pénzkezelő a kockázatra utalva, amely valamelyik fúzió kisiklása esetén leselkedik rájuk. A CBS-fúzió végül sikerrel lezárult, ami csak még több hasonló ügyletre ösztönözte a Long-Termet. Az alap portfóliójában a fúziós ügyletek száma harmincra gyarapodott.

Az olvasókban talán felötlött, hogyan kölcsönözhetett annyit a Long-Term részvényvásárlási célokra. A Fédéral Reserve Board a „T-szabálynak" nevezett rendelkezésében határt szab a részvényekre felvehető brókerkölcsönöknek, az úgynevezett letéti hiteleknek. Az utóbbi huszonöt évben a letéti hitelek maximális arányát a Fed a teljes befektetés 50 százalékában állapította meg.

Amikor a Long-Term részvényeket vásárolt, természetesen neki is eleget kellett tennie a T-szabálynak. Csakhogy a Long-Term többnyire anélkül építette ki részvénypozícióit, hogy a tulajdonképpeni részvényeket megvásá-

rolta volna. Ehelyett az alap a részvények viselkedését utánzó származékos ügyleteket kötött. Ha például a Long-Term 100 millió dollárnyi CBS-részvény hozamát akarta megkeresni, akkor jegyzett mondjuk egy „swap" kontraktust a Swiss Bank Corporationnél. A Long-Term szerződésben vállalta, hogy évente rögzített összeget fizet a banknak a 100 millió dollár után, mintegy kamatként, a bank pedig vállalta, hogy kifizeti a Long-Termnek azt a nyereséget, amelyet az a valódi részvények megvásárlásával kereshetett volna. (Ha a részvények esnek, a Long-Term fizet a Swiss Banknak.) A Swiss Bank kockázatát alighanem a valódi részvények vásárlásával fedezte le, de az már nem a Long-Term dolga volt.

JM-nek és partnereinek pusztán annyi számított, hogy hatalmas összegeket fektethettek a CBS-be, anélkül hogy akár csak egy centet is le kelleti volna tenniük az asztalra, és eleget tenniük a szokványos bejelentési kötelezettségeknek. Ráadásul a T-szabály ellenére az ügylet teljesen legális volt. A Fed végül is pusztán a részvények vásárlására felvett kölcsönöket korlátozta, a Long-Term pedig nem vásárolt semmit, csupán fogadásokat kötött a részvényárak elmozdulásának irányára – ami végeredményét tekintve teljesen egyre ment.

A Wall Street akkor már jó egy évtizede használt részvényswapokat a T-szabály megkerülésére, de az utolsó években rendkívüli módon megszaporodtak az efféle ügyletek. Amellett a bankok egyre nyíltabban segítettek a cégeknek a letéti szabályok kijátszásában. A származékos ügyleteket egyáltalán nem erre találták ki, tulajdonképpen egészen ártatlan céllal születtek. Az 1970-es és 1980-as években a befektetési bankárok úgy vélték, hogy az egyszerű szerződések – kontraktusok, származékos ügyletek vagy hívjuk azokat bárhogy – hatékonyabb eszközei lehetnek a kockázat átruházásának, mint a valós értékpapírok adásvétele. A származékos ügyletek kora előtt

például a legtöbb család nem tudott kitörni a fix kamatozású jelzáloghitelek szorításából. Ha egy háztulajdonos szívesebben fizetett volna a mindenkori kamatlábak szerint (vagyis fogadott volna némi kockázattal a kamatlábak jövőbeli csökkenésére), nem volt módja ezt megtenni. A bank kizárólag fix kamatozású kölcsönt nyújtott mindenkinek. Mindez érthető volt, hiszen a jelzálogbank is fix kamatot fizetett a saját pénzéért. Igen ám, de a származékos szerződésekkel (Merton egyik kedvenc példája szerint) a bank a fix kamatozású hitelt változó kamatozásúvá alakíthatta. Az ötlet mögött az a zseniális felismerés áll, hogy minden ügyféllel szemben létezik valaki, akinek épp ellentétesek az igényei. Például egy olyan vállalat, amely sok évre előre tervez felvenni éves lejáratú kölcsönöket, és inkább bízik a fix kamatokban. Milyen szép lenne, ha kicserélhetné a fix kamatozású kölcsönt törlesztő család és a változó hitelköltségekkel szembenéző vállalat a maga kölcsöneit! Hála a származékos ügyleteknek, ezt megtehették. (Nem mintha tudnának róla, mi történik; köztük természetesen a bank közvetít.)

Az első modern swapot 1981-ben szerkesztették meg. Az IBM-nek voltak svájci frankban és német márkában jegyzett kötvényei, és adósságát dollár elszámolásúra akarta alakítani. David Swcnsen – aki a Yale-en szerzett doktorátusával frissen érkezett a Salomonhoz – felvetette, hogy talán egy másik kölcsönfelvevőt meg lehetne győzni arról, hogy olyan kötvényeket bocsásson ki, amelyek attól eltekintve, hogy dollár alapúak, azonosak az IBM-ével. Az egyik kézenfekvő választás a Világbank volt, amely szerette adósságát különféle valutákban tartani. Azért, hogy ehhez kedvet csináljon, a Salomon némileg a piaci árak alatti kamatlábat kínált fel a banknak. A két hitelfelvevő cserélt: az IBM megkapta a dollárkötvényeit, a Világbank pedig a külföldi valutákon alapulót; és voilá! – megszületett a swapok világa.

Az üzlet növekedésnek indult – először lassan, majd exponenciálisan. A bankok hamarosan swapügyleteket kötöttek különféle valutákra, kamatlábakra, részvényekre és bármilyen a jövőben befolyó pénzösszegekre, amelyeket ki lehetett egymással cserélni. 1990-ben 2000 milliárd dollárnyi élő kamatlábswap (amely a csereügyleteknek csak egyik fajtája) létezett. 1997-re a teljes swappiac elérte a mintegy 22 000 milliárd dolláros volument.[5] A hihetetlen növekedés egyik – nagyrészt nem szándékolt – mellékhatása volt, hogy egyre homályosabbá váltak a bankok pénzügyi jelentései. A származékos ügyleteket a jelentésekben nem volt kötelező a kívülállók számára átlátható módon feltüntetni. Ahogy az ügyletek értéke nőtt, a bankok mérlege egyre kevesebbet fedett fel teljes kötelezettségeikből. Az 1990-es évek derekára sok közepes méretű bank pénzügyi jelentésére is áthatolhatatlan köd borult.

A bankárok túlságosan elmerültek a pénzcsinálás fáradságaiban ahhoz, semhogy a kockázatokkal törődjenek, vagy hogy a gyorsan növekvő üzletágban holmi vacak jelentésekkel vesződjenek. A jelenség ellen szót emelők figyelmeztetését – például az 1980-ban a Salomonnál dolgozó neves közgazdászét, Henry Kaufmannét – nem hallotta meg senki. Kaufmann így mesél:

> „Még mindig jól emlékszem, amikor Meriwether csapata megkeresett, és belevágtunk a kamatlábswapokba. Állandóan visszatérő kérdés volt, milyen korlátot szabjunk ezeknek az ügyleteknek. Egyre nagyobb és nagyobb pénzekkel folytunk bele az üzletbe. Ha elértük az 1 milliárd dollárt, továbbmentünk 2 milliárdra, aztán rövidesen 5 milliárdra. Soha semmilyen elemzési apparátusunk nem volt arra nézve, milyen messzire mehetünk el."

1995-re, amikor Meriwether brókerei a Long-Termnél boldogan dőlhettek hátra a karosszékben, 650 milliárdra rúgott a csoport származékos ügyleteinek összértéke.

Két éven belül a szám megduplázódott, elérve a döbbenetes 1250 milliárd dollárt. Mivel a Long-Term (és mindenki más) jelentései roppant homályosak voltak, nem lehetett tudni, hogy egy-egy származékos ügylet kapcsán mekkora kockázatnak van a cég kitéve. Mivel pedig sok származékos kontraktus inkább csak más származékos ügyletek kinullázására kötött fedezet szerepét töltötte be, a Long-Term valós kitettségét képtelenség lett volna pontosan megítélni. Csak annyi látszott biztosnak, hogy gyorsan növekszik – ahogy minden cégé a Wall Streeten. Csaknem észrevétlenül az egész Wall Street masszív bizalmi játékba kezdett, amelyben a bankok minimális mértékű vagy egyáltalán semmilyen induláskori kifizetést nem igénylő szerződések kibogozhatatlan hálójával kapcsolódtak össze.

A hatóságok egyre nagyobb aggodalommal figyelték az eseményeket. Az 1990-es évek közepére a Wall Streeten megszokottá vált az évenkénti egy-két „származékos sokk". Egyik napról a másikra még egészségesnek tűnő bankok vagy intézmények váltak füstté a rejtett származékos terhek miatt. Az Orange County, a Bankers Trust, a Barings Bank, a Metallgesellschaft, a Sumitomo Corporation és mások hirtelen és súlyos veszteségeket jelentettek be. Az egyedi traumák számának növekedésével a hatóságokat nyugtalanítani kezdte egy, az egész rendszert megrázó, esetleges sokk rémképe: attól tartottak, elég meghúzni a megfelelő szálat, és kártyavárként omlik össze minden. Igen ám, de vajon létezett-e ilyen szál? Volt-e olyan cég, amely a Wall Streettel annyira összefonódott, hogy bukása ledönthette volna az egész rendszert? Talán csak halványan vetődtek föl az efféle félelmek, de semmiképpen sem voltak légből kapottak. A korábbi pénzügyminiszter, Nicholas Brady szavaival: „Valahányszor valami leégett, ezek az alakok [a származékos brókerek] mindig ott settenkedtek valahol a környéken."[6]

1994 tavaszára, épp amikor a Long-Term belefogott a kereskedésbe, a New York-i Fedet komolyan aggasztani kezdte, hogy a fedezeti alapok olyan könnyen jutnak hitelhez, beleértve a származékos kölcsönöket. Áprilisban a New York-i iroda felügyelete alá tartozó minden bank vezérigazgatóját megkereste levélben Chester Feldberg, a New York-i Fed ügyvezető alelnöke, arra intve a bankárokat: ne dobják félre az megfontoltság erényét, amely történelmileg is kötelezi őket. „Az ügyfelekkel szemben támasztott kölcsönlimit *nélkülözhetetlen* eszköze a hitelkockázat-menedzsmentnek" – figyelmeztetett Feldberg.[7] 1997-ben a hasonló aggodalmak nyomán a Fed tisztviselői számos nagy New York-i bank menedzserével leültek a bankok fedezeti alapokkal való kapcsolatáról tárgyalni.[8] A Fed felügyelői sürgették a bankokat, hogy szigorítsák az ügyfeleik közé tartozó fedezeti alapok ellenőrzését. Meglepetésre a bankok arról számoltak be, hogy ez már folyamatban van.[9]

A származékos ügyletek problémájához a Fed szabályalkotói – az élen Greenspannel, akit elbűvölt az új pénzügyi technikák művészi tökélye – először a laissez-fair szellemében közelítettek. A nyilvános vitákban Greenspan mindig a Citicorpnál dolgozó John Reed vezette bankárok mellett szólalt fel, akik foggal-körömmel küzdöttek azért, hogy megakadályozzák a szigorúbb jelentési kötelezettségek bevezetését. Greenspan még azt is helyeslőn nézte, ahogy a fedezeti alapok – azért, hogy kijátsszák a Fed biztosítékalapú brókerkölcsönökre vonatkozó szabályait – egyre nagyobb mértékben éltek a swapok fegyverével. Bármilyen meglepő, Greenspan a korlátozások teljes eltörlésére tett javaslatot, ahelyett hogy a brókerkölcsön-korlátozásokat igyekezett volna valamilyen formában a származékos világra kiterjeszteni. 1995-ös kongresszusi meghallgatásán beszámolója úgy hangzott, mint egy bankári összegzés. Elképzelését

elbűvölően egyszerű gondolatra építette: arra, hogy a több kereskedés (és ennélfogva a több kölcsön) mindig eredendően jó, mivel növeli a likviditást.

> „Ezen pénzügyi megszorítások eltörlése erősítené az értékpapír-kereskedők biztonságát azáltal, hogy újabb finanszírozási alternatívákra és ennélfogva hatékonyabb likviditásmenedzsmentre teremtene lehetőséget. (...) A Federal Reserve Board a közérdek védelme szempontjából nem látja indokoltnak, hogy szerepet vállaljon az értékpapír-kereskedők által értékpapír-fedezet mellett nyújtott hitelek ellenőrzésében."[10]

Egy kis likviditás csak olajozza a piacok kerekeit. Greenspan figyelmét pusztán az kerülte el, hogy túl sok likviditással a piac szekere a nagy száguldásban az útról könnyen lesodródhat.[11] A túl intenzív kereskedés a spekulációt ösztönzi, és semmiféle piac, legyen az bármilyen likvid, nem képes arra, hogy végszükség esetén az összes potenciális eladónak vevőt szerezzen. Aligha Greenspan volt azonban az utolsó, akit rabul ejteti a gondolat, hogy egy csipetnyivel több „likviditással" örökre elejét vehetnénk az összeomlásoknak.

A Fedet leszámítva egyedül a bankok szabhattak volna gátat a származékos hitelezésnek. Csakhogy kedvező széljárás idején a Wall Street soha nem gyakorol önfegyelmet. A bankok mérlege rendületlenül szökellt az ég felé: az 1990-es évek végére a Wall Street tőkeáttétele 25 volt az 1-hez.[12] A likviditásban lubickoló – ha nem éppen fuldokló – bankoknak muszáj volt helyet találniuk tőkéjük levezetésére. A legcsábítóbb célpontnak a fedezeti alapok számítottak. „Derűs napok jártak – mondja Steve Freidheim, a Bankers Trust brókere és alapkezelője. – Annyit vehettem kölcsön, amennyit nem szégyelltem, és egyre csak lefelé csúsztak a kamatlábak. Folyton azzal hívogattak a bankok, hogy »hé, volna még itt neked ötvenmillió

– mit szólnál még százmillióhoz?«.” Ahogy a bankok megszállottan hajszolták a fedezeti alapokkal való üzleti lehetőségeket, szép csendben enyhítettek követelményeiken, egyre kisebbnek érezve a negatív hírek kockázatát. 1996-ra a Wall Street naponta 500 milliárd dollárnyi repoüzletet bonyolított, és 200 milliárd dollárnyi valuta- és kamatlábswappal kereskedett.[13]

Egyetlen kölcsönfelvevőnek sem kellett teljes kockázati kitettségéről számot adnia; egyetlen hitelező sem volt rá kíváncsi. Mindegyik bank ismerte saját kitettségét egy-egy ügyféllel, jelen esetben a Long-Termmel szemben, de senkinek sem fordult meg a fejében, hogy az alapnak talán hasonló kötelezettségei lehetnek egy tucatnyi más bankkal szemben is. „Hallatlan nagy üzleteket kötöttünk velük – meséli Siciliano, a Swiss Bank egyik menedzsere. – Azt hittük, mi vagyunk az első számú szolgáltatójuk, miközben valójában a tizedikek voltunk a rangsorban. Elképzelni sem tudtuk, hogy olyan nagy tételben kereskedhetnek.”

A Swiss Bank áttételesen bár, de erős befolyást gyakorolt a Long-Term pályájára. A banknak – amely túl jól értett a származékos ügyletekhez, semhogy könnyűszerrel lenyűgözhessék a greenwichi szupersztárok – sok tekintetben a Long-Termével párhuzamosan alakult a sorsa. 1977-ben, amikor az árutőzsdei brókerek alkalmazni kezdték a Merton és Scholes által alkotott képletet, Edward és William O'Connor, egy szójabab-kereskedő testvérpár új céget alapított, amely opciós ügyletekbe fektetett. Az O'Connor & Associates idővel az egyik legjobbá nőtte ki magát az új származékos ügyletekre specializálódott cégek táborában. 1986-ban a cég szerződtette David Solót, az MIT-n végzett szűkszavú elektromérnököt, aki briliáns kvantitatív szemléletű bróker volt. Az 1987-es részvénypiaci krach után, amikor az opciókereskedők masszív veszteségeket szenvedtek, az O'Connor ráébredt,

hogy mélyebb zsebre van szüksége. A Citicorpnak, a Bankers Trustnak és a UBS-nek mind alkalma nyílt volna az O'Connort felvásárolni, de elhárították a lehetőséget. Végül 1991-ben a Swiss Bank vette meg a céget. Ez felettébb bátor lépés volt, akkoriban ugyanis a svájci bankok zárt, bürokratikus intézmények voltak, ahol csak a tősgyökeres svájciak remélhettek állást és karriert. A három nagy svájci bank közül a Swiss Bank volt a leginkább hagyományhű szervezet. Marcel Ospel, a Swiss Bank nemzetközi részlegének vezetője ezen változtatni akart. Ospel tizenhat évesen, legalulról kezdte a bankárszakmát, megosztva idejét a bank és az iskola között. Amikor egy ideig a Merrill Lynchnél dolgozott, felismerte, hogy a svájci bankoknak mihamarabb modernizálódniuk kell, különben a kakukkos órák sorsára jutnak. Ospel az O'Connor segítségével rázta fel a bázeli vicinális kultúrát, bevezetve olyanjenki ötleteket, mint a brókerek hosszú távú teljesítményhez kötött javadalmazása. 1995-ben Ospel keresztülvitte Nagy-Britannia legnagyobb befektetési bankja, az S. G. Warburg felvásárlását, és a Swiss Bank többé nem volt a világtól elzárt szervezet.

Cabiallavetta – Ospeléhez hasonló funkciót töltött be a rivális UBS-nél – csak későn eszmélt rá, hogy a Swiss Bank a UBS-énél klasszisokkal jobb származékos központot épített ki. Cabiallavetta karizmatikus és hangos volt ott, ahol Ospel csendes és szerény, és pánikba esve próbálta felkapaszkodott vetélytársát megelőzni. Különösen a Long-Termmel igyekezett szoros kapcsolatokat kiépíteni, mert a cégben ideális üzlettársat látott a származékos ügyletekhez. Cabiallavetta végül arra jutott, hogy a legjobb módja a kapcsolatok szorosabbra fűzésének, ha igent mond Myron Scholes warrantjára. A Swiss Banknál a warrantot kerek perec elutasították, de a UBS-nél egészen a bank legmagasabb döntéshozói szintjére jutott. Lim, a bróker és Bauer, a származékos osztály főnöke – aki még mindig sajnálta,

hogy nem fektetett be a Long-Termbe – egyaránt igennel szavazott a warrantra. Steven Schulman, a UBS kockázatmenedzsere szintén rábólintott az ügyletre. Hasonlóan tett Werner Bonadurer, aki a banknál a kereskedési üzletágért felelt. A döntés tehát Cabiallavettára maradt. 1997 júniusában a mohó UBS ráállt, hogy eladja a Long-Termnek a régóta áhított warrantot. A megállapodás kiegészítő paszszusa értelmében a UBS tetemes kockázatot vállalva az alap legnagyobb befektetőjévé lépett elő.

A feltételek szerint a cégtársak egy csoportja 289 millió dollárt tartozott fizetni a UBS-nek, cserébe pedig az vállalta, hogy kifizeti a partnereknek azt az nyereséget (nagyjából), amelyet egy befektető a következő hét évben keresne, ha a Long-Termbe 800 millió dollárt fektetne.* A kötelezettség lefedezéseként a UBS 800 millió dollár értékű érdekeltséget vásárolt az alapban. Végül mintegy jutalomképpen megengedték a UBS-nek, hogy további 266 millió dollárt fektessen be a Long-Termbe. Az utóbbi volt az „alapvető cél" Tannenbaum, az üzletkötő szerint: „Ha hajlandók vagyunk vételi opciót eladni nekik saját részesedésükre, akkor lehetővé teszik, hogy befektessük az alap tőkéjének további egyharmadát."

* A konstrukcióval tehát a partnerek olyan helyzetbe kerültek, mintha további 800 millió dollárt fektettek volna az alapba, amiért cserébe 289 milliót fizettek. Ha ezt egyfajta kölcsönként fogjuk fel, akkor a partnerek lényegében hét évre előre fizették ki a kamatokat a UBS-nek. Az üzletet elutasító bankok korábban főként azért mondtak nemet, mert ez a „kamat" még egyetlen esztendőre vetítve is csak 36 százalék körüli, ami összemérhető az alap korábbi éves hozamaival, vagyis a vállalt fizetési kötelezettségek várhatóan messze meghaladták a warrantért fizetett összeget. Volt azonban egy másik kockázat is: a kitettség fedezésére 800 millió dollárt kellett fektetni az alapba, amely elveszhet, ha a Long-Termnek roszszul megy – *a magyar kiadás lektora.*

Tannenbaum felettesei a warrantot fantasztikusan jó üzletnek találták. A UBS menedzserei olyannyira lázba jöttek, hogy összevesztek azon, a bank melyik osztálya könyvelje el a tranzakciót. Bonadurer igényt tartott rá a kötvényosztály nevében – különös választás, hacsak arra nem gondolunk, hogy Bonadurer és Cabiallavetta közeli barátok voltak. Az ügylet egy részét végül a bank állampapírrészlegének adták, amely 5 százalékos prémiumot fizetett.[14] A UBS menedzserei rájöttek, hogy a Long-Termbe tett befektetésüket újracsomagolhatják és eladhatják módos ügyfeleiknek; közben diadalmasan kérkedtek a Meriwetherrel kötött stratégiai szövetséggel. Cabiallavetta a szövetséget a nyilvánosság előtt Hongkongban ünnepelte, ahol JM-mel együtt a Világbank éves közgyűlésén vett részt. Ez a nemzetközi pénzvilág szereplőinek mindig pezsgő találkozóhelye.

A Long-Termnél Hilibrand és Scholes közt parázs vita robbant ki amiatt, hogy a warrantból kinek-kinek mekkora rész jusson. Scholes volt a warrant szellemi atyja, de Hilibrandnek volt a legtöbb pénze, és az ügylet oroszlánrészét rá jellemző módon magának követelte. Azzal, hogy a partnerek várható jövedelmét árfolyamnyereségként lehetett elkönyvelni, a warrant csökkentette adóalapjukat, de ami még fontosabb volt, olyan lökést adhatott személyes vagyonuk gyarapodásának, mint valami rakéta. Persze ha az alap elbukik, a partnerek elvesztenék a 289 milliót. Csakhogy semmi sem képes a bukás lehetőségét annyira elhomályosítani, mint a siker. A partnerek épp akkor dobták félre megmaradt óvatosságukat, mint valami elnyűtt ruhát, amikor eltünedezőben volt rendkívüli képességeik kamatoztatásának lehetősége.

Sokan egész vagyonukat az alapba fektették. Mullins, a korábbi Fed-alkalmazott kivétel volt – a bankárokrajellemző megfontoltságával kimaradt a warrantból.[15] Egyébként, ahogy Siciliano megjegyezte: „ezek a fiúk tényleg szívvel-

lélekkel hittek abban, amit csináltak". A partnerek szintén hasonló, bár kisebb warrantügyletet ütöttek nyélbe egy másik svájci befektetési bankkal, a Credit Suisse-szel.

De még ez sem volt elég. Az LTCM, a partnerek alapkezelő cége, a tőkeáttétel növelése érdekében összesen 100 millió dollár hitelt vett fel egy banktriótól – a Chase-től, a Fleet Banktól és a Crédit Lyonnais-től –, amit a partnerek azonnal visszapumpáltak az alapba.[16] Mohóságuk, hogy a milliókból milliárdokat csináljanak, nem ismert határokat, és teljesen elmosta veszélyérzetüket. Felfoghatatlannak tűnik, hogy a magukat az értelem bajnokainak valló emberek miért éreztek leküzdhetetlen késztetést arra, hogy a húrt a végsőkig feszítsék. Hacsak nem az a gondolat vezérelte őket, hogy a lehető leggazdagabbakká válva egyben szellemi felsőbbrendűségüket is megmutathatják a világnak.

A sorsot tovább kísértve Hilibrand személyesen még 24 millió dollárt vett kölcsön a Credit Lyonnais-től, precedenst teremtve arra, hogy a partnerek hitelt vegyenek fel az alapban lévő érdekeltségeikre. A valutaügyletekre specializálódott Hans Hufschmid 15 millió dollárt vett fel, kél másik partner pedig kisebb összegeket.[17] Ráadásul a partnerek egy része brókerükkel, a Bear Stearnsszel kötött egyedi konstrukcióban az alapnál elhelyezett befektetését már korábban tőkeáttéttel növelte meg. Tekintve, hogy az alapot magát is súlyos tőkeáttét terhelte, a partnerek (különösen Hilibrand) kölcsönöket halmoztak a hitelekre – mintha dinamitot mártogatnának kerozinba. Szemben egy szegény emberrel, aki az utolsó centjét is felteszi egyetlen lóra, a már amúgy is gazdag Hilibrand keveset nyerhetett, de mindenét elveszthette.

A UBS-warrant 1 milliárd dollárral emelte a Long-Term által kezelt tőkét a lehető legrosszabb pillanatban – pont akkor, amikor az alap küszködve igyekezett helyet találni addigi pénzének is, és az arbitrázsüzletben egyre

több vetélytárssal kellett megbirkóznia. 1997 első felében 13 százalékot kerestek a díjak levonása előtt – ami még mindig meggyőző eredmény, de jóval elmarad a korábbi átlagtól. A tőkeáttétel (a származékos ügyleteket nem számolva) 30 az 1-ről 20 az l-re esett vissza, ami szintén a lehetőségek ritkulását bizonyította. Némelyik szkeptikus partnert, köztük Scholest egyre inkább nyomasztotta az alap portfóliója.

A kevés üde színfolt egyike Japán volt, ahol a Long-Term rendkívül nyereségesen működött, hála részben David Modestnek, az őszülő, negyvenhárom éves hajdani tudósnak. Modest, Rosenfeld és egy Carl Huttenlocher nevű fiatal bróker egy sereg részvényarbitrázst tervezett, hogy kiaknázzák a japánok járatlanságát az opciókban és az ebből eredő téves opcióértékelésüket. A Long-Term modelljei a japánok gyarlóságára „evidens" és roppant gyümölcsöző üzletet építettek. Modest, a Barkleyről jött kedélyes teoretikus és még maroknyian éjjel egyig bent maradtak, megvárva, hogy a másnapi tokiói piacok bezárjanak. Röviddel később, míg Greenwich aludt, Londonban, ahol japán warrantokkal kereskedtek, befutott nyitásra a különítmény árnyékbrigádja. „Volt néhány brókerünk, mint például David [Modest], akik gyilkos tempót diktáltak maguknak" – emlékszik Rosenfeld. 1997 júniusában a brókerek visszatérhettek a normális napi rutinhoz, mert a Long-Term megnyitotta tokiói irodáját. Az irodát Chi-fu Huang vezette, az MIT-ről jött neves matematikus és modellezési szakértő, akit a Long-Term a Goldman Sachstől csábított át. Mellette ott volt Arjun Krishnamachar, a Salomon korábbi swapbrókere is.

JM évek óta rendszeresen visszatért Japánba, és tetszett neki az ottani intézményi jelenlét ötlete. Nyugati fedezeti alap létének dacára a Long-Term bámulatos támogatottságot élvezett Tokióban. Mullins informálisan tanácsokat adott japán kormányhivatalnokoknak már

korábban, amíg a Fednél dolgozott, majd ezt tovább folytatta a Long-Termnél is. Bárhova merészkedett, a Long-Term csápjai a legmagasabb körökbe értek. A partnerek aranyat érő kapcsolati tőkével rendelkeztek.

Az alap Japánban is belebonyolódott egy vitatható ügyletbe. 1997-ben a japán hosszú lejáratú kormánykötvény mindössze 2 százalékos hozamot nyújtott, vagyis látszólag a béka feneke alá süllyedt. A Long-Term fedezetlen fogadást kötött a kamatláb emelkedésére. Arbitrázskörökben az ilyen nyílt manővert, amikor valaki a kamatréssel szemben egyetlen kamatlábra fogad, irányított ügyletnek nevezik, megkülönböztetve azt a különbözeti ügyletektől. Sok partner kétségeket fogalmazott meg az ügylettel kapcsolatban, amely a Long-Term stílusához képest szokatlanul spekulatív volt. Csakhogy Hilibrand és Haghani egyre inkább a gyengébb partnerek kívánságait mellőzve vezette a céget.

Júliusban, a Long-Term 1997-es éves közgyűlésén a partnerek elismerték, hogy fejfájást okoznak nekik a kötvényarbitrázs zsugorodó kamatrései. A tulajdonosi találkozót az Egyesült Államok határain kívül kellett megtartani, nehogy az alap offshore-státusa csorbát szenvedjen. A plénumot így az egyik torontói repülőtér mellett lévő hotelben szervezték meg, hogy a partnerek egy nap alatt oda- és visszarepülhessenek. Mindössze négyen jelentek meg közülük (Leahy, Mullins, Rosenfeld és Scholes) nagyjából huszonöt befektető körében. A megbeszélésen nyomott hangulat uralkodott: a kamatrések a partnerek által vártnál gyorsabban szűkültek, összszcpréselve a potenciális profitot. A rendszerint szófukar Rosenfeld elárulta, hogy a Long-Term a részvényügyletek felé nyitott. Ajelen lévő néhány befektető megélénkült. „Úgy mondják, maguk a legnagyobb szereplők a kockázati arbitrázsban. Ez megfelel a valóságnak?” Rosenfeld kitérő választ adott. A befektetők megérezték, hogy a

Long-Term zsákutcába került. „Tervezik, hogy a pénzt visszaadják?" – kérdezte az egyik befektető, de Rosenfeld ismét megkerülte az egyenes választ. „Mindegy, bármit is tesznek, az enyémet ne adják vissza" – mondta a befektető.

Az arbitrázs perspektíváinak zorddá válásával egy időben a pénzügyi szakterület két prominens professzora publikált egy dolgozatot, amelyben felvetették, hogy az arbitrázsjóval kockázatosabb lehet annál, mintsem hívei hangoztatják – az első lövés, amely a Long-Term modelljét tudományos körökből érte. A nagy presztízsű Journal of Finance-ben Andrei Shleifer a Harvardról és Robert W. Vishny Chicagóból a jövőbe látva arra figyelmeztetett, hogy egy Long-Termhez hasonló arbitrázscég megrendülhet, ha a „fals brókerek" (rosszul értesült spekulánsok) hatására az árak a valódi értékek szintjéről kilendülnek. A két tudós hátborzongató előrelátással jósolta meg, hogy ilyen esetben az arbitrazsőrök piaci ár alatti eladásokra kényszerülnének.[18] Merton olvasta a cikk egyik publikáció előtti változatát, de azt korántsem találta meggyőzőnek: egy Cambridge-ben tartott tudományos konferencián lefitymálta az elképzelést, miszerint a piacok mesterségesen kizökkenthetőek lennének.[19]

Aztán júliusban, mindössze néhány héttel a warrant-megállapodás előtt erős megrázkódtatás érte a nemzetközi piacokat. Thaiföld, amelyet pénzügyi csőd fenyegetett, lebegtetni kezdte valutáját, mire az nyomban 20 százalékot zuhant. A válság átterjedt a Fülöp-szigeteki, malajziai és dél-koreai valutákra is. A meredek zuhanás kapcsán a J. P. Morgannél dolgozó Karim Abdel-Motaal, a feltörekvő piacok egyik guruja kijelentette: „Szerintünk a pánikszerű eladások eltúlzottak."[20] De azért tovább folytatódtak. A szingapúri dollártól óriási tételekben szabadultak a tulajdonosok. Csupán Indonézia, az ázsiai „tigrisek" közül

messze a legnagyobb, látszott ellenállni. Aztán az indonéz rúpia egyetlen nap alatt 5 százalékot esett. Nem egészen egy hónapon belül a szakértők már nem ázsiai csodáról, hanem „ázsiai válságról" beszéltek. A gazdasági robbanás idején épült üvegfalú felhőkarcolók hirtelen elnéptelenedtek, és a gyárak tétlenül vesztegeltek. Mahathir Mohamad, Malajzia miniszterelnöke a tengerentúli „gátlástalan spekulánsokat", név szerint Soros Györgyöt gyanúsította azzal, hogy kiárusították a tigriseket.

Mahathir a tettesek tekintetében nem sokat tévedett, de az általuk elkövetett bűn természetében igen. Aligha lehetett a külföldiek szemére vetni, hogy a sülylyedő hajóról menekülni igyekeztek; a bűnük inkább abban állt, hogy túlságosan enyhe feltételekkel folyósítottak rövid távú kölcsönöket, amelyek hatására a hajó motorjai túlpörögtek. A nyugati bankokat és befektetőket megnyugtatta, hogy az amerikai pénzügyminiszter, Robert Rubin mentőövet dob Mexikónak. Ezen felbátorodva töméntelen mennyiségben zúdították a pénzt Ázsiára, ösztönözve a spekulatív befektetéseket és szentesítve a térségben uralkodó korrupciót. Rubin söpört előttük utat azzal, hogy sürgette az ázsiai kormányoknál a tőkebefektetések ellenőrzésének feloldását. Így aztán a pénz gáttalanul áramolhatott az övezetbe – annak ellenére, hogy a térséget a vállalati beszámolási kötelezettségek és a törvényes ellenőrzés ijesztő hiánya jellemezte. „A szomorú tény az, hogy a roppant körültekintő bankárok indonéz cégeknek anélkül kölcsönöztek, hogy pénzügyi helyzetükről mélyreható ismerettel rendelkeztek volna" – jegyezte meg James Wolfensohn, a Világbank elnöke.[21]

Bár a nyugati befektetők újra meg újra ugyanabba a hibába estek – egyik nap romantikus ködben látták a fejlődő világot, másnap pedig naivitásukon szánakoztak –, a bankárok soha nem tanultak. 1996-ban 93 mil-

liárd dollárnyi külföldi tőke ömlött Indonéziába, Malajziába, a Fülöp-szigetekre, Dél-Koreába és Thaiföldre, miközben az utóbbi országok gazdasága lassult. Most ugyanezt a pénzt elkezdték kiszivattyúzni, világszerte elbátortalanítva a piacokat. A Long-Term számára az ázsiai fellendülés és recesszió egyaránt fontos tanulságokkal szolgált. A könnyű hitel, amelyet a fedezeti alapok is élveztek, meggondolatlan és eltúlzott befektetéseket gerjesztett. Aztán amikor fordult a széljárás, Greenspan olyannyira áhított likviditásának nyoma sem maradt, és a baj hullámai szinte véletlenszerűen terjedtek szét. Ha egyszer tájfun szabadul a piacokra, senki nem tudhatja, merre fog tombolni.

A nyár végén az alap rossz híreket kapott: az MCI-fúziót újratárgyalták alacsonyabb áron. Az MCI-részvények árfolyama összeomlott, és a Long-Term egyik napról a másikra 150 millió dollárt vesztett – az első jeleként annak, hogy veszélyes vizeken kezdett el halászni. Ázsiában, ahol a Long-Term befektetései elsősorban Japánra koncentrálódtak, az alap kiállta a vihart. Sőt szeptember volt a Long-Term egyik legjobb hónapja: 300 millió dollárt keresett.

Csakhogy közben a cég lehetőségei folyamatosan szűkültek. Amikor a partnerek visszatértek az éves waterville-i, Merrill Lynchcsel közös golfpartijukról, sokkoló diktátumot jelentettek be: a Lon-Term külső befektetőinek vissza kell venniük pénzük nagyjából felét – vagyis bekövetkezett, amitől a befektetők az éves közgyűlésen tartottak. „Az alapnak egyszerűen túl sok a tőkéje” – magyarázta Meriwether. A cég tőkéje majdnem elérte a 7 milliárd dollárt, megközelítve az óriási Merrill Lynchét. A dolog pozitív oldalát kidomborítva Meriwether hozzátette: „Mindez részben a vártnál nagyobb múltbeli hozamok hatására előállt tőkealap-növekménynek és az alap befektetői magas visszaforgatási kedvének köszönhetően következhetett be.”[22]

Akárhogy is, a másik oldalon elvitathatatlan volt a fájdalmas tény, hogy a kamatrések össze-, a lehetőségek pedig beszűkültek. Azzal, hogy az egységes európai valuta eldöntött ténnyé vált, az európai árfolyam-konvergencián kereshető könnyű pénzt már learatták. A határok leomlásával az olasz és német kötvények közti kamatrés alig hat hónap alatt 2 százalékpontosról 0,75 százalékpontosra csökkent.

A Long-Term 1997 végén vissza kívánta adni az összes profitot, amely 1994-ben, az alap első évében befektetett összegekből származott és az összes pénzt (tőkét és profitot), amelyet azután fektettek be a cégnél. Mindez nem vonatkozott a partnerekre és az alkalmazottakra, és részben mentességet élveztek a nagy stratégiai befektetők is, mint például a Bank of Taiwan. Jimmy Cayne-nel, a Long-Term klíringjét végző Bear Stearns vezérigazgatójával szintén kivételt tettek. A többiek is bent szerettek volna maradni, de a Long-Term visszautasította őket. Érthető módon nehezteltek Meriwetherre és a fiúkra, akik elvileg a befektetők érdekeit tartoztak volna szem előtt tartani, de maguknak adtak elsőbbséget. „Felháborító! – panaszkodott dühöngve az egyik befektető a Merrill Lynchnél. – Mi ott voltunk, amikor szükség volt ránk."

A terv a Long-Termen belül is vitákat szült. Jim McEntee, JM barátja úgy vélte, egyszerűen az erkölcsi szempontok is a pénz visszaadása ellen szólnak. Scholes és Merton, az elválaszthatatlan páros szintén élesen ellenezte a pénz visszaadását. Úgy érezték, ezzel a cég hitelél veszti mint pénzkezelő vállalkozás. Sőt, mivel a professzorok nagyobb arányban részesedtek az LTCM-ből, az alapkezelő cégből, mint a portfólióból, személyes érdekük fűződött ahhoz, hogy nőjön a cég által menedzselt összeg. A másik oldalon Hilibrand és Haghani, akiknek hatalmas részük volt az alap tőkéjében, nem akarták befektetéseiket külső tulajdonosok kedvéért csökkenteni.

Mint általában, az utóbbi kettő kerekedett fölül. Scholes dühös volt a féktelen Hilibrandre, aki szemlátomást keveset törődött cégtársai érdekeivel.

Visszatekintve ironikusnak tűnik a külső befektetők könyörgése, hogy az alapban maradhassanak, pénzük erőszakos visszafizetése pedig isteni jótéteménynek. Végül a partnerekből lettek az igazi vesztesek. Annyi azonban az utólagos éleslátással való hivalkodás nélkül is megállapítható, hogy a partnerek megszállott pénzhajhászása túllépte az egészséges határt. Műveleteikben globális szintűvé válva már nem fűződött érdekük mások pénzének felhasználásához, és nagyrészt kizárták a befektetőket. Kirívóan önző lépésként, a cég történetében először díjakat vetettek ki még az egyes alkalmazottaik által az alapnál befektetett jutalmakra is!

Az önkényes visszafizetéseket a csökkenő lehetőségekre adott ésszerű válaszként magyarázták a partnerek. Myron Scholes ironikusnak találta, hogy a Long-Term pénzt ad vissza éppen akkor, amikor új befektetők kopogtatnak az ajtón.[23] Úgy látszott, a Long-Term a zsugorodó kamatrésekre tekintettel előrelátóan visszafejleszti portfólióját. Csakhogy a portfóliója jottányival sem lett kisebb. A befektetések visszafizetése pusztán az alap eszközei mögött álló tőkét csökkentette, miközben eszközállománya valójában semmivel sem zsugorodott. Amikor a nyereség forrásai kiszáradóban voltak, és a portfólió 7600 tételre duzzadt, az alap kihívóan és esztelenül, a Nap felé szárnyaló Ikarusz módjára még tovább növelte tőkeáttétét.[24]

Amellett azzal, hogy a kívülállókat kivonulásra kényszerítették, ismét csak tovább fokozták személyes tőkeáttétüket az alapban. Az alapkezelő cég tőkeáttétét tetéző személyes adósságuk az alap saját adósságaival együtt veszélyesen egymásra rétegződő szintekből álló adósságpiramist alkotott.

Hat nappal azután, hogy Meriwether tájékoztatta a befektetőket arról, hogy vissza kell venniük pénzüket, a cég bölcsője, a Salomon Brothers szintén bombát robbantott. A Salomon soha nem tért igazán magához a Mozerbotrány, Meriwether távozása és Rosenfeld, Haghani, Hawkins és Hilibrand kilépése után. Megpróbálta kiépíteni saját befektetési bankját, de az nem működött nyereségesen. Most ugyanaz a nyomás nehezedett arbitrázsegységére, mint a Long-Termre. Az év elején a cég vezetői arra jutottak, hogy jelentős tőkeinfúzióra van szüksége a szervezetnek, különben az a kockázat fenyegeti, hogy örökre másodvonalba süllyed.

Warren Buffett – aki a Berkshire Hathawayen keresztül a Salomon legnagyobb részvényese volt — alkatilag irtózott attól, hogy lejtőn megindult vállalkozásokba fektessen. Az ugyanis szerinte annyit tesz, mint jó pénzt dobni a rossz pénz után. Deryck Maughan, a Salomon vezérigazgatója világossá tette, hogy csak egyetlen más lehetőség kínálkozik: a cég eladása. „Warren kézzel-lábbal igyekezett a vállalaton túladni" – mondta a cég egyik igazgatósági tagja.

De ki venné meg? Maughan felvetette a dolgot a Chasenek, de a bank durván visszautasította. Aztán Maughan együtt ebédelt Sanford I. Weill-lel, a Travelers biztosító – a Smith Barney brókercég anyavállalata – elnökével. Weill egyike volt az amerikai üzlet nagy visszatérőinek. A brooklyni ruhagyáros fia szerény, négyfős brókerirodát alapított, majd fúziók útján lassan felépítette a hatalmas Shearson Lehman bankot. Végül eladta a céget az American Expressnek, belebukott egy hatalmi harcba és lemondott. Aztán az 1980-as évek végén és az 1990-es évek elején újra a csúcsra kapaszkodott: megszerezte az ellenőrzést egy kis hitelbank felett, és annak segítségével bekebelezte a Smith Barneyt és a Travelerst. Weill nem kedvelte az arbitrázst, mivel túlságosan ingatagnak találta. Nagy álma volt viszont egy elit befektetési bank kiépítése, amely a Wall Street hie-

rarchiájában fölébe magasodik a közönséges brókerek tömegének. Javasolta, hogy a Smith Barney és a Salomon talán egyesíthetné a maga két másodosztályú bankját.

A Maughannel való ebéd után Weill rátelefonált és közölte: ragaszkodik hozzá, hogy ő irányítson a Travelers és a Salomon egyesülése esetén. Buffettet nem érdekelte, ki vezeti az új céget, ő csak el akarta adni a régit – persze jó áron. VWeill 9 milliárdot ajánlott részvényekben, megváltva ezzel az omahai bölcset egyik legzavarosabb befektetésétől. Weillt a mindig diplomatikus Buffett „zseniként" méltatta a birodalomépítés művészetében.[25] VWeill beosztottjai megdöbbentek azon, hogy Weill ennyit fizetett egy másodosztályú cégért, különösen egy olyanért, ahol a lő profitforrás az elnök által megvetett arbitrázs volt. Az egyik házi komikus így tréfálkozott: „Sandy 9 milliárd dollárt költött, csak hogy kapjon egy írást Warren Buffett-től arról, hogy milyen pompás befektető. Úgy rohangált vele fűnekfának mutogatva, mint valami gyerek az édességboltban."

Érdekes összevetni a Long-Termet és anyacégét abból a szempontból, hogy mindkettő egyszerre lépett át egy küszöböt, és érkezett történetének fordulópontjához. Meriwether minden lényeges szempontból sikeresen megelőzte régi alkalmazóját. A Long-Term 7 milliárd dolláros tőkével kérkedhetett, míg a Salomonnak csak 5 milliárdja volt. Ami a nyereséget illeti, az alap utolsó teljes évében 2,1 milliárd dollárt keresett a befektetési bank 900 milliójával szemben. A Salomonnak még mindig nyereséges arbitrázsrészlege volt, de kudarcot vallott az a kísérlete, hogy teljes körű szolgáltatást nyújtó befektetési bankká váljon. A Long-Term a diverzifikáció gondolatával játszadozva továbbra is fókuszált maradt, ami eddig bölcs döntésnek bizonyult. Minkét cég tisztában volt azzal, hogy az arbitrázs előtt kemény idők állnak, de a kihívásra homlokegyenest eltérő választ adtak. Buffett azzal, hogy a Salomont egy sokoldalúbb partnerrel háza-

sította össze, felhígította a Salomon-részvényesek érdekeltségét az arbitrázsban és a Salomon többi profiljában. A jóval nagyobb Travelers részévé váltak. A Long-Term partnerei pontosan az ellenkező irányban indultak el: nagy arányban kivásárolták partnereiket, megduplázva tétjeiket az arbitrázsban. A dolog iróniája, hogy Buffett 9 milliárdot hozott ki egy krónikus vesztesből, míg az állandó nyertes Long-Termet tulajdonosai a jövőre tett hatalmas – és egyelőre megjósolhatatlan kimenetelű – fogadásra cserélték.

Októberben az alap pozitív lökést kapott: Merton és Scholes elnyerte a közgazdasági Nobel-díjat. Mertont, aki épp a Harvardon tanított, hallgatói háromperces ovációval köszöntötték. Ő azonban szerényen megjegyezte: „Hiba volna azt gondolni, hogy pusztán azzal, hogy mérni tudjuk, el is törölhetjük a kockázatot."[26] Amikor Scholesszal a díj kapcsán interjút készített szülővárosa lapja, az Ottawa Citizen, a riporter durván szembesítette azzal, hogy mennyire szkeptikus a világ a származékos ügyletekkel szemben. A Citizen riportere vakmerően neki szegezte a kérdést: „Mennyire érzi magát felelősnek az 1987-es részvénypiaci krachért?" A Nobel-díjas döbbenten felelte: „Csöppet sem. Nem, a legkevésbé sem. Ez éppen olyan, mint azt kérdezni [Alfred] Noboltől, mennyire érzi magát felelősnek az első világháborúért, csak azért, mert történetesen ő találta fel a dinamitot." A tovább szorongatott Scholes végül elismerte, hogy az elmélete alapján kereskedő emberek – vagyis akik portfóliójukat dinamikusan igyekeznek fedezni, illetőleg folyamatos eladásra törekszenek árfolyamzuhanás közben – csak súlyosbították a válságot. Ugyanakkor Scholes, ismét elővéve az ismerős bűnbakot, a „likviditás" hiányában jelölte meg a katasztrófa fő okát. Scholes, aki mindig is leleményesen fordította le a mindennapok

nyelvére a pénzügyi világ magas szintű technikáit, frissítően egyszerű szavakkal festette le a Long-Termet: „Annyit teszünk, hogy szétnézünk a világban olyan befektetések után, amelyek szerintünk, illetve modelljeink szerint túlértékeltek vagy alulértékeltek. Aztán az ismeretlen tényezőket kiküszöbölve eltávolítjuk a piaci egyenletből az általuk hordozott kockázatot.[27]

Kollégáik Mertont és Scholest viharos ünneplésben részesítették. A szabály – miszerint hat közgazdász minden témában hétféle véleményt fogalmaz meg – a Black-Scholes-télel esetében, amelyet elméleti és gyakorlati szinten egyaránt rendkívüli eredményként méltattak, úgy látszik, nem érvényesült. Gregg Jarrell, a chicagói iskolához tartozó közgazdász a Rochester Egyetemről azt mondta róla, hogy „az egyik legelegánsabb és legprecízebb modell, amelyet bármelyikünk valaha is látott."[28] No de csakugyan olyan precíz volt? Úgy tűnt, igen. A The Economist hangsúlyozta: „Merton és Scoles annak idején, 1973-ban nem egyebet tett, mint meghatározta a kockázat árát."[29] A The Wall Street Journal egyik publicistája a díjban az újság legszentebb hitét látta beigazolódni, és tömören így fogalmazta meg véleményét: „A Svéd Királyi Akadémia világosan leszögezte: a piacok működnek."[30]

Az idő nem igazán látszott alkalmasnak az efféle kinyilatkoztatásokhoz. A valuta- és részvénypiacok szerte Ázsiában egymás után rendültek meg. Egyik nap Thaiföld volt az epicentrum, a másikon Malajzia, aztán Indonézia. Október l-jén, egyetlen nap alatt 6,5 százalékot zuhant az indonéz rúpia, 4,5 százalékot a malajziai ringgit és 2,2 százalékot a Fülöp-szigeteki pezó. Két nap múlva a rúpia még 8,5 százalékot esett. Bár az ázsiaiak válságuk magvait maguk vetették el, senki nem készült fel a piac brutalitására vagy arra, hogy a járvány ennyire vaktában terjedhet. Még a latin-amerikai piacok is megremegtek. Az internet korában mintha láthatatlan plazma

kötötte volna össze az óceánnyi távolságokra lévő börzéket. Október végére keresztül-kasul Ázsiában csődöt kezdtek jelenteni a vállalatok, megidézve a recesszió fantomját. A spekulánsok ekkor a hongkongi dollár ellen fordították fegyvereiket. A hongkongi kormány, amely akkor még a brit korona alá tartozott, ellentámadásba lendült, és elképesztő szintre, 300 százalékra emelte a kamatlábakat. A sziget részvénypiaca egyetlen hét alatt 23 százalékkal esett.

Addigra az amerikai befektetők teljes visszavonulót fújtak attól tartva, hogy az ázsiai agónia globális lassulást idézhet elő. A Dow Jones index. – amely a nyár folyamán 8300 pontos csúcsot ért el – októberben szinte végig esett. Halloween előtti pénteken 7715 pontra süllyedve több mint 100 pontot zuhant. Aztán október 27-én – egy újabb gyötrelmes hétfői napon – az ázsiai „influenza" végül elérte Amerika partjait. A nap veszteségei Hongkongban kezdődtek, ahol a piac 6 százalékot esett. Ahogy Amerika felébredt, a New York-i Értéktőzsdén súlyos eladási láz söpört végig. A tőzsde két ízben is bezárt, csillapítani igyekezve a pánikot, de mindhiába. Az opciók kiírói – akik biztosításokat adtak el piaci áresések esetére – elkeseredett eladásokba fogtak, hasonlóan az egy évtizeddel korábbi „fekete hétfő"-höz.[31] Merton és Scholes szelleme ismét kiszabadult a palackból. Mint mindig, a láncreakciószerű eladások – a dinamikus fedezés, amelyet Merton modelljében vizionált – tovább rontották a rossz napot. A Dow Jones rekordmértékű hanyatlással 7 százalékot, 554 pontot zuhant. A piacok világszerte, az Egyesült Államoktól Európán és Ázsián át Latin-Amerikáig 1200 milliárd dollárt vesztettek, ami teljes értékük 6 százalékát tette ki.[32] Mindössze két nappal később Nick Brady a Brookings Institution felkérésére tartott beszédében a helyzet elfajulásáért a származékos piacokra jellemző tőkeáttétet tette felelőssé:

„Minden érvet hallottam már amellett, hogy a származékos ügyletek és a dinamikus fedezés csökkentik a tranzakciós költségeket és mélyítik a piacokat. Ámde a végletekig feszítve, mindenképpen többet ártanak, mint használnak. (...) Ajánlatos alaposan átgondolni az eltúlzott tőkeáttét szerepét a múlt heti eladási lázban."[33]

A Long-Term megint szárazon úszta meg. Az alap még októberben és novemberben is egyenesben maradt, ami a körülményeket tekintve szép teljesítmény. Ázsia a Long-Term számára valójában új lehetőségeket teremtett. A felkorbácsolt (vagy ahogy a brókerek mondanák „nagyobb volatilitású") piacokon a Long-Term jókora származékos fogadásokat tett arra, hogy a részvénypiac megnyugszik – vagyis a részvények volatilitása csökken. Kockázatos játék volt: a Salomon október előtt tett hasonló fogadásokat, és 110 milliót vesztett. Csakhogy a Long-Term részéről a volatilitás rövidre eladása számított a legtermészetesebb fogadásnak. Bizonyos értelemben minden egyes különbözeti ügyletével a csökkenő volatilitásra fogadott. Amikor a piacok hektikusak, a befektetők nagyobb felárat hajlandók a biztonságért fizetni; amikor nyugodtak, többnyire szűkebbek a kamatrések. „Sok ügyletünk épült a volatilitásra" – jegyzi meg Rosenfeld.[34] Ilyen vagy olyan formában, de az alap mindig a kiegyensúlyozottabb, illetve konvergensebb piacokra fogadott.

A UBS, a Long-Term új nagybefektetője szintén kockázatos ügyleteket épített a részvényvolatilitásokra, de ezek az egzotikus ügyletek a bank számára katasztrofális kimenetelűnek bizonyultak. Kósza hírek keringtek azokról a tetemes veszteségekről, amelyeket a származékos egység termelt. Ez Goldstein (teljhatalmú) irányítása alatt állt, aki az 1996-os teljesítményére 11,5 millió dollárnyi prémiumot vett fel.[35] Összességében a UBS 1997-es vesztesége elérte a 644 millió dollárt is. Más egyéb szerencsétlen ügyletek

mellett a UBS rengeteget vesztett a japán átváltható kötvényeken, amelyhez a Long-Term sokkal jobban értett. Cabiallavetta, a bank vezérigazgatója mindig védelmébe vette Goldsteint, de végül rájött, hogy dédelgetett brókere lassan elpusztítja a bankot. Novemberben Cabiallavetta lemondásra kényszerítette Goldsteint.

Aztán decemberben Cabiallavetta elismerte, hogy bankja vezetés nélkül maradt, és megadóan fúzióra lépett az ősrivális Swiss Bankkal. Bár Cabiallavetta megőrizhette bankelnöki székét, a bank pedig a UBS nevet, a fúzióból egyértelműen a Swiss Bank került ki győztesen: Bázel töltötte be a legfontosabb posztokat, és konzervatívabb kultúráját is rákényszerítette a zürichi fenegyerekekre. Ironikus, hogy a Swiss Bank versenytársával egybeolvadva részévé vált a korábban elvetett Long-Term warrantjának.

Stockholmban Merton és Scholes a Grand Hotelben szállt meg, az óvárosra néző, karzatlépcsős luxusszállóban. Az 1200 meghívottal tartott Nobel-banketten a díjazottak néhány barát, a királyi pár, különféle hercegek és az anyakirálynő társaságában vacsoráztak. Svédország válogatott pincérei füstölt halat szolgáltak fel ezüsttálcákon. A díjazottak kirobbanó hangulatban voltak. Merton, mintegy arról győzködve magát, hogy tényleg vele történik mindez, vendégeitől folyton kényelmük felől érdeklődött. Rövid pohárköszöntőjében Merton köszönetét fejezte ki és egyben sajnálkozását, amiért Black nem érte meg, hogy a díjban velük osztozhasson.

Az akadémia előtt tartott előadásán Merton az opcióelméletéből született gyakorlati módszerekre koncentrált: az alkalmazkodó kamatú jelzálogkölcsönöktől a diákhitel-garanciákon át a rugalmas egészségbiztosításokig. „Hamarosan mindenütt ott fognak leselkedni az opciószerű struktúrák” – jelentette ki Merton, bár kétséges, hogy az utóbbiak elméletével csakugyan olyan közvetlen

ok-okozati összefüggésben lennének. Legnagyobb horderejű személyes teljesítménye abban áll, jegyezte meg Merton – két hónappal azután, hogy a Dow Jones egyetlen nap alatt 554 pontot esett , hogy megmutatta: a „Black és Scholes által javasolt dinamikus kereskedés (...) tökéletes fedezeti módszert kínál, amennyiben adott a folytonos kereskedés* lehetősége."[36]

Az ünnepi hangulat ellenére mindkét díjazottat nyugtalanította a Long-Term jövője. Bár Scholes magabiztosan számolt be Famának, doktori témavezetőjének arról, hogy a Long-Term Capital ezernyi kis és biztonságos fogadást köt, a professzor úgy döntött, a díjjal járó félmillió dollárját nem fekteti az alapba.[37] Ironikus módon az elefántcsonttoronyban élő tudósoknak fejlettebb volt a kockázatérzékük, mint a tapasztalt brókereknek. Scholes és Merton mindketten jól éltek. Scholes fehér BMW-vel járt, Merton, az autóbolond, sötét Jaguárral. Scholes tágas otthont bérelt, kilátással a greenwichi öbölre. Merton vörösre festette a haját, elhagyta a feleségét, és egy csicsás bostoni villába költözött. Ennek ellenére a professzorok viszonylag szerény vagyonnal rendelkeztek, és egyikük sem érezte magát olyan sebezhetetlennek, mint multimilliomos üzlettársaik. Mint a kívülállók (nem brókerek) olyasmit is észrevehettek, amit Hilibrand nem. A Nobel-díjasok látták, hogy az alap mindinkább eltávolodik saját területétől, és a lehető legrosszabb pillanatban emeli a kockázatot. Amellett Mertont komolyan aggasztotta az alap Hilibrandre és Haghanira kihegyezett juttatási struktúrája. Mint opciószakértő tudta,

* A kereskedés folytonossága nem a piacok állandó nyitva tartását jelenti, hanem az árak alkalmankénti végtelenül kicsiny elmozdulására és a termékek végtelen oszthatóságára vonatkozik – *a magyar kiadás lektora.*

hogy ez a kedvezményezett partnereket még inkább arra ösztönözheti, hogy tövig nyomják a gázt – „erkölcsi kockázatot” jelentve, mint ahogy a közgazdászok mondják. A brókerekben még mindig elevenen élt az a Salomonnál őket fűtő éhség, hogy a lehető legtöbb pénzt sajtolják ki ügyleteikből – tekintet nélkül arra, mekkora tétekben játszanak –, és ez megmérgezte a cégtársak közti viszonyt. Szintén aggódott Krasker, az óvatos modellező: 1997 végén pénzt vett ki az alapból. Randy Hiller – aki a Salomonnál a csoportban dolgozott – vészjóslóan mondta egyik barátjának, hogy szerinte a Long-Term időzített bomba.

Az év végén a Long-Term 2,7 milliárd dollárt juttatott vissza befektetőinek, tőkeáttéte 18 az 1-ről 28 az 1-re emelkedett (mint mindig, derivatívák nélkül). Így aztán – bár a cég kilátásai sötétebbnek tűntek, mint valaha – a partnerek ismét arra a szintre pumpálták fel tőkeáttétüket, amellyel a legrózsásabb napokban működtek. A származékos ügyleteket is figyelembe véve tőkeáttétük mértéke még ennél is magasabb lehetett.

1997-ben a Long-Termnek sikerült 25 százalékot (17 százalékot a díjak levonása után) keresnie – ez volt addigi legrosszabb éve, de még mindig szép teljesítmény a romló piaci körülményekhez képest. Az eredeti befektetők 1,82 dollárt kaptak vissza minden egyes dollár után, miközben még mindig bent volt az eredeti dollár. A partnerek mégjobban, sokszorta jobban jártak – hála magas díjaiknak és az adóhalasztási lehetőségeknek. Tőkéjük 36 százalékkal nőtt, elérve a mesés 1,9 milliárd dollárt – az alap 4,7 milliárd dolláros teljes tőkéjének nagyjából 40 százalékát.

A terjeszkedésre nem éppen legszerencsésebb időpontban, az év végén a Long-Term fényűző, új épületbe költözött. Az iroda – a greenwichi színvonalhoz képest felettébb alpári módon – egy autómosóra nézett, de

minden ízében a cégnek a Wall Street-i bankokéval szembeállított elit önképét tükrözte. A hatalmas kereskedési teremben három dupla sor ergonomikusan állítható íróasztal sorakozott, plusz hellyel a tervbe vett terjeszkedésre. Az irodához egy 280 négyzetméteres edzőterem tartozott, a cég saját edzőjével. Hátul egy nagy teremben szertartásosan két biliárdasztalt helyeztek el. JM kapott egy nagy irodát az egyik oldalon, míg körben tárgyalótermek és egy könyvtár nyílt. Mintegy a Salomon, a megelőzött cég miniatűr mását felépítve a Long-Term az alagsorban (jókora) számítóközpontot rendezett be saját tartalék generátorral, amely alighanem egész Greenwichet egy teljes napig kivilágíthatta volna. Ugyanakkor a partnerek a szerény évre tekintettel visszafogott költség-%'etésű karácsonyi partit rendeztek. Érzékelhetően nyomott hangulat uralkodott.

Mullins úgy érezte, a cég ügyesen kerülte el a bajt 1997-ben. „Számítottunk Ázsiára – illetve volt rá stratégiánk" – mondta.[38] Csakhogy a professzorok figyelmét elkerülte az ázsiai felfordulásból leszűrhető nagy tanulság: baj esetén a piacok szorosabban kötődnek, és látszólag teljesen független eszközök egymással szinkronban emelkednek és esnek. Alig törődtek a közvetlenül karácsony előtt felröppenő, őket látszólag csak távolról érintő hírrel: a Standard & Poor's (S&P) hitelminősítő rontott az orosz államadósság besorolásán.

...és bukása

7. A volatilitás bankja

„A piac irracionalitása tovább tarthat, mint a mi fizetőképességünk."
John Maynard Keynes

A Long-Term 1998 elején nagy tételben kezdte rövidre eladni a részvényvolatilitásokat*. Ez az „egyszerű" ügylet, amely Rosenfeld és David Modest kisujjában volt, 1000 amerikaiból 999 számára felfoghatatlan. A részvényvolatilitás-ügyletek a Long-Term különleges „védjegyévé" váltak – az alapot elkerülhetetlenül a pusztulás útjára sodorva. A Long-Term részvényvolatilitási konstrukciói a Black-Scholes-modell egyenes következményei voltak. Arra a feltevésre épülnek, hogy az értékpapírárak ingadozása hosszú távon egyenletes – a részvénypiac például tipikusan 15-20 százalékos ingadozást mutat évente. A piac persze olykor nagyobb volatilitású is lehet, de mindig visszatér az átlaghoz – legalábbis a greenwichi matematikusok ebben hittek. A részvénypiac volatilitását a nagy számok láthatatlan törvénye kormányozza, biztosítva a világban, a nyugodt kereskedési napok és a piaci krachok, mint akár a fekete és tarka tehenek normális eloszlását. A Long-Term professzorai, akik a piacokban megfellebbezhetetlenül hittek, ebben kőbe vésett igazsá-

* Vagyis a piacok megnyugvására fogadtak – *a magyar kiadás lektora.*

got láttak. Bizonyosságuk közvetlenül a mertoni piacszemléletűkből eredt, amely szerint a piacok óraműszerűen zakatoló gépezete épp olyan mechanizmus alapján dobja ki az új árakat, mint ahogy a molekuláris mozgások hordozta hő terjed a levegőben. Amikor pedig modelljeik azt állították, hogy a piacok tévesen árazlak be egy részvényopciót, készek voltak az egész céget feltenni rá.

A valóságban nincs olyan értékpapír, amely a részvényvolatilitás mértékére szólna; közvetlenül erre nem lehet fogadni. Áttételesen azért persze igen. Mint már volt szó róla: a Black-Scholes-formula szerint az opciók helyes értékének megállapításához a kulcs a mögöttes értékpapír volatilitása. Ahogy az eszköz árfolyama volatilisabbá válik, úgy emelkedik az opció ára. Így aztán egy opció árát ismerve következtetni lehet a piac állal jósolt volatilitásszintre.

Talán mindez világosabbá tehető egy hasonlat segítségével. A floridai időjárásra nem Hidunk közvetlenül fogadni, de bizonyos évszakokban a várható időjárás függvényében változik a narancslé ára. Ha a narancslé ára szokatlanul magasra szökik, annak alapján egy tapaszlalt bróker rögtön megállapíthatja, hogy a piac hideg telet és gyenge narancstermést vár. Ha pedig a bróker úgy gondolná, hogy az időjárás-előrejelzés téved, akkor megpróbálhat véleményéből a narancslé árát megshortolva pénzt csinálni*.

Hasonló logikával élve, a Long-Term arra következtetett, hogy az opciós piac durván 20 százalékos volatilitásra számít a jövőben. A Long-Term a várakozásokat tévesnek tekintette, mivel az aktuális volatilitás mindössze 15 százalék körül mozgott. Ennek alapján úgy kalkulált,

* Vagyis úgy adna el ma narancslevet, hogy azzal még nem rendelkezik. Ekkor a mostani magasabb árat kapná, később pedig, a teljesítéskor a reményei szerint alacsonyabb jövőbeli áron venné meg a leszállítandó narancslevet — *a magyar kiadás lektora.*

hogy előbb-utóbb esni fognak az opcióárak. Így aztán a Long-Term elkezdte rövidre eladni az opciókat, különösen azokat, amelyek az S&P 500 részvényindexre és a nagy európai értéktőzsdék indexeire szóltak. Saját zsargonjukkal: a professzorok „volatilitást árultak".

Az opciós ügylet másik oldalán állók, még ha nem is voltak ezzel tisztában, a professzorokkal szemben volatilitást vásároltak. Gondoljunk ebbe bele egy kicsit mélyebben. Az opciók vásárlói tipikusan olyan részvénybefektetők voltak, akik biztosítást kívántak kötni piaci hanyatlás esetére. Egy esetleges krach kockázatának kivédéséért hajlandók voltak némi felárat fizetni. A Long-Term a másik oldalon begyűjtötte ezt a prémiumot, de vállalta, hogy ő fizet, ha a piac mélyrepülésbe fog. Sőt tulajdonképpen mindkét irányban „biztosításokat" (opciókat) árult – egyszerre az éles zuhanások és az éles emelkedések ellen.

A vásárlók, akik nem rendelkeztek olyan csiszolt ismeretekkel, mint a Long-Term, nem tudták, vajon helyesek vagy hibásak az opcióárak. Ha törik, ha szakad, biztosítást akartak kötni, függetlenül a pillanatnyi ártól, mint egy szép, tengerparti otthonban élő háztulajdonos, aki csúnya hurrikánszezonra számít. Ázsiában még mindig bizonytalan volt a helyzet, és a részvényárak még mindig nyomottak voltak, így hát érthető volt a befektetők szorongása. Alig telt el nap úgy, hogy valamelyik pénzügyi guru ne jósolta volna meg a lapokban a végső krachot. Csöppet sem volt tehát meglepő, hogy az emberek többet voltak hajlandók fizetni a biztonságért, és ezzel felverték az opciók árát. Az európai intézmények úgy kovácsoltak tőkét a befektetők félelméből, hogy alsó garantált árküszöbbel dobtak piacra részvénytermékeket – olyan eszközöket, amelyek „nem eshettek"! Az intézmények – hogy védjék magukat arra az esetre, ha a részvények mégis esnének – ugyancsak biztosításokat vásároltak, amivel a Long-Term nézete szerint mesterségesen felhajtották az opcióárakat.

Ha a Long-Termnek igaza volt – és az opcióárak valóban túl magasak voltak –, akkor a biztosításokat felárral árulta, és az öt évre szóló opciós szerződései élettartama végén nyereséggel kellett az üzletből kijönnie. Hasonló ügyleteket kötött sok más fedezeti alap is. Ezek a pénzügyi szolgáltatók piaci biztosítást kínáltak a hétköznapi befektetőknek. Mindez a részükről nem volt okvetlenül elhibázott stratégia. Az alapok azt mondták: „Ha az emberek hajlandók a biztosításért ostoba árakat fizetni, ugyan miért ne adnánk el nekik azokat?"

Csakhogy azért ezek az ügyletek meglehetősen kockázatosak voltak. A piaci volatilitás előrejelzése eredendően kétséges – *hacsak nem hisz valaki abban, hogy a múlt alapján megbízhatóan lehet megjósolni a jövőt.* Ugyan kijövendölhetné meg, mikor robban ki egy válság, mondjuk Ázsiában? Vagy ha netalán a jóslatunk mégis bejönne, a válság hatására mennyire válnának ingataggá a piacok? Honnan a csodából lehetne tudni, mekkora lesz a piac volatilitása a jövőben? Mintha azt próbálnánk megjósolni, fog-e fagyni jövőre Floridában.

Mi több, a Long-Term még akkor is pénzt veszthetett a részvényvolatilitási ügyleteken, ha végül az ingadozásokra vonatkozó becslései helyesnek bizonyulnak. Minthogy hosszú távra szóló opciókkal a tőzsdéken nem kereskednek, a Long-Termnek saját opciós kontraktusokat kellett gyártania, majd azokat eladnia az olyan nagy bankoknak, mint amilyen a J. P. Morgan, a Salomon Brothers, a Morgan Stanley vagy a Bankers Trust. Elég szűk körű volt az efféle különleges kontraktusok piaca, mivel csak néhány szereplő kereskedett opciókkal, „szerződéses" alapon. Ráadásul a piacot eredendően a kiegyensúlyozatlanság jellemezte. A Morgan és a többiek buzgón igyekeztek a Long-Termtől volatilitást vásárolni, mivel a bankok a biztosítást aztán továbbadták a kisbefektetőknek. Röviden: a részvényopcióknál az intézményi és magánbefektetők jó-

voltából természetes keresleti piac uralkodott. Ezért volt gyakran kissé magasabb a volatilitás ára, mint ahogy azt a matematikusok logikusnak látták. Csakhogy a kínálati oldalon nagyon kevés eladó akadt. Ha senkinek nem állt volna szándékában eladni vagy a részvénybefektetők hirtelen elkeseredetten biztosítás után kezdtek volna kapkodni, még magasabbra szökhetett volna a volatilitás ára.

Közben a Long-Termnek – az opciók ármozgása szerint pénzt fizetve vagy pénzt kapva – *mindennap* el kellett számolnia a bankokkal. Meglehet, hosszú távon végül nyereségesnek bizonyulnak a részvényvolatilitásra vonatkozó becslései, de ez csak akkor derül ki, ha a rövid távú fájdalmakat képes elviselni. Márpedig öt év alatt egy ilyen nagy ügylet jókora fájdalmakkal járhat. Előfordulhat, hogy egy adott napon *senki sem* akar eladni, és a Morgan olyan magasra teheti a termék árát, amennyire nem szégyelli, Így aztán a Long-Term nemcsak a lejáratkori volalilitásra, hanem egyben a mindenkori napi volatilitásra (ezt az határozza meg, hogy más befektetők mennyit hajlandók fizetni az opcióért) is fogad. Vagyis arra fogad, hogy a többi, feltehetőleg kevésbé racionális befektető nem tornázza feljebb az árakat. Így tehát a partnerek – a hitvallásukkal olyannyira berzenkedő – barbár spekulációba bocsátkoztak. Azzal, hogy a rövid távú fluktuációk kegyeire bízták magukat, a partnerek lemondtak minden előnyről, amelyet matematikai modelljeik nyújthattak.

A Long-Term az opciókat olyan áron adta el rövidre, amely éves szinten 19 százalékos volatilitást jósolt (a brókerek ezt úgy mondják: 19 százalékon árulták a volatilitást). Ahogy az opcióárak emelkedtek, a Long-Term folytatta az eladásokat. Más cégek kis tételekben fogadtak, de nem a Long-Term, amely szakadatlanul eladott. Rosenfeld, Hilibrand és Modest bonyolították az ügyletet Greenwichben, míg Haghani és Hufschmid Londonban. Végül 40 millió dollárjuk „lovagolt” minden 1 százalékpontnyi

változáson Amerikában, és ugyanekkora összeg Európában – a teljes piacnak talán egynegyede. A Morgan Stanley gúnynevet ragasztott az alapra: Central Bank of Volatility (központi volatilitásbank).

A részvények volatilitására építő kereskedés valóban emblematikus ügylete volt a Long-Termnek. Számos kamat-, illetve árfolyamrésügyletében a cég közvetetten a volatilitásról mondott véleményt. A partnerek hittek abban, hogy hosszú távon a befektetők ésszerűbbé, szilárdabbá és hatékonyabbá válnak – mindinkább olyanokká, mint *ők* maguk –, ennélfogva csökkeni fognak a hitelek kamatrései. „Mindig is hitlünk ebben" – jegyezte meg Rosenfeld.[1] A részvényvolatilitási ügylet nyílt kinyilatkoztatása volt ezen hitüknek, kidomborítva a volatilitás központi szerepét a Long-Term mertoni univerzumában. „Az MIT-s ászok mást sem akartak, csak a volatilitást megshortolni – meséli Andrew Hall, az 1980-as években a Salomonnál dolgozó olajkereskedő bróker. – A professzorok kitörölhetetlenül az agyukba programozták a Black-Scholes-modelleket és a nominális eloszlást. Az hitték, megtalálták bennük a Szent Grált."

1998 első hónapjaiban a piacok nyugodtak voltak. Az IMF mentőakciót szervezett Dél-Koreának, és ezzel stabilizációs folyamatot indított be Ázsiában. Európában, ahol alig egy évnyi távolságba került az euró bevezetése, a befektetők fürödtek az optimizmusban. Az Egyesült Államokban a Dow Jones rekordmagasságokba szárnyalt. Ahogy a befektetők bizalma helyreállt, a kötvények kamatrései szűküllek. 1998 elején az Á besorolású kötvények (amelyeket az olyan erős vállalatok bocsátottak ki, mint például a Ford Motor) hozama 75 bázisponttal haladta meg az állampapírokét; februárra a kamatrés 70 bázispontra csökkent.

Ezek a balzsamos, bár látszólag egymástól független fuvallatok azt az általános érzést keltették, hogy a világ ki-

gyógyult az őszi krízisből, bár továbbra is vibrált a levegőben némi idegesség. 1997 októberében, az ázsiai lavina után a Merrill Lynch brókereit a bank pozícióinak leépítésére utasította. A brókerek valóban csökkentették érdekeltségeiket, de 1998 elejére visszatértek a szokásos üzletmenethez. A világ átesett jó néhány válságon, az Egyesült Államok és az IMF pedig sorra kimentette Mexikót, Thaiföldet és Dél-Koreát. „Senki sem gondolta, hogy az ázsiai baj továbbterjed" – jegyezte meg Dan Napoli, a Merrill kockázatmenedzsere azokra a brókerekre utalva, akik a cég tőkéjét ismét a piacra pumpálták. A bankok kereskedési részlegeit sorra megszálló derülátó várakozások nyomán a hitelek kamatrései óhatatlanul szűkültek.

A Long-Termnél szintén békés hangulat uralkodott. Bár az alap tőkeáttéte megnőtt, és a partnerek hatalmas személyes kölcsönöket vettek fel, kockázataik elviselhetőnek tűntek. Bizonyos becslések szerint Hilibrand tőkéje önmagában félmilliárd dollárra rúgott, és Meriwetheré elérte az egy-kétszázmilliós nagyságrendet. Az alap portfólióját a partnerek a kockázat csökkentése végett látszólag visszanyesték. Modelljeik szerint egyetlen nap alatt maximálisan 45 millió dollárt veszthettek – ami alighanem tűréshatáron belüli összegnek tekinthető egy százszoros tőkével rendelkező cégnél.[2] Ugyanezek a modellek elképzelhetetlenül kis esélyt jósoltak arra nézve, hogy a céget folyamatos pechszéria érje, például hogy egyetlen hónap alatt elveszítse tőkéjének 40 százalékát (eddigi legrosszabb hónapjában a Long-Term mindössze 2,9 százalékot veszített). Az egyenletek szerint egy úgynevezett tízszigmás eseménynek kellett volna bekövetkeznie ahhoz, hogy a cég egyetlen éven belül teljes tőkéjét elveszítse, olyan eseménynek, amelynek előfordulási valószínűsége 1 a 10^{24}-hez.[3]

Ha a partnerek szorongtak, azt nem a veszteségtől való félelem miatt tették, hanem attól tartottak, nem találnak elég nyereséget ígérő ügyletet. Ahogy egyre erősebben

szorította őket a kényszer, hogy alkalmas ügyleteket találjanak, annál egzotikusabb tájakra merészkedtek, mint például a brazil vagy orosz államkötvényekére vagy a dán jelzáloglevelekére. Az alapnál a brazil és egyéb feltörekvő piacokat a társaságból meglehetősen kilógó Martin Siegel kezelte. Siegel a régi vágású, idősebb brókerek közé tartozott, és modellekhez egyáltalán nem értett. Annak idején sok pénzt keresett Meriwethernek azzal, hogy a mexikói telefontársaságba fektetett, és JM a rá jellemző lojalitással munkát adott neki a Long-Termnél.

A Long-Term közben egyre több direkt fogadást kötött (portfóliója töredékét érintő ügyletekben), félredobva a körültekintő fedezési stratégiát, mely mindaddig védjegyként kísérte. Scholest komolyan aggasztották az efféle ügyletek, különösen az alap tetemes pozíciója norvég koronában. Szerinte a Long-Termnek ragaszkodnia kellett volna modelljeihez, Norvégiában nem volt semmiféle „információs előnye".[4] Nagyjából egy évvel korábban Haghani dühösen horkant fel, amikor felvetődött a görögországi befektetés gondolata. „Hogy jut eszetekbe megbízni abban a gazdaságban?" – kérdezte. Csakhogy amikor őt vonta valaki kérdőre egy-egy hasonló ötlet miatt, félresöpörte az ellenvetéseket. Haghani úgy érezte, soha nem veszíthet. Addig unszolta partnereit, míg szabad utat nem kapott.

Az alap a részvényügyletekbe is mélyebben belefolyt. Tudván, hogy sok high-tech vállalat (például a Microsoft vagy a Dell) dob piacra olcsón eladási opciókat – alkalmazotti részvényopciós programjainak menedzselésére –, a Long-Term halomszámra vásárolta fel ezeket, és az S&P 500-ra szóló eladási opciók értékesítésével fedezte le. Az ügyleteket Modest építette fel, de a tervezői munkát mindig Haghani végezte. Az egyik alkalmazott bróker meglepődve fedezte fel, hogy Modest még nagyvállalati részvényeket is megshortolt – köztük

ismét a Microsoft és a Dell, továbbá a General Electric papírjait – látszólag Haghani sugallatára. Modest így magyarázkodott: „Mikor Viktor a múltkor beugrott a városba, tetszett neki az ötlet, és mondta, hogy csináljam meg." Aztán, szükségtelenül, hozzátette: „Viktor az Viktor – mit tehettem volna?"

Addigra a Long-Term teljesen beadta a derekát a halálos kísértésnek: egyszerűen muszáj volt a pénzét kihelyezni *valahová.* Teljesen nyíltan spekulálva – opciók útján – az amerikai részvénypiac esésére fogadtak.[5] Aztán egy fiatal, statisztikai szemléletű részvényelemző, Alain Sunier arra tett javaslatot, vegyenek olyan részvényeket, amelyek egy bizonyos modell szerint nagy valószínűséggel bekerülnek az S&P indexbe (amikor egy részvény bekerül az indexbe, sok portfólió kénytelen venni belőle). Hilibrandet lázba hozta az ötlet. Félredobta Sunier modelljét és Sunier cégeit, és új listát állított össze. Hilibrand ragaszkodott hozzá, hogy óriási tételeket vegyenek mindegyikből. A Long-Term a rendkívül spekulatív üzletbe csillagászati összeget, 2 milliárd dollárt fektetett. Sunier egyik kollégája megkérdezte, mi történt, mire Sunier a karját széttárva azt felelte: „[Hilibrand] kiszórta az összes részvényemet."

Hilibrand megshortolta a Berkshire Hathawayt, a Warren Buffett vezette holdingtársaságot is, mivel úgy találta, a Berkshire ára magas a felügyelete alá tartozó vállalatok értékéhez képest. Csakhogy mivel a Berkshire számos érdekeltsége olyan cég volt, amellyel nem kereskedtek a tőzsdén, így Hilibrand nem vehette meg a részeket, hogy az ügyletet tágan értelmezett arbitrázzsá tegye. A rendszerint hideg fejjel kalkuláló Hilibrand kissé túl okos volt, amikor megpróbált a milliárdos költségén nyerészkedni, és az alap szakterületétől veszélyesen távoli vizekre evezett – igencsak meggondolatlanul. A partnerek még az egyébként körültekintően kivitele-

zett ügyletekben is elvesztették arányérzéküket. Egyik – később veszteségesnek bizonyuló – ügyletben a Long-Term 480 millió dollár értékben hatalmas, 15 százalékos részt vásárolt egy olyan ingatlankezelő, a Starwood Hotels & Resorts bóvlikötvény-kibocsátásából, amely maga is hajlamos volt a túlterjeszkedésre.

Bár ügyleteik minden korábbinál tüzetesebb elemzéséért kiáltottak a partnerek, heti kockázatmenedzselő értekezletük mégis egyre inkább sablonossá vált. Nem volt már türelmük az ügyletekhez olyan alapos kutatásokat végezni és olyan precízen kiértékelni őket, mint ahogy azt mondjuk Olaszországgal tették. Bár heves vitákat folytattak, az eredmény előre elrendeltnek tetszett. Scholes a cég egyes pozícióinak mértékét kifogásolta. Többször előfordult, hogy a Long-Term nehezen tudott egyes nagy ügyleteiből kiszállni – ennek mindenképpen intő jelnek kellett volna lennie.[6] Mertonnak, Mullinsnak és McEnteenek szintén fenntartásai voltak. De a nézeteltérés odáig nem fajult, hogy kilépéssel fenyegetőzzenek – talán egyedül ezzel vehették volna rá JM-et és Rosenfeldet arra, hogy ászbrókereikkel szembeforduljanak.

Hilibrand és Haghani mintha meg sem hallotta volna az érveket. A fiatalabb kollégák impulzív színt vettek észre viselkedésükben. Ez Haghanitől talán nem volt meglepő, de teljesen döbbenetes Hilibrand esetében. Az intellektuális Modestet mélyen sértette, hogy – mint ahogy egyik kollégája ugratta – „Larry ítélet-végrehajtójának” szerepére volt kárhoztatva. A Long-Termnél ritka kivételként a Bostonban nevelkedett Modest rajongott a képzőművészetekért, az irodalomért és az operáért. A kereskedés sokkal inkább tudományos, semmint üzleti szempontból érdekelte; rosszul tűrte a partnerek zsarnoki uralmát, és azt, hogy minden idejére önkényesen jogot formáltak. Egészen 1998-ig fontolgatta kilépését, amikor végül megtették kisebb jogú cégtársnak. Látva, hogy a partnerek

szakítanak az őket mindaddig fémjelző elővigyázatossággal, az alap elvesztette számára minden jelentését. A két sztárbróker egyeduralma alatt a Long-Term egyoldalúvá vált, csak a nevében volt társas vállalkozás.

A Wall Street mit sem tudott ezekről a belső feszültségekről, a bankok továbbra is zöld utat adtak az alapnak. A Merrill Lynch boldogan finanszírozta a kockázatos piacnak számító Brazíliában is a céget a legszerényebb haircutokkal. A Merrill repoosztálya hangosan tiltakozott Robert McDonoughnál, a Merrill fedezeti alapokért felelős hilelmenedzserénél a Long-Term feltörekvő piacokkal szembeni kitettsége miatt. McDonough csak nevetett. „Egy ágyban fekszünk a fiúkkal – mondta. – Ha buknak, velük bukunk mi is."

Egyelőre azonban kevés dolog tűnt valószínűtlenebbnek. Sőt a Merrill olyan erősen bízott Greenwichben, hogy április l-jén a Merrill százhuszonhárom csillogó szemű vezetője nagyrészt felvásárolta a Merrill Long-Termben lévő érdekeltségeit (külön porciókra szabdalva) személyes, halasztott javadalmazási programjuk terhére. Maga Komansky, aki Tully utódja lett a Merrill elnöki székében, 800 ezer dollárt tett be, összesen a menedzserek pedig 22 millió dollárt invesztáltak a Long-Termbe. Ironikus módon a Merrill, a Long-Term bábája a csúcshoz közelebb szállt ki, mint bárki – saját vezetőit ültetve a zuhanó repülőbe.

Hogy a Merrill olyan készségesen volt hajlandó finanszírozni ügyfelét, az a pénzügyi szigor Wall Street-szerte tapintható általános enyhüléséből következeti: a bankok lazítottak a gyeplőn, ahogy szorgos igyekezettel próbáltak a feltörekvő piacokon pozíciókat kiépíteni. Oroszországot széles körben a következő kapitalista nirvánaként emlegették. „Mindenki azt gondolta, Ázsia elszigetelt eset volt, gyerünk, lépjünk tovább!" – mondta Richard Dunn, a Merrill egyik ügyvezetője, aki az Egyesült Király-

ság és Európa hitelpiacaiért felelt. Ilyen időkben különös bátorságot kívánt a kölcsönzés megtagadása, mivel az egyet jelentett azzal, hogy az üzletet a riválisok kezére játsszák át. „Elszámítottuk a védelmünkhöz szükséges haircutokat – ismerte be Dunn. – Nemcsak a Long-Termmel szemben követtük el ezt a hibát. Az egész piac szorongatott minket. Nehéz elviselni, hogy cégünk egy üzlet elherdálásával vádoljon minket. Nagy merészség kell hozzá, hogy valaki felálljon, és azt mondja, »nem vállalom«. Az egész Wall Street ebbe a hibába esett."

Áprilisban Sandy Weill, aki még mindig nem emésztette meg teljesen a Salomon elsietett felvásárlásának traumáját, bejelentette a pénzügyi világ minden idők legnagyobb fúzióját: a Travelers egyesül a Citicorppal. Az üzletjellemzően tükrözte a Wall Streetet uraló rózsás hangulatot. A harmincéves államkötvények hozama 6 százalék alá esett, felidézve Meriwether ifjúkorának stabil és ártatlan kötvénypiacait. A fényesebb jövőbe vetett hit az általános kölcsönzési hajlandósággal párosulva még a legmegbízhatatlanabb adósoknál is lenyomta a kamatlábakat. A kamatrések évek óta a legalacsonyabb szintekre süllyedtek, az A besorolású kötvényeknél az év eleji 70 bázispontról 60 bázispontra esett a felár. A zsugorodó kamatrések megváltásként hatottak a Long-Term folyó mérlegére. A nullszaldós első negyedév után az alap áprilisban csaknem 3 százalékot keresett. A kamatlábak durván április végére estek a mélypontjukra – ekkorjutott tetőfokára a bizalom, és vele a Long-Term Capital, amelynek eszközállománya elérte a 134 milliárd dollárt. Az alap négy év alatt megnégyszerezte befektetett tőkéjét a partnerek díjainak levonása nélkül számítva. Ezt a „dézsmát" levonva minden egyes induláskor befektetett dollár 2,85 dollárra hízott, ami szenzációs, 185 százalékos hozam alig ötven hónap leforgása alatt.

A partnerek azért messze nem pihentek a babérjaikon. Dick Leahy irányítása alatt bermudai székhellyel létrehoztak egy viszontbiztosító leányvállalatot, amelyet Osprey Rének kereszteltek el. A Long-Term önmagára alapvetően mint pénzügyi kockázati biztosítóra tekintett: ez a szemlélet testesült meg a 200 millió dolláros tőkével alapított Ospreyben. A partnerek azt tervezték, hogy viszontbiztosításokat árulnak olyan kézzelfogható kockázatokra, mint amilyenek a súlyos viharok, földrengések, hurrikánok és hasonló események okozta károk. Az olasz BNL bankkal közös befektetési alapot szándékoztak létesíteni, amely vállalkozásukból azonban az olaszok kihátráltak. De a partnerek új fronton készültek előrenyomulni: zártkörű kockázatitőke-társaságot akartak indítani.[7] Úgy látszik, az égvilágon semmitől sem rettentek vissza.

A piacokon a baj első tünetei szórványos, enyhe és látszólag egymástól elszigetelt formában jelentkeztek. John Succo, aki a Lehman Brothersnél a származékos részvényügyleteket ellenőrizte, azok közé tartozott, akik úgy érezték, hogy a Wall Street a tűzzel játszik, különösen ami a származékos ügyletek mögött megbúvó láthatatlan tőkeáttétet illeti. Április végén Succo beszédet mondott az egyik befektetői konferencián, amelyet a független sajtómágnás, James Grant szponzorált. Succo az egyik kérdésre válaszul kijelentette, hogy néhány – alighanem az összes – Wall Street-i cég felsővezetésének sejtelme sincs arról, mekkora kockázatot görgetnek maguk előtt huszonhat éves brókereik. Állításának súlyát Succo rögtön enyhíteni igyekezett, hozzáfűzve, hogy *saját* menedzsmentje jobban informált. De a szentségtörést nem tudta semmissé tenni. Succót – amiért a Wall Street-i vezérkart profetikus előrelátással félreinformáltnak minősítette – a Lehman lemondásra kényszerítette.

A rendszerben felhalmozódott tőkeáttétel Lloyd Blankfeinben, a Goldman Sachs egyik partnerében is

nyugtalanságot keltett. Ahogyan kifejtette a New York-i Fednél a kereskedési felügyeletet vezető Peter Fishernek: szerinte a befektetők csak az idejüket vesztegetik azzal, hogy megpróbálják kitalálni, hol leselkedik a következő Mexikó, mely pénzügyi válságot fog kirobbantani. Blankfein úgy vélte, a következő nagy baj nem egy konkrét piaccal, hanem *általában a hitelezéssel* függ majd össze. A befektetők nem tesznek különbséget a kockázatok között – panaszkodott Blankfein az eltűnőben lévő kamatrésekre hivatkozva. Akkoriban minden az állampapírokkal volt egy szinten.

Steve Freidheimnek, a Bankers Trust menedzserének fejében tavaszi szingapúri és hongkongi körútján kondult meg a vészharang. A gyors mexikói talpraállást látva remélte, hogy Ázsia szintén gyorsan magához tér. Csakhogy Freidheimet sokkolta, amit Ázsiában látott: „egy sor nagyjátékos" pénzt vett el az asztalról. Az egyik hongkongi magánklubban ebéd közben tanúja volt, ahogy az egyik nagy bank képviselője hirtelen megváltoztatja egy szerződés feltételeit, hogy csökkentse bankja ázsiai kockázatvállalásait. Freidheim pesszimista hangulatban tért vissza Amerikába. „Azután elkezdtük a piacot megshortolni" – mondta. Soha nem látott mértékben beszűkültek a hazai kamatrések. Freidheim egyetlen kiutat látott cége számára, különösen, ha közismertté válnak a még mindig törékeny ázsiai viszonyok.

Eleinte még szinte észrevétlenül, de más Wall Street-i brókerek is hasonló következtetésre jutottak. A bankok és biztosítási cégek elkezdték leépíteni kockázatosabb, kevésbé likvid kötvényekben lévő befektetéseiket – a Long-Term portfóliójában persze éppen ezek a kötvények szerepeltek.[8] Az eladások koordinálatlanul folytak ugyan, de olyan hatással jártak, mintha összehangoltak lettek volna, mivel a bankok kezén általában ugyanazok a kötvények voltak. Meriwetherben talán felderenghetett egy szikrányi kétség,

mert amikor Sicilianóval, a Swiss Bank egyik vezetőjével találkozott, említést tett arról, hogy lehetőségeket keres a partnerek tőkéjének az alapon kívüli befektetésére, talán ingatlan- vagy részvénybefektetésekbe. JM magyarázatképpen hozzátette: túlságosan koncentráltak – mintha elfelejtette volna, hogy nemrég önként mondtak le a lehetőségéről, hogy tőkéjük egy részét az alapból kivonják.

A hullámok a Travelers fölött csaptak a legmagasabbra. A cég vezetői meghökkenve értesültek arról, hogy új leányvállalatuk, a Salomon Brothers kötvényarbitrazsőrei rutinszerűen 10 millió dolláros vagy még nagyobb év végi prémiumot vittek haza. Weill és első számú szárnysegédje, Jamie Dimon elítélték a Hilibrand idején kialakult sztárrendszert, amelynek értelmében a Salomon (immár Salomon Smith Barney) brókerei százalékos alapon részesedtek az általuk produkált nyereségből. Mivel a veszteségekért nem büntették őket, perverz vággyal igyekeztek a cég pénzéből minél többet kockáztatni. Weill és Dimon az arbitrázsban lényegében nem láttak mást, mint egy szépen felöltöztetett szerencsejátékot. Csöppet sem meglepő módon szintén gyér rálátásuk volt egyik legnagyobb ügyfelük, a Long-Term adataira. Röviddel a fúzió után Dimon bővebb tájékoztatásra szólította fel a Long-Termet. Meriwether hanyagul azt felelte, hogy az információ magántermészetű. Dimon, akit semmi nem kötött a Long-Teimhez, azzal fenyegetőzött, elzárja az alap forrásait. JM erre jámboran eleget tett a kérésének.[9] Új szelek fújdogáltak.

A Salomonnál Robert Slavis, az arbitrázscsoport egyik vezetője megpróbált a részvényügyletek felé diverzifikálni, ahogy a Long-Term tette. Ám Stavis új főnökei, kiváltképp Steven Black, a Salomon Smith Barney globális részvényosztályának feje nem engedte. Stavis nagyobb tétekkel akart a részvényvolatilitási üzletbe beszállni, Black azonban keményen a sarkára állt. A Salomon arbit-

rázscsoportja, amely mindig is a Long-Term alteregója volt, most mintaképétől elszakadva a megfontoltabbá válás útjára lépett. Ezt a Long-Term is megtehette volna, ha a céget JM erősebb kézzel kormányozza.

Áprilisra a Salomon csoportja 200 millió dolláros mínuszban volt, és komolyan felvetődött jövőjének kérdése. Stavis közölte Weill-lel, készüljön fel további veszteségekre. Weill, aki tudta, hogy a Wall Street a rövid távú nyereségre koncentrál, és aki megszállottan őrködött a Travelers részvényeinek árfolyama felett, hallani akarta a teljes igazságot. Tudván, hogy a kamatrések összezsugorodtak – amely Meriwether számára valamiért nem tűnt ilyen egyértelműnek –, a Travelers igazgatósága logikus döntést hozott, és elkezdte arbitrázspozícióit csökkenteni. Az egyetlen jó hír a Salomonnál az volt, hogy hála a Travelers és a Citicorp folyamatban lévő egyesülésének, az arbitrázscsoport már nem tűnt olyan nagy jelentőségűnek. A kereskedési veszteségek lehetőségéről beszélve Weill gyakran mondogatta: „Szeretnék olyan nagy lenni, hogy ha beüt a mennykő, az csak bolhacsípésnek tűnjön." Ez hamarosan – a Citicorp részeként – adott volt számára. Ennek ellenére az egyik Salomon-tisztviselő mintegy próbaképpen átszólt a Long-Termhez, és megkérdezte, mekkora tőkerészt használ a Long-Term az ügyleteihez. „Majdnem nullát" – jött a válasz, amely alapos riadalmat keltett a saját arbitrázsérdekeltségeit korábban soha ilyen alapossággal nem elemző Salomonnál. Nyilvánvaló volt, hogy mindkét cég túlságosan erősen hagyatkozott tőkeáttétre; most pedig, legalábbis a Salomon Smith Barneynél, elkezdődött a pozíciók lefaragása.

Májusban – a Long-Term modelljeinek előrejelzésével ellentétben – szélesedni kezdtek az arbitrázs kamatrései. A kötvényarbitrazsőrök veszteségeket szenvedtek, és az eladási kényszer lassú, de nehezen megtörhető ördögi körébe kerültek. Az olyan cégek, mint a Salomon, ame-

lyek tőkéje megcsappant a korábbi veszteségek következtében, túllépték azt a bűvös számot, amely a számítógépek szerint a biztonságos tőke-eszköz arányt jelentette. Így aztán muszáj volt valamivel többet eladniuk. „Ahogy az emberek csökkentették pozícióikat, felszökött a volatilitás – mesélte az egyik Londonban dolgozó Salomon-bróker. – Így még többen kényszerültek eladni."

Ez még tényleg csak egy bolhacsípés volt, de a fájdalom nagyobb volt, mint amekkorára Weill számított. Az egyik legnagyobb érvágás a jelzálogpiacot érte, ahonnan az 1994-es kötvénypiaci problémák is kiindultak. A jelzálogalapú értékpapírok estek, rászorítva a fedezeti alapokat, hogy visszanyessék egyéb, többek közt a feltörekvő piacokat érintő befektetéseiket.[10] Ázsiában elszabadultak az indulatok. Az „ázsiai kistigrisek" legnagyobbjában, Indonéziában zátonyra futott az IMF mentőakciója. Aztán májusban az országban kirobbant utcai lázadások lemondásra kényszerítették a harminckét éve hatalmon lévő Suharto elnököt. Az igazi forradalmárok a valutakereskedők voltak, akik leértékelést csikartak ki, és felszínre hozták a korrupt diktátor urambátyámrendszerének csődjét.

Mindenki tisztában volt azzal, mi lehet a spekulánsok következő célpontja: Oroszország. Szergej Dubinyin, az orosz jegybank elnöke kijelentette: a rubel biztonságban van. Ha ez valakinek nem lett volna elég egyértelmű, hozzátette: „Nem lesz rubelleértékelés."[11] Május végére aztán Dubinyin a tőkekiáramlás megállítása érdekében háromszorosára emelte a kamatlábakat. A már addig is ingatag orosz gazdasági rendszer most az összeomlás szélére került. Közben az Egyesült Államokban lassult a gazdaság, ami az állampapírpiacon egyre feljebb nyomta a kötvényárakat. Az amerikai kincstári kötvények hozamai estek, és ennek következtében egyéb, például vállalati kötvényekhez viszonyított kamatréseik szélesedtek.

A tendencia épp az ellenkezője volt annak, amire a Long-Term fogadott, és az alap májusban az addigi legrosszabb hónapját zárva 6,7 százalékot vesztett.

A UBS-szel való egyesülése után hamarosan a Long-Term legnagyobb befektetőjévé váló Swiss Banknak ugyan sejtelme sem volt a veszteségekről, de a bank vezérkarának épp elég oka volt az idegeskedésre. A warrantcsomagot átfésülve Tim Frederickson, aki a Swiss Banknál a származékos osztályt igazgatta, felhívta főnökét, Sicilianót, és figyelmeztette: „Elég rosszul fest a helyzet". Alapvetően az volt a gond, hogy a befektetést nem lehetett lefedezni: a Swiss Bank teljesen ki volt szolgáltatva a Long-Termnek. „.Akkor még – emlékezett vissza Siciliano – a warrant olyan volt, mint egy jóindulatú daganat. Tudtuk, ha bajba kerülnek, nekünk is problémáink adódnak, csakhogy mindaddig soha nem kerültek bajba."

Júniusban a UBS-t elhagyta a warrantot a bank nyakába sózó Ron Tannenbaum – de távozása pusztán széljegyzet volt a kibontakozó drámában. Sokkal fontosabb volt, hogy a kamatkülönbözetek tovább nyíltak. Ennél is megrázóbb dolog volt, hogy a kamatrések *minden* olyan piacon szélesedtek, ahol a Long-Term kereskedett. A baj nemcsak bizonyos kötvényeket érintett – általános hitelkivonási hullám indult el, azt az átható érzést tükrözve, hogy a piacok alábecsülték a kockázatokat. A befektetők biztonságra vágytak, bármekkora árat hajlandók voltak fizetni amerikai állampapírokért (vagyis hajlandók voltak bármilyen alacsony hozamokkal beérni, hogy megszabadulhassanak a kockázatosabb kötvényektől).

Jim McEntee, JM barátja és az a partner, aki a számítógépek helyett mindig a szimatára hagyatkozott, megneszelte, hogy fordulni készül a széljárás a kereskedésben. Cégtársait újra meg újra a cég kockázatainak csökkenté-

sére kérte, de mint ódivatú brókerre és tudományos analfabétára, senki sem hallgatott rá. Ahogy a partnerek átköltöztek Connecticutba, és megfosztották magukat a Wall Street-i tolongás mindennapi ingereitől, még kevesebb jutott el hozzájuk a brókerek egymás közti anekdotikus, de olykor hasznos pletykáiból. McEntee vészjelzéseit sem volt nehéz leszerelniük, annál is inkább, mivel a Sejk veszített az ügyletein. Az egyre inkább frusztrált McEntee egyik éjjel összefutott James Rickardsszal, a Long-Term általános tanácsadójával a greenwichi Horseneck Tavern bárban. Rickards másnap indult egy hegymászó expedícióval az alaszkai McKinley-hegy meghódítására. „Mire visszatér, a világ egészen megváltozik" – jósolta sötéten McEntee.

McEntee brókertársai immár szerte a Wall Streeten „a minőséghez való menekülésről", azaz a hosszú lejáratú amerikai államkötvények vásárlásáról beszéltek. Június közepére a harmincéves kincstári kötvények hozama 5,58 százalékra esett, a legalacsonyabb szintre, mióta a kormány 1977-ben harmincéves állampapírokat kezdett kibocsátani. „Az állampapírpiacon senki sem akarja fedezetlen pozícióval zárni a napot" – nyilatkozta a The Wall Street Journalnek Matthew Alexy, a Credit Suisse First Boston egyik stratégája.[12] Kivéve a Long-Term Capitalt, amely nap mint nap fedezetlenül adott el állampapírokat. Alapvetően ezzel igyekezett ugyanis lefedezni a birtokában lévő kockázatosabb kötvényeket. Márpedig a kincstári kötvények ára mind magasabbra szárnyalt, és egyre szélesedtek a köztük és a többi kötvény között lévő kamatrések. A jelzálogalapú értékpapírok kincstári kötvényekhez mért kamatrése 96-ról 113 bázispontra ugrott, ugyanez a vállalati kötvényeknél 99-ről 105 bázispontra, a bóvli kötvényeknél pedig 224-ről 266-ra. A kamatrés még a biztonságosnak tűnő „off the run" kötvényeknél is

6 bázispontról 8 pont fölé emelkedett.[13] A kockázatos kötvényekre elvárt hozamfelár minden piacon emelkedett, és a Long-Term minden piacon pénzt vesztett.

Miből fakadt ez a mindent felemésztő irtózat a kockázattól? A szikrát ismét Ázsia pattintotta ki. Japánban a jen mélyrepülésbe kezdett, kiélezve az országot sújtó, már addig is éppen elég mély recessziót. A japán kötvényhozamok zuhantak. Az ázsiai gazdaságnak Japán sarokköve volt, és ahogy a japán importőrök visszafogták a beszerzéseiket, regionális dekonjunktúráról kezdtek beszélni. Indonéziában a rúpia elvesztette a válság előtti értékének 85 százalékát. Dél-Koreában egyetlen nap alatt 8 százalékot estek a részvények. A félelem mindenütt a levegőben vibrált, de nap mint nap máshol manifesztálódott.

Oroszország irányából egyre erősebb dobpergés hallatszott. Júniusban a Goldmannek az orosz kormány nevében sikerült eladnia 1,25 milliárd dollárnyi eurókötvényt szerény (ahhoz képest, hogy Oroszországról volt szó), 12 százalékos kamatlábon. A Goldman kötvénykibocsátása rendkívüli fegyvertény volt, és arról segített meggyőzni a befektetőket, hogy az orosz gondok végre enyhülnek. Csakhogy a Goldmant nem egészen tisztességes szándékok vezették. A bank az ügyletért több tízmillió dollárnyi díjat söpört be. Amellett az általa folyósított kölcsönök után 250 millió dollárnyi kifizetetlen követelése volt Oroszországgal szemben, és az új kötvények révén Oroszország a Goldman szempontjából lehető legideálisabb pillanatban törleszthetett. A százéves befektetési bank a részvénytársasággá váláson dolgozott, és jónak látta kitörölni könyveiből az orosz kölcsönöket. Sőt, mivel a Goldman már ősszel szeretett volna tőzsdére vonulni, esze ágában sem volt megvárni, hogy kiderüljön: Oroszország iránt mennyire lesz tartós az általa csiholt derűlátás – és orosz államkötvény-állományát gyorsan a befektetők

nyakába varrta.[14] Június végére – a Goldman, a J. P. Morgan és a Deutsche Bank által kibocsátott kötvények következtében – a piacok fuldokoltak az orosz papírok özönében. Az egyéves orosz állampapírok kamatlába 90 százalékra szökött fel.

A lassulásjelei még Amerikában is felsejlettek. A részvénypiac hirtelen ingadozni kezdett, és az opcióárak megugrottak. A Long-Term számára közvetlen jelentőséggel bíró szám, az aktuális volatilitás 27 százalékosra emelkedett. A részvényvolatilitást jóval alacsonyabb szinten eladó Long-Term jelentős veszteségeket szenvedett. Júniusban az alap mindent egybevetve 10 százalékot vesztett, valaha volt legrosszabb hónapját tudva maga mögött. A Long-Term átélte első tartós veszteségszériáját, és 1998 első feléhez képest 14 százalékos mínuszban állt.

A Salomon Smith Barney arbitrázscsoportját szintén veszteségek érték. Weill azt ígérte, a szélsőségesen rossz kereskedési eredményeket képes lesz megrázkódtatás nélkül átvészelni, de elszámította magát. Június végén úgy határozott, hogy az általa soha nem szívlelt üzletágban beszünteti tevékenységét, és kivonul az amerikai kötvénypiaci arbitrázsból. Vajon miért kebelezte be Weill a Salomont, kérdezhetnénk erre, amikor az arbitrázscsoport volt a bank fő nyereségfonása? Akárhogy is, a Salomon komolyan elkezdett szabadulni befektetéseitől. A Salomon pozíciói és a Long-Term ügyletei közt persze jelentős átfedések voltak, így a Salomon eladásai hozzájárultak ahhoz, hogy a Long-Term portfóliója negatív tartományba kerüljön, mondhatni, az alapot veszteségspirálba nyomták. Meriwether túlélte teremtőjét, de az a sírból tovább kísértette.

A Salomonhoz hasonlóan a Long-Term is megshortolt egy egyszerű swapkamatrést, amelynek nagysága egy standard, széles körben alkalmazott ügylet kamatlábából következik. Ezen csereügylet kamatlába az a mindenkori fix kamatláb, amelyet a bankok, biztosítók és más befek-

tetők kérnek cserébe a rövid távú LIBOR-kamatláb fizetéséért. A csavar a dologban, hogy a LIBOR-nak változó a kamatlába, senki sem tudja, *hogyan* alakul a jövőben. A swapkamatlábakkal tipikusan az adott ország állampapírjai fölött enyhe kamatréssel kereskednek. A LIBOR-kamatlábakra vonatkozó csereügyletek így aztán alapvető barométerei a hitelpiacrajellemző nyugtalanságnak – azt a felárat jelentik, amelyet a befektetők ajövőbeni kamatláb-ingadozások elviseléséért felszámolnak.

1998 áprilisában az Egyesült Államokban 48 bázispontos volt ez a swapkamatrés. A közelmúlthoz képest a szám magasnak számított (eddig az 1990-es években szinte mindvégig 35 pont alatt maradt, bár 1990-ben, a legutóbbi válság idején egyik pillanatról a másikra 84 pontra ugrott). A Long-Term, mivel nem látott visszaesésre utaló jeleket, a kamatrés szűkülésére fogadott. Európában a Long-Term rafináltabb pozíciókat épített ki. A LIBOR-swapok kamatrése 45 bázispont volt Angliában és mindössze 20 pont Németországban, ami szokatlanul nagy különbségnek számított. Az eltérésre létezett gazdasági magyarázat, mégis átmeneti és természetellenes kilengésnek tűnt.* A Long-Term ezért Európában a *kamatrések közli különbség* szűkülésére fogadott.

A Long-Term mindkét swapügylete intelligens fogadás volt a konvergenciára, bár – ahogyan a történelem korábban már megmutatta – korántsem volt holtbiztos manőver. A swappiac mély volt és múltja rendkívül alkalmas a modellezésre. Csakhogy – mint oly sok más ügyleténél – a Long-Term ésszerűtlenül nagy pozíciókat épített ki. Amikor pedig a Salomon elkezdte a maga (nagyon hason-

* Angliában a kormány keveset kölcsönzött, ami alacsonyabb kamatokhoz és szélesebb kamatrésekhez vezetett. A német kormány viszont nagy összegű hiteleket vett fel, és így szűkültek a kamatrések – *a szerző.*

ló) swappozícióit felszámolni, a Long-Term mindkét fronton vesztett. Az amerikai kamatrés szélesedett (56 pontra), és nőtt a különbség a brit és a német kamatrések közt is.

A helyzetet tovább rontotta, hogy júliusra nyilvánossá vált a Salomon kivonulása az amerikai arbitrázsból. A Salomon-vezérkar The Wall Street Journalhez kiszivárgott feljegyzése baljóslatúan állapította meg: „Az arbitrázzsal szerezhető profit az utóbbi időben folyamatosan csökkent, míg a kockázat és a volatilitás megnőtt."[15] A különböző cégek brókerei természetesen rögtön elkezdtek kamatlábswapjaiktól és egyéb arbitrázsügyleteiktől szabadulni, nehogy maga alá gyűrje őket a Salomon gőzhengere.

A Long-Term üzlettársai csúnyán alábecsülték annak következményeit, ha az üzletben a második legnagyobb játékos visszavonulót fúj. Arra számítottak, hogy az űrt más arbitrazsőrök fogják betölteni. Amikor egy fiatalabb bróker megfogalmazta aggodalmait Rosenfeld előtt, ő csak legyintett, és közölte: a partnerek kézben tartják a helyzetet. Júniusban, miután a Swiss Bank és a UBS egyesült, Siciliano meglátogatta Meriwethert, aki meglepte a Long-Term utóbbi veszteségeivel. De JM is magabiztosnak látszott – szinte megkönnyebbültnek. Végre eljött a régóta várt egy-két rossz hónap. Az egyetlen zavarba ejtő körülmény az volt, hogy Meriwether várakozásaival ellentétben a Long-Term az *összes* ügyletén vesztett. Nyugodtan hozzátette azonban, hogy kihasználva az alacsonyabb árak nyújtotta kedvező helyzetet, ráerősíthet néhány kedvenc ügyletére. Siciliano, akinek már addig is rossz érzései voltak a Long-Termmel kapcsolatban, azonnal tájékoztatta Felix Fischert, a UBS vezető kockázatmenedzserét, hogy a bank súlyos kockázati veszélynek lesz kitéve, amennyiben a Long-Term veszteségei folytatódnak. A bank felsővezetését egyikük sem figyelmeztette.

A Bear Stearns, az alapot klíringelő brókercég szintén aggódva figyelt fel a Long-Term veszteségeire. Júliusban azonban az alap magához tért. „A napi nyereség-veszteség elszámolásokat ismerve július elején látványos talpra állást tapasztaltunk – jegyezte meg Mike Alix a Beartől. – A történetük úgy szólt, hogy elölről újratesztelték az összes modelljüket, és arra jutottak, hogy a június várható kilengés volt. Ez volt a hivatalos álláspont."

JM különös gondot fordított arra, hogy a veszteségekről személyesen értesítse Allisont a Merrill Lynchnél és az alap többi nagy partnerét. Általában nyugodt benyomást tett. A befektetőknek írva JM arról számolt be, hogy „a jövőben várható hozamok jók".[16] Meriwether végre a golfpályán is régi énjét mutatta. A kedélyét nem ásták alá a veszteségek. Az egyik golfozó társa szerint „úgy látszott, békében él önmagával".

Rendületlen önbizalmának legbiztosabb jeleként az alap újabb embereket vett fel. A technológia iránt mindig fogékony cég a nyár folyamán nyolc új szoftvermágussal bővítette sorait, beállítva a 190 fős csúcsot.

A Long-Term igyekezett visszanyesni befektetéseit, hogy egyensúlyba hozza újabban elapadt tartalékaival. Csakhogy az eladás összességében szerény maradt. Miközben a Long-Term eladta néhány „direkt" ügyletét, a partnerek ragaszkodtak az olyan nagy konvergenciapozícióikhoz, mint a részvényvolatilitás-ügyletek, swapok és a Royal Dutch/Shell; némelyiket pedig még tovább is növelték.[17] Mindent egybevetve: eszközállományuk 134 milliárd dollárról mindössze 128 milliárdra csökkent, tőkeáttétük pedig nőtt, harmincegyszeresre. Az alap modelljei szerint a Long-Term az utóbbi lépésekkel a naponta maximálisan elveszthető összeget 45 millió dollárról 34 millióra csökkentette.[18] Csakhogy ez meglehetősen mechanikus módja volt a veszteségbecslésnek. A technika a jövő mérését a múltbéli volatilitásokra alapozta: mint

rendszerint, a Long-Termet a partnerek most is úgy vezették, hogy szemüket a visszapillantó tükörre szegezték.

Júliusban a piacok továbbra is izgatottak maradtak. Oroszországban, ahol még nem ült el a leértékeléstől való félelem, a rövid távú kötvények kamatai a szédítő, évi 120 százalékra emelkedtek. A globális befektetők – a brókerek, akik állandóan a CNN-t és a Bloomberg képernyőket figyelték, és látszólag soha nem aludtak – Oroszországot problémának tekintették, de csak elszigeteltnek. Ahogy az egyik Oroszország-szakértő közönyösen kifejtette: az orosz jegybank könnyen úgy dönthet, hogy becsukja az ablakot, és nem dobálja ki tovább rajta a dollárt. „Senkit sem érdekelne – tette hozzá. — Legfeljebb néhány fedezeti alap rokkanna bele."[19]

Az, hogy senki nem félt, azért volt, mert a világ pénzügyi rendfenntartói korábban mindig olyan gyorsan betömlek minden apró szivárgó rést. Júliusban Rubin pénzügyminiszter sürgetésére az IMF és számos kormány 22,6 milliárd dolláros orosz mentőakciót szervezett, látszólag azt demonstrálva, hogy nem létezik olyan pénzügyi probléma, amit ne kezelhetnének. (Az átutalt pénz nagy részét orosz oligarchák kaparintották meg, és kimenekítették az országból.) Aztán a Goldman Sachs arra biztatta a befektetőket, hogy rövid lejáratú orosz kincstárjegyeiket cseréljék le húszéves lejáratú államkötvényekre – mintegy azt sugallva ezzel, hogy Oroszországban a következő húsz hét kevésbé kiszámítható, mint az eljövendő húsz év. Csakhogy a befektetők Oroszországra már nem mint közönséges befektetésre tekintettek – visszakanyarodtak a régi közhelyhez, miszerint „egy atomhatalom soha nem mehet csődbe". Mintha Walter Wriston, a Citibank hajdani elnökének szavait visszhangozták volna, aki az 1970-es és korai 1980-as években kölcsönöket folyósított Latin-Amerikának, mondván, a szuverén országok nem válhatnak fizetésképtelenné.

A Travelersnél Weill és Dimon, becsületükre legyen mondva, megérezték azt, amit mások nem: Oroszországban a helyzet sikamlós. „Sandy gyűlölte Oroszországot – mondta egyik londoni brókere. – Azt mondta, az országban nincsjog és törvény." Júliusban a Salomonnal tárgyalt az egyik IMF-tisztviselő, és a helyi vezetést méltatva próbálta visszacsábítani Moszkvába a bankot. Az IMF moszkvai kirendeltségvezetője más oldalról próbálkozott, és arról biztosította a Salomont, hogy az Egyesült Államok soha nem hagyna egy atomhatalmat csődbe menni. Weill és Dimon azonban ódzkodott a meglepetésektől, és megérezték: Oroszország még sokat tartogat belőlük. Bár vonzó volt a geopolitika, és azon belül Oroszország, Weill szerint az utóbbi ország egy befektetési bank számára a befektetésre elhibázott hely volt. Kiadta a parancsot: eladni.

A Long-Term és a Salomon ismét az üzlet ellenkező oldalán állt. llaghani és Hawkins rögeszmésen hitt abban, hogy Oroszország egyszerűen nem hagyhatja – és *nem is fogja* hagyni –, hogy valutája zuhanni kezdjen. (Közgazdászok jártak fedezeti alapról fedezeti alapra, beleértve a Long-Termet is, ezzel a gondolattal házalva.) A Long-Term persze tisztában volt a csőd lehetőségével. A professzoroknak azonban volt egy modelljük, amely szerintük előre jelezte, mi történne, ha Moszkva netán mégis csődöt jelentene.[20] Llaghani szemében teljesen ésszerű volt ez a hozzáállás. „Csupán a tapasztalatainkra hagyatkoztunk – jegyezte meg később, általában a portfólióval kapcsolatban. – Ha nem vagyunk hajlandók a múlt tapasztalataiból következtetéseket levonni, az olyan, mintha ölbe tennénk a kezünket, és nem csinálnánk semmit."[21] Igen ám, de képes lehet-e egy „modell" valóban megjósolni egy ország jövőjét – nemcsak a piacait, de egyben politikusait, törvényhozóit, szenvedélyeit is? Oroszország kiváltképp rossz vegykonyhája volt az olyan típusú kereskedésnek, mint amit a Long-Term művelt.

Kevesebb, mint egy évtizeddel a kommunista rendszer bukása után a demokratizálódásért küzdő Oroszország lényegénél fogva kiszámíthatatlan volt. A történelmet jól ismerő Haghaninak illett volna tudnia mindezt. (Churchill 1939-ben azt mondta: „Nem tudom önöknek Oroszország lépéseit megjósolni. Hogy mit fog tenni, az egy rejtély mélyén lappangó titok, egy talány kellős közepébe zárva.") 1998-ban Oroszország viselkedésének előrejelzése meghaladta az ökonometria lehetőségeit, beleértve a greenwichi számítógépekét.

A Fed tisztában volt a veszélyekkel, amely a bankok túlzott múltra való hagyatkozásában rejlett. A Fed bankfelügyeletének első embere bankoknak szóló nyílt levélben figyelmeztetett: „Egyetlen bank sem ringathatja magát abban a hitben..., hogy a végtelenségig tart az utóbbi néhány év szokatlanul kedvező gazdasági légköre." Bár a levél konkrétan nem a tőkepiacokkal, hanem a kereskedelmi hitelezéssel foglalkozott, hangsúlyozta az olyan „alternatív forgatókönyvekben" való gondolkodás szükségességét, mint az esetleges csődök és fizetésképtelenné válás, elítélve az abból kiinduló stratégiákat, hogy a jövő egyenes folytatása lesz a jelennek.[22] A Fed-elnök, Greenspan – ellentétben a bölcsen óvatosságra intő kollégájával – még mindig a szabályozatlan származékos piacok dicséretét zengte. Július 30-án a Szenátus Mezőgazdasági, Élelmezésügyi és Erdőgazdálkodási Bizottsága előtti meghallgatáson Greenspan kijelentette, hogy a származékos kereskedéssel foglalkozó brókereknek „üzletfeleik gondos elemzésével mindig is sikerül hatékonyan kezelniük a hitelezési kockázatokat". Az utóbbi szavak csak azt jelenthették, hogy Greenspan szerint a Merrill és a Morgan gondos elemzésnek vetette alá a Long-Termet és a hozzá hasonló ügyfeleket – nézete azonban hamarosan nyilvánosan megdőlt.[23]

Július második felében a Long-Term teljesítménye visszaesett, és a hónapot nagyjából nullszaldóval zárta.

Európában és Amerikában gyengültek a részvények. Augusztus elejére az orosz kötvények újra süllyedni kezdtek. Híre ment, hogy a Wall Street-i bankok és a fedezeti alapok elkezdték kiárusítani készleteiket. Az eladási hullám közben Kelet-Európára, Latin-Amerikára és Ázsiára is átterjedt. Oroszország problémája már egyáltalán nem látszott olyan elszigeteltnek.

Augusztus második hetében sorra roppantak össze az orosz piacok. Augusztus 13-án az országot sújtó dollárkiáramlás, a kimerülőben lévő tartalékok, a költségvetési túlköltekezés és az ország fő exportcikke, az olaj 33 százalékos áresése nyomán a kormány kénytelen volt korlátozni a rubelkereskedelmet. Megbízható és fizetőképes bankok hiányában megdermedt a bankrendszer. A moszkvai részvénypiacon rövid időre leállt a kereskedés. A tőzsde a napot 6 százalékos eséssel zárta – az egész évet tekintve 75 százalékos zuhanással. Csaknem 200 százalékosra ugrottak a rövid távú kamatlábak. A hosszú távú orosz államkötvények ára feleannyi volt, mint alig két hónappal korábban, amikor Goldman boldogan eladta azokat.

Míg a világ a rubelleértékelésre várt – a kormány váltig állította, nem kerül rá sor –, a kommunista többségű duma, az orosz parlament alsóháza leszavazta az IMF által sürgetett reformintézkedéseket. Aztán a képviselők szabadságra mentek. A kormány könyörgött, üljenek újra össze, de a képviselők elutasítóan feleltek – közben számos kormányzati vezető, köztük Borisz Jelcin szintén nyaralt tengerparti dácsájában, magára hagyva az országot a bajban. Mindezt nehéz lett volna modellezni.

Az Egyesült Államokban és Európában a piacokat megrázták az egymást érő negatív események: az orosz válság, az ázsiai gyengélkedés, a teljes körű fegyverzetellenőrzés iraki elutasítása, a lehetőség, hogy Kína leértékeli *saját* valutáját, és Clinton elnök vallomása kapcsolatáról Monica Lewinskyvel, a fehérházi gyakornokkal. Az Orosz-

országból és Ázsiából iszkoló globális befektetők elkeseredetten menekültek az amerikai államkötvényekhez, amelyek a biztonság utolsó mentsvárai, ha senki sem akar kockázatot vállalni. A harmincéves amerikai kincstári kötvények hozama új negatív csúcsot döntött: visszaesett 5,56 százalékra.

A hitelkamatrések tovább szélesedtek. Az A besorolású kötvényeknél a különbözet a kötvényarbitrázs csúcspontja, április óta 60 bázispontról 90 bázispontra emelkedett. Az amerikai swapkamatrések szintén nőttek. Minden befektetési bank arbitrázsrészlege pozíciói leépítésén fáradozott: a tőke éppúgy menekült a kötényarbitrázsból, mint Ázsiából. A Fed eleinte jó szemmel nézte a trendet. Mindeddig túlságosan szorosak voltak a kamatrések, túlságosan könnyen elérhetők a hitelek. De most, az orosz krízis fényében a Fednél az idegek pattanásig feszültek.

A Long-Term pénzt vesztett augusztusban – tette ezt zavarba ejtő módon négy egymást követő hónapból háromban. A partnerek már nem engedhették meg maguknak, hogy a Wall Streettel szemben tartózkodók legyenek. Ráébredve arra, hogy a portfólióját tovább likvidáló Salomon súlyos hátráltató tényező, Haghani felajánlotta: megveszi a bank egész, nagyjából 2 milliárd dollárt érő pozícióját – csak hogy az egészet befagyassza. A Salomonnál úgy vélték, Haghani viccel – a Long-Termnek már nem volt akkora tőkéje, hogy Haghani félvállról ilyen ajánlatokat tegyen. De azért örültek, hogy fordult a kocka: a lapokat szemlátomást már nem a Long-Term osztotta. Az aggódó Bear Stearnstől minden nap hívták Robert Shustakot, a Long-Term pénzügyi igazgatóját. A J. P. Morgan pletykákat hallott arról, hogy a Long-Term pozíciókat likvidál – vagy legalábbis igyekszik likvidálni. A szóbeszéd eljutott a Lehman Brothershez is. Bár a Long-Term korábban gőgösen kerülte a nem a legnagyobbak közé tartozó befektetési bankot, újab-

ban békülékenynek mutatkozott a Lehmannal szemben. „Egyre több üzlettel kerestek meg minket – emlékszik Jeffrey Vanderbeek, a Lehman kötvényosztályának feje. – Emlékszem, az jutott eszembe, talán romolhatott a likviditásuk. Több finanszírozási forrást akarnak." Ahogy a repokölcsönök lejártak, a Wall Street-i bankok (köztük a Lehman) a professzoroktól letétet kértek az újrakötéshez.

A partnerek hirtelen aggódni kezdtek személyes jólétükért, és gyorsan hívogatni kezdték tanácsadóikat és ügyvédjeiket. Hans Hufschmid, az egyik londoni üzlettárs, akinek kaliforniai volt a felesége, épp Malibuban készült házat vásárolni. Hufschmid korábban nagy összegű hiteleket vett fel, hogy a Long-Termbe fektethessen. Most dilemma előtt állt. Végül rosszat sejtve úgy döntött, mégsem veszi meg a házat. Myron Scholes azonban vett egyet San Franciscóban, ahol a menyasszonya lakott. Fantasztikus ház volt a Russian Hillen, nagy belmagassággal és teraszszal a Fisherman's rakpartra A ház 6,5 millió dollárba került.[24] Csakhogy Scholesnak volt pénze az alapon kívül, az alap addigi veszteségei pedig egyáltalán nem tűntek olyan súlyosnak.

Augusztus közepén Meriwether annyira magabiztos volt, hogy még egy kínai útra is vállalkozott. A partnerek úgy vélték, jó okuk van az optimizmusra: a kamatrések – mint hitték – olyan nagyra nőttek, hogy már biztosan csak szűkülhetnek. Derűlátásuk azonban drasztikus irányba vitte őket. Augusztus közepén a Long-Term tovább mélyítette pozícióit az orosz kötvényekben; amelyekből addigra már jókora adag fedezett és kisebb fedezetlen készlettel rendelkezett. Amikor az egész világ riadtan figyelte Oroszországot, amikor hitelezői romokban álltak és az ország kormánya patthelyzetben volt, Haghani és egy Ayman Hindy nevű elemző, korábbi stanfordi professzor még több orosz kötvényt vásárolt – mintha valami varázsgömbbel átlátnának a titokzatos keleti homályon.

Sem a Nobel-díj, sem a tudományos fokozatok nem számítottak már; a professzorok egyszerűen vakon kockáztattak. A Long-Term egyik brókere szerint az alap „direktben fogadott Oroszországra – az utolsó másodpercben". Egy másik bróker elkeseredettenjegyezte meg: „Annyira idegen volt tőlünk ez az egész."

8. A bukás

„A kérdés az, hogy... vajon pusztán csak egyedi és elszigetelt jelenség volt-e az LTCM katasztrófája, szerencsétlen húzás a természet urnájából, vagy az efféle katasztrófák elkerülhetetlen következményei magának a Black-Scholes-formulának és annak az általa esetleg táplált illúziónak, hogy az összes piaci szereplő minden kockázatát egyszerre lefedezheti."

Merton H. Miller, Nobel-díjas közgazdász

Augusztus közepéig a Long-Termnek végig rossz éve volt, de nem rosszabb, mint amilyenen bármely más alapnak vagy vállalkozásnak előbb-utóbb kötelezően át kell esnie. Hírneve, akárcsak tőkéje, csorbítatlan maradt. Összességében káprázatos múltra tekinthetett vissza, és befektetői berkekben – akik a céget igazán ismerték – gyakran illették a „zseniális" jelzővel. A nagyközönség nem ismerte a Long-Termet, de ezt Meriwether és csapata kívánta így, és remélték, hogy mindez a jövőben sem változik. Aligha sejthették előre azokat a nagy horderejű, sőt történelmi eseményeket, amelyeknek később a középpontjában álltak, ahogy azt sem, milyen gyökeresen megfordul a szerencséjük. Még kevésbé tudták volna elképzelni azt a döbbenetes sebességet, amellyel az ilyen események leperegnek. A nyár végén, amikor a Wall Street kirajzott a Long Island-i Hamptons nyaralóiba, a partnerek Amerika leggazdagabb, legsikeresebb és legnagyobbra méltatott

befektetői közt voltak. Alapjuk tőkéje elérte a 3,6 milliárd dollárt, ennek kétötöde a saját vagyonuk. Mindössze öt hétbe tellett, hogy mindet elveszítsék.

Augusztus 17-én, hétfőn Oroszország hitelmoratóriumot hirdetett. A kormány egyszerűen úgy döntött: rubelét inkább használja az orosz munkások, mint a nyugati kötvénytulajdonosok kifizetésére. Nem állt tovább szándékában az sem, hogy a külföldi piacokon fenntartsa a rubel értékét. Röviden szólva: leértékelte a rubelt, és – legalábbis néhány hitelét tekintve – fizetésképtelenséget jelentett. Tette ezt annak ellenére, hogy korábban megígérte, hogy a két eszköz egyikével sem fog élni. A részleteket a legvégsőkig homályban tartva Oroszország bejelentette: a moratórium a 13,5 milliárd dollárnyi *helyi* (rubelben denominált) kölcsönre vonatkozik – megszegve azt a még a latin-amerikai válság legsötétebb napjaiban is tiszteletben tartott szabályt, miszerint a kormányok előnyben részesítik saját valutájukat.

A piacok, legalábbis eleinte, visszafogottan reagáltak. Estek a mexikói és brazil kötvények, és gyengültek a részvények Japánban és a különféle feltörekvő piacokon. A Dow Jones azonban csaknem 150 pontot emelkedett. Az amerikai bankok az 1929 óta dívó hagyomány szellemében siettek kijelenteni: várakozásaik szerint minimális károkkal fogják kiállni a vihart. Robert Strong, a Chase Manhattan hitelezési részlegének feje öntudatosan nyilatkoztatta ki a Wall Street-i biztonsági elemzők előtt, hogy szerinte a Chase és a többi amerikai bank szempontjából „Oroszország nem minősül jelentős tényezőnek”.[1] Később bankja hat héten belül értékének 50 százalékát elvesztette a tőzsdén. Oroszország teljes adósságállományát tekintve nem számított vészesen nagynak, alig egy második Venezuelának.

Eltekintve persze attól a ténytől, hogy Oroszország nem Venezuela volt. A világ elképzelhetetlennek tartotta, hogy egy atomhatalom csődöt jelentsen, és amikor ezt Oroszország mégis megtette, valami végképp meghalt a piacokon. Téveszmének bizonyult a vigasztaló képzet, hogy a globális pénzügyi rendfenntartók baj esetén mindig a helyszínen teremnek, hogy rendbe tegyék a dolgokat. Ezúttal nem indult IMF-mentőakció, nem sietett Oroszország segítségére Robert Rubin vagy a „nyugati hetek". „A valutalap és a G7 végre nemet tudott mondani" – jegyezte meg Morris Goldstein, az IMF egyik korábbi vezető tisztviselője.[2] A messzire mutató tény szibériai orkán módjára hűtötte le a globális piacokat. Az orosz adósságválság darabokra zúzta azokat a tunya, de kényelmes befektetői automatizmusokat, amelyek abból indultak ki, hogy mindig lesz egy biztonsági háló. „Kipukkant az erkölcsi kockázat buborékja"[3], amelyet az elvárások azóta kezdtek mind nagyobbra felfújni, hogy Rubin Mexikó megmentésére szaladt. A befektetők először elszórtan majd tömegesen ráébredtek, hogy egyetlen feltörekvő piac sem biztonságos. Az orosz kommunistáknak hetven év alatt nem sikerült akkora csapást mérniük a kapitalizmusra, mint most saját feltörekvő kapitalistáiknak.

Csütörtökön, három nappal a válság kezdete után világszerte megroggyantak a piacok. Gyengültek a keleteurópai és török részvények. A caracasi tőzsde 9,5 százalékot zuhant. A venezuelaiak pánikba estek, és dollárért kapkodtak. A jóval nagyobb brazil tőzsde 6 százalékot esett. A német részvénypiac 2 százalékos esést produkált, mintha az orosz fenyegetés áthatolhatna a keleti frontokon.

A befektetők immár nemcsak a feltörekvő piacokról menekültek, hanem mindenhonnan, ahol bármi kockázat leselkedett. A pánik megmutatta, hogy az ázsiai vihar

soha nem merült teljesen feledésbe. A swapkamatrések – a hitelpiacok alapvető hőmérői – úgy szöktek felfelé, mint valami veszélyes láz. A brit Barclays bank parancsba adta brókereinek a brit swapokban lévő rövid pozíciók likvidálását annak ellenére, hogy a bank kereskedői, akárcsak a Long-Term alkuszai, a swapárfolyamokat ésszerűtlenül magasnak találták. A Barclaysnek azon döntése, hogy kiszáll ezekből az ügyletekből, csak még feljebb tornázta a különbözetet.* Mindez hidegen hagyta a Barclays menedzsmentjét. A bank ki akart szállni, nem akartak több kockázatot.

Másnap, pénteken, augusztus 21-én a brókerek már mindenhol ki akartak szállni. Ázsiában és Európában zuhantak a részvénypiacok. A Dow Jones délelőtt 280 pontot esett, de a nap végére nagyjából behozta a veszteségeket. Ez a volatilitásban beálló, kézzelfogható megugrás több tízmillió dollárjába került a Long-Termnek.

A hitelpiacok még nagyobb kárt szenvedtek. Az államkötvények szárnyalni kezdtek, de ezt a pánik gerjesztette: a befektetők hosszú lejáratú kincstári papírokat vásárolva szálltak ki a kevésbé biztonságos kötvényekből. Néhány hónappal korábban még nem tettek különbséget a kockázatok között, most a kockázati különbségen kívül semmi más nem érdekelte őket. A rózsaszínű világ hirtelen komor színekbe fordult: besötétítette Oroszország, Japán és a tetejében még a Clinton-Lewinsky-botrány is. A befektetők az összes piacon a *legbiztonságosabb* kötvényt akarták. Amerikában a harmincéves állampapírt, Németországban a tízéves Bundot. Az emberek szerte a világon eladták kockázatosabb (magasabb hozamú) kötvényeiket, és biztonságosabb (alacsonyabb hozamú) kötvényeket vá-

* A brókernek ahhoz, hogy egy rövid pozícióból kiszállhasson, az eladott terméket vissza kell vásárolnia; így az általa gerjesztett kereslet emeli az árakat – *a szerző.*

sároltak, mind széjjelebb feszítve az ilyen kötvénypárok közti kamatréseket. A Long-Term minden percben milliókat vesztett.

Greenwichben ezen a bizonyos napfényes, augusztus végi pénteken a Long-Term irodái kongtak az ürességtől. A legtöbb rangidős partner nyaralt valahol, a személyzet álmos lassúsággal mozgott a fülledt reggelen. A boltot Jim McEntee vezette, a bohém „sejk", akinek panaszos figyelmeztetéseit cégtársai semmibe vették. A piacokat aggódva figyelte Bill Krasker, az a partner, aki a cég sok modelljét szerkesztette. A kölcsönök teljes palettáját átlapozva végigklikkelte a képernyőket az állampapíroktól a jelzálogkötvényeken át a külföldi hitelekig. Az amerikai swapkamatréseket meglátva hüledezve meredt a monitorra. Krasker tudta: egy aktív kereskedési napon legfeljebb 1 bázisponttal szoktak elmozdulni az amerikai swapkamatrések. Csakhogy ezen a reggelen a kamatrések több mint 20 pontos kilengéssel, vadul oszcilláltak. Végül dermesztő, 9 pontos emelkedéssel 76 bázisponton állapodtak meg, (az áprilisi 48 bázisponthoz képest). Ugyanez történt odaát, az Egyesült Királyságban is: a swapkamatrések felszöktek 62 bázispontra, 12 ponttal a július végi szint fölé.

Krasker nem hitt a szemének. Odahívta Matt Zamest, az egyik brókert és Mike Reismant, a cég repoemberét, és lázasan szétkürtölte a hírt. Az egyik alkalmazott fintorogva csak annyit mondott: „Szent szar!" Ilyen földindulást a brókerek még soha nem láttak. Igaz, megtörtént 1987-ben, aztán újra 1992-ben – de a Long-Term modelljei nem mentek vissza olyan messzire. Amennyire a Long-Term tudta, százévente egyszer látott eseménnyel – gyakorlatilag lehetetlen eseménnyel[4] – álltak szemben, amire az alap egyáltalán nem volt felkészülve. Egy elemző felhívta otthon az egyik brókert, és megkérdezte: „Tudod,

hol állnak a swaprések?" Amikor az elemző közölte vele, a bróker felcsattant: „Tudod kivel szórakozz, cseszd meg. Ne hívj többet itthon!"

Azon a pénteken a Long-Term pénzt vesztett mindenhol, ahova csak nézett. A kölcsönök kamatrései robbanásszerűen nőttek. A néhány héttel korábban még csak 107 pontos jelzálogkamatrések 121 bázispontra szöktek. A magas hozamú kötvények kamatrése 269 bázispontról 279-re futott fel. Az „off the run" kötvények kamatrése 8-ról 13 bázispontra ugrott. Az utóbbi számok abszolút értelemben ugyan csekélynek tűnhetnek, de a Long-Term-re gyakorolt hatásukat megsokszorozta az alap tekintélyes tőkeáttéte és pozícióinak roppant mérete.

A Long-Term sokkoló veszteségeket szenvedett még egymástól látszólag független piacokon is. A Long-Term tulajdonában lévő kockázatosabb orosz és brazil kötvények zuhantak, mégpedig jóval erősebben, mint a fedezetül rövidre eladott biztonságosabb orosz és brazil kötvények, amelyekről azt hitték, hogy szilárdan bebiztosítják fogadásaikat. Igazság szerint aznap semmi sem alakult jól az alap számára egyetlen létező piacon sem. A Long-Term kétes körültekintéssel befektetett a Ciena Corporation telekommunikációs cégbe, amely egyesülést tervezett a Tellabsszal. Az alap még akkor sem adta el a részvényeket, amikor azok 25 centnyire a felvásárlási ár közelébe kúsztak. Aznap, augusztus 21-én elhalasztották az egyesülést, és a Ciena papírjai a részvényenkénti 31,25 dolláros árról 25,50 dollárra estek. A Long-Term 150 millió dollárt vesztett. Évekkel korábban Rosenfeldet figyelmeztették: a kockázati arbitrázs olyan, mint robogó buldózerek előtt aprópénzt szedegetni. Az egyik végül elkaszálta.

A Long-Termet minden oldalról veszteségek érték. Olyan félelmetes sebességgel, olyan horribilis méretekben, olyan megsemmisítően váratlanul, hogy a partnereket cserbenhagyta lélekjelenlétük. Hirtelen kicsúsztak a

kezükből a dolgok, mintha elűzték volna helyükről a tudomány isteneit, és valami láthatatlan sátáni hatalom kaparintotta volna sorsukat a kezébe. A Greenwichben maradt mag eszeveszetten telefonálta körbe a Földet, hogy a többi partnert elérje. Victor Haghani Olaszországban volt, visszarohant Londonba. Eric Rosenfeld frissen érkezett családjával egy kéthetes vakációra az idahói Sun Valleybe. Még éjjel visszarepült New Yorkba. Meriwether Kínában volt, partnerei egy ebéden érték utol Pekingben. Főnökük a következő géppel rögtön hazarepült. Mielőtt elindult, JM felhívta Jon Corzine-t, a Long-Term egyik legfőbb üzleti partnerének számító Goldman Sachs vezérigazgatóját az otthonában. „Súlyos érvágás ért minket – tájékoztatta Meriwether –, de különben minden rendben."[5]

Csakhogy semmi sem volt rendben. A Long-Term – amely matematikai igényességgel számolta ki, hogy teljesen valószínűtlen, hogy egyetlen nap alatt 35 millió dollárnál többet veszítsen – azon az egyetlen augusztusi pénteken egyszerre 553 millió dollárt bukott, tőkéjének 15 százalékát. Az évet 4,67 milliárd dollárral kezdte. Most egyszerre *2,9 milliárd dolláron* állt. Április vége óta elvesztette tőkéjének csaknem a harmadát.

Mike Alix, a Bear Stearns hitelkockázati felügyelője tudomást szerezve egyik legnagyobb ügyfele súlyos veszteségeiről, aggódva hívta fel Robert Shustakot, a Long-Term pénzügyi igazgatóját. Shustak békésen tekintette át a cég likviditását. Alixet elképesztette Shustak nyugalma. A következő néhány hét során a Bear menedzsere még sokszor döbbent meg Shustak és a többi partner hasonló viselkedésen. „Igazi pókerjátékosok" – gondolta Alix.[6]

Két nappal a tragédia után, augusztus 23-án, vasárnap reggel 7-kor a konferenciateremben összegyűltek a partnerek. Az üveg és gránit irodaépület előtt álló szökőkút vize sugarakban hullt a rézből mintázott halászsasra. Meriwether, mintegy a jövőt sejtve elhívta Jim Rickards

általános tanácsadót, hogy segítse a csoportot ötleteivel, és jegyzőkönyvet vezessen a fejleményekről. A Mozer-botrány keserű tapasztalatai után Meriwether tudta, ha egy ilyen ügy a nyilvánosság elé kerül, akkor már késő tanácsokat kérni. Attól a vasárnaptól fogva valahányszor találkoztak a partnerek, szinte mindig jelen volt Rickards, az ügyvéd, aki a Penn, a Johns Hopkins és a New York Universityn szerezte diplomáit.

JM mindegyik brókertől jelentést kért saját szakterületéről: Hilibrandtől a kockázati arbitrázsról, Hawkinstól Brazíliáról, Modesttől a részvényekről, Haghanitól (telefonon Londonból) a brit swapokról és a Royal Duch/Shellről. A brókerek arról számoltak be, hogy látszólagos megalapozottságuk ellenére zavarba ejtő módon nincs kereslet a Long-Term ügyletei iránt. A tokiói partnerek hasonló állapotokat jelentettek: egyszerűen nem voltak vevők.[7] Ilyen légkörben a Long-Term nem szállhatott ki monumentális ügyleteiből anélkül, hogy a piacokat még jobban ne nyomja le. A partnerek korábban abból indultak ki, hogy más arbitrazsőrök is felismerik az általuk látott értékeket. Az a tény, hogy a többiek képtelenek előrelépni, értetlenséget váltott ki belőlük.[8] Mint valami tábornokok, akik túlságosan messzire merészkedtek egy távoli háborúban – eltorlaszolva találták a visszavezető utat.

Meriwether és a többi rangidős partner egyforma stratégia felé húzott: friss tőkével állítják talpra a céget, és várnak, míg az ügyletek nyereségesre fordulnak. Biztosra vették, hogy a kamatrések végül szűkülni fognak éppúgy, mint amikor a fiatal Meriwether merészen megmentette Ecksteint. Ifjúkori hőstette mindeddig szinte csalhatatlan útmutatóul szolgált karrierje számára: *a kamatrések mindig visszatérnek az átlaghoz.*

Igen ám, csakhogy veszteségei miatt vészesen magasra nőtt a Long-Term tőkeáttéte – vészesen, mert a veszteségek a tőkeáttétnél gyorsabban szaporodtak. Így aztán,

hogy a kockázatot csökkenthessék, a partnereknek muszáj volt eladniuk *valamit*. No de mit? A befektetők csak a legkevésbé kockázatos kötvényeket akarták, és ilyenekkel a Long-Term nem rendelkezett. A szóba jöttek közé tartozott a fúziós arbitrázs. A Long-Term pozíciója az üzletben néhány hónap alatt a semmiből gombamód kinőve döbbenetesen nagyra, 5 milliárd dollárra emelkedett[9]. Benne volt többek közt a Citicorp/Travelers és az MCI/WorldCom egyesülés is. (Az MCI ez utóbbi friggyel próbálkozott a British Telecommunicationsszel való végleg meghiúsult házassága után.) A partnerek úgy vélték, az egyesülések többsége megvalósul (ahogy tényleg meg is valósult). A fúziós pozíciók az alap portfóliójában nem voltak nagyon fontosak, ha viszont mindegyik összeomlik, mint ahogy az a Ciena-fúzióval történt, a Long-Term (ahogy kiszámolta) több mint félmilliárd dollárt veszthetett volna – ez immár elviselhetetlen összeg.[10]

Rosenfeld még aznap, vasárnap éjjel felhívta Warren Buffettet, akit omahai otthonában ért el. 1991-ben, a Mozer-botrány után Rosenfeld kivívta Buffett csodálatát azzal, hogy szorgalmas munkával segített kivezetni a Salomont a válságból, és helyreállítani a cég hírnevét. Rosenfeld úgy vélte, nem találhat jobb vevőt, akinek a Long-Term fúziós portfólióját felajánlhatná, mint Buffettet. A milliárdos szeretett nagy tételben üzletelni, korábban foglalkozott kockázati arbitrázzsal, és a táguló árfolyamréseknek hála vonzók voltak az árak is.

Buffett érdeklődve hallgatta Rosenfeldet, de gyorsan megjegyezte, hogy egy ideje már nem utazik fúziós arbitrázsban, és ilyen gyorsan nem tud határozni. Egyszóval nemet mondott, majd nagylelkűen megkérdezte, akad-e valami más, amit tehetne.

Rosenfeldnek semmi nem jutott eszébe.[11]

Másnap, augusztus 24-én a partnerek elkezdtek pénzért telefonálni. Aranyat érő kapcsolati rendszerükkel,

briliáns teljesítményükkel, ragyogó hírükkel egyetlen modern Krőzus sem volt számukra elérhetetlen. Greg Hawkins egyik barátja révén, aki Soros György alapjánál dolgozott, összehozott egy vacsorát, amelyen Meriwether, Soros és Stanley Druckenmiller, Soros fő stratégája vett részt. A kommunista Magyarországról elmenekült Soros és Meriwether jellemükben jobban nem is különbözhettek volna. Sorosnak szinte a pórusaiból áradt közép-európai származása: távolságtartóan és mereven viselkedett, szívesen terelte filozófiai síkra a párbeszédet. Úgy festett, mint egy őszülő bagoly. Meriwether közvetlen volt, természetes, fesztelen, akárcsak egy utazó ügynök. Befektetési stílusukat tekintve szintén szögesen ellentétes stratégiákat képviseltek. A Long-Term a piacokat szilárd rendszereknek látta, amelyben az ésszerű egyensúly középpontja körül mozogtak az árak. „Nekem más volt a szemléletem" – mondta Soros.[12] A spekuláns a piacokat összefüggőnek és kiszámíthatatlannak tartotta. Úgy vélte, az árak az eseményekkel folyamatos, a pillanatnyi állapotokat tükröző szerves kölcsönhatásban állnak, és messze nem steril, elvont rendszerek. Így magyarázta: „Nagy tévedés az az elképzelés, hogy a dolgok haranggörbeszerűen viselkednek. Létezik egy sor olyan külső hatás, amelyet nem lehet a korábbi tapasztalatok alapján megjósolni." Oroszország – ahol Soros alapja épp 2 milliárd dollárt vesztett – pontosan egy ilyen „külső hatás" volt, amely nem tűnt föl a professzorok görbéjén.

Meriwether nyugodtan, de meggyőzően úgy érvelt, hogy a Long-Term piacai magukhoz térnek – akinek mély zsebei vannak, azok számára nagyszerűek a lehetőségek. Soros közönyösen figyelt, de Druckenmiller kérdések sorát zúdította JM-re. Esélyt szimatolt arra, hogy gyorsan pótolják a Sorost ért oroszországi veszteségeket. Aztán Soros bátran kijelentette, hogy hajlandó befektetni

500 milliót augusztus végén – vagyis egy héttel később –, feltéve, hogy addig a Long-Term feltornássza a tőkéjét további 500 millió dollárral.

Ezután Rosenfeld felhívta a J. P. Morgant, amely régóta szomjazott a Greenwichcsel való szorosabb kapcsolatra. A bank átküldött két csoportot, egy kötvény- és egy részvényspecialistákból állót, hogy átrágják magukat a Long-Term könyvein. Attól fogva a Morgan és a Long-Term emberei csaknem egyfolytában arról beszélgettek, hogyan menthetnék meg a Long-Term különféle pozícióit.[13] A Long-Term természetesen személyesen Roberto Mendozához, a Morgan alelnökéhez fordult, akinek partnerséget ajánlott fel. Bár közel állt a cégtársakhoz – különösen Mertonhoz, Mullinshoz és Rosenfeldhez –, Mendozának sejtelme sem volt arról, milyen nagy bajban van a Long-Term. Rosenfeld közölte: „Rengeteg pénzre van szükségünk." Mendozát sokkolta Rosenfeld nyers őszintesége. A bankár érthető módon tudni akart *egy keveset* a Long-Term portfóliójáról. JM megkérte Hilibrandet, magyarázza el az alap swappozícióját Mendozának, de az óvatos Hilibrand ellenkezett. Csaknem sírva jelentette ki, hogy egy szót sem hajlandó elárulni féltve őrzött portfóliójáról. Annyira biztos volt magában, annyira szabadon vehetett fel hiteleket. Most a szigorú rend uralta világa kezdett összeomlani. Erezhető közelségbe került számára a személyes csőd lehetősége, és megsemmisítően hatott rá a tudat, hogy talán kapitálisan nagyot tévedett.

Csakhogy ezúttal JM nem hagyta annyiban: Hilibrandnek muszáj volt elárulni legalább egy keveset. Az arbitrazsőr mogorván engedelmeskedett. Mendoza, a partnerek barátja hűségesen megígérte, hogy a Morgan (illetve ügyfelei) 200 milliót felvállalhatnak. Most már a Long-Termnek csak 300 millióra volt szüksége, ami nem tűnt olyan soknak. Rickards, a házi ügyvéd szerződéseket készített az azonnali lezáráshoz.

Kedden, augusztus 25-én Meriwether felhívott még két embert. Az egyik a Merrill elnöke, Herb Allison volt. Közönséges esetben a soron következő waterwille-i golftúrájukról csevegtek volna, de a golfhétvége ebben a szeptemberben valószínűleg elmarad. JM tájékoztatta Allisont, hogy az alap tőkéje 2,7 *milliárd dollárra* csappant. Hangsúlyozta, hogy a Long-Termnek bőségesen van likvid pozíciója, ez a kérdése föl sem merül – az állítás, még ha Meriwether komolyan is gondolta, naiv ellentmondásban állt az alap eszkalálódó tőkeáttétével. JM még mindig hitt a modellekben, és a képernyőkön a modellek még mindig emelkedő tendenciát jeleztek előre.

Csakhogy, jegyezte meg Allisonnak JM, a Long-Termnek hó végén jeleznie kell veszteségeit a befektetőinél, és személy szerint jobban érezné magát, ha be tudná mutatni: új pénz érkezik az alaphoz. Finoman sebességet váltva kiemelte, milyen remek alkalmat ragadhatnak meg azok, akik most fektetnek be. Végül a tromfot kijátszva utalást tett arra, hogy már be is szállt egy nagybefektető. Allison gyanította, JM Sorosra céloz. Talán a Merrill szívesen csatlakozna hozzá, és elkötelezné magát mondjuk 300-500 millió dollárral még augusztus vége előtt – szólt az ajánlat. Bár Allison kedvelte Meriwethert, az invitálást kissé különösnek találta. Gyanús volt ilyen sokat kérni egy héten belül.

A másik, akit JM aznap felhívott, Jamie Dimon volt a Travelersnél, a Salomon Smith Barney anyavállalatánál. Ahelyett, hogy a két cég saját arbitrázsügyleteit felszámolva halálra csipkedi egymást, javasolta, miért nem egyesítik inkább a Long-Term portfólióját azzal, amije még megmaradt a Salomon arbitrázscsoportjának, és menedzselik a kettőt együtt. Bizonyos értelemben így visszatérnének az egykori közös anyacég berkeibe. JM több cégtársa szintén felhívta a Salomont tőkéért

korteskedve régi barátaiknál. Azt mondták, az alapnak szüksége van 1 milliárdra, de jó útonjárnak ahhoz, hogy megszerezzék.

Csakhogy a Long-Term nemhogy végre kezdte volna megvetni a lábát, a talaj mindinkább kicsúszott alóla. Azon a hétfőn további 4 ponttal ugrottak feljebb a jelzálogkamatrések, kedden még 6-tal, augusztus 26-án, szerdán pedig újabb 3-mal. A magas hozamú kötvények kamatrése további 25 bázisponttal emelkedett. Minden újabb cseppel lassan elszivárgott a Long-Term egykor bőséges tőkéje – a cég pénze gyorsabban folyt el, mint ahogy új pénzt tudtak belepumpálni. A brókereket megdermesztették a szűnni nem akaró veszteségek és a tény, hogy azok ellen semmit nem tehetnek. Kába rémület lett úrrá rajtuk, mint a gyalogságon egy mészárlásba fulladó ütközetben. „Egészen bizarr volt a helyzet – jegyezte meg egyikük. – Napról napra masszív veszteségeket szenvedtünk, és mintha soha nem akart volna a dolognak vége szakadni." A cég lassan elvérzett.

A Long-Term tudta, hogy csökkentenie kell pozícióit, de nem adódott rá lehetősége, a fennálló feszült piaci helyzetben ez képtelenség volt. A származékos ügyletek felfutása körül csapott hűhó ellenére nem volt likviditás a hitelpiacokon. Soha nincs, amikor mindenki egyszerre akar kiszállni. A modellek éppen ezzel nem számoltak. Amikor a veszteségek felgyűlnek, a felpumpált tőkeáttétű befektetők – mint a Long-Term is – *kénytelenek* eladni, különben a veszteségeik agyonnyomják őket. Amikor egy cégnek egy vevők nélküli piacon kell eladni, az árak végzetes mélységekbe zuhannak olyan grafikont húzva, ami még csak nem is hasonlít a haranggörbére. Csak hogy egy példát említsünk, a News Corporation kötvényeinek hozama, amely röviddel korábban 110 ponttal haladta meg az amerikai kincstári kötvényekét, bizarr módon 180 pontos felárat tartalmazott – annak ellenére, hogy

jottányit sem változtak a cég kilátásai. Ekkora kamatrés hosszú távon talán abszurdnak tűnt. Csakhogy a hosszú távú gondolkodás olyan luxus, amelyet a magas tőkeáttétű befektetők nem mindig engedhetnek meg maguknak: korántsem biztos, hogy kihúzzák addig.

Augusztus vége mindig uborkaszezon a piacokon, de 1998 augusztusán *teljesen* eltűntek az üzletek a kötvénypiacokról. Az új kötvények iránt egyszerűen megszűnt az igény. A tervezett kibocsátásokat hirtelen visszavonták; nem csoda, hiszen úgysem lett volna rájuk jelentkező. A kisebb befektetők, a trendeket majmolók, a divatos fedezeti alapok, az újdonsült arbitrazsőrök és a kisebb, európai befektetők egészen kiléptek a kamatrésüzletből vagy jórészt kivonták belőle a tőkéjüket.[14]

Az ügyfelek feltorlódó veszteségeitől megrémülve a bankok végül szigorították a fedezeti alapokkal szemben támasztott hitelfeltételeiket. Steve Freidheim, a Bankers Trust fedezetialap-menedzsere felszólításokat kapott letétéi megemelésére. Hitelező brókerei hirtelen más hangnemben kezdtek beszélni. Nemrég még két marokkal szórták a pénzt, most nagyobb biztosítékot követeltek. Freidheim elszörnyedve figyelte, ahogy kötvényeinek értéke az ellenükben felvett hiteleké alá süllyedt. Mivel sok kötvénye eladhatatlan volt, Freidheim más kölcsönöket tett pénzzé – brazil, török, thaiföldi kötvényeket és amerikai jelzálogkötvényeket. Mindegy, hogy mit, de *valamit* muszáj volt eladnia. Ilyen időkben a tőke természettől fogva a kevésbé kockázatos befektetések felé áramlik, függetlenül azok értékétől. Csekély mértékben maga Freidheim is hozzájárult ahhoz, hogy így történjen. Wall Street-szerte ezernyi más Freidheim sokszorozta meg a hatást, és a válság „önbeteljesítő próféciává” vált, pontosan úgy, ahogy Merton apja (akitől a kifejezés is származik) már korábban leírta a jelenséget. Ahogy estek az árak, a

bankok kezdtek elpártolni a fedezeti alapoktól, s ahogy a bankok kihátráltak, a fedezeti alapok eladni kényszerültek.

Sandy Weill, akinek esze ágában sem volt szövetkezni a Long-Termmel vagy bárki mással az arbitrázsban, megparancsolta az embereinek: csökkentsék a fedezeti alapokkal szembeni kitettségüket. A Salomon brókerei még éppen a válság előtt elkezdték eladni a hitelintézet eszközeit. A bankot valósággal letaglózták a kötvényarbitrázsban és Oroszországban elszenvedett veszteségek. Weill állítólag kiadta beosztottainak, hogy a fedezeti alapok számát, amelyekkel a Salomon üzleti kapcsolatban áll, nyessék vissza 100-ról 20-ra. Weill kollégája, Warren Buffett szintén leltárt rendelt el *saját* üzlete táján, és rendkívüli részletességgel akart a Berkshire Hathaway fedezeti alapokkal szembeni kitettségéről hallani. Buffett, aki nehéz időkben ösztönösen szorosabbra fogta az ellenőrzést cége pénze felett, tudni akarta, vajon a Berkshire biztosító leányvállalata megfelelő biztosítékot tart-e a swapügyletekre.[15]

A Goldman Sachs ideges volt a swapügyletekben fennálló kitettsége miatt, különösen a Long-Termmel kapcsolatban. Amikor Corzine, akit megrendített JM kínai telefonja, visszahívta Meriwethert, figyelmeztette: „Nem kapunk kielégítő visszajelzéseket. Ez árthat a hitelképességeteknek." A Goldman a mindig titkolózó fedezeti alapból harapófogóval próbált információt kihúzni, de a Long-Term még mindig ellenállt a követeléseknek. Megpróbálta továbbra is „a szokvány üzletmenet" játékszabályait követni. A cégnek azonban nem volt meg hozzá a tőkéje, hogy „tetszik vagy sem" alapon diktálja a feltételeket. A Goldman és más bankok szorongatása következtében lassan kiszivárogtak az adatok a Long-Term pozícióiról.

Eljött augusztus 26., szerda, és Allison a Merrillből átszólt, ne számítsanak a pénzre. Allison hozzátette: „John, nem hiszem, hogy jó ötlet nektek azt a pénzt most összeszedni. Esetleg még azt a látszatot keltheti, hogy bajban vagytok!”

Még öt nap volt Soros határidejéig, és a piacról továbbra is rossz hírek érkeztek. A részvényvolatilitás még 2 ponttal feljebb csúszott, 29 százalékra. Latin-Amerikában gyengültek a kötvények. Rosszat sejtetett, ahogy a nyugati bankok elkezdték elismerni, mekkora veszteséget szenvedtek a hajdani Szovjetunió területén. A Credit Suisse First Boston és a Republic National Bank of New-York – mindketten a kapitalizálódó Oroszország szenvedélyes bajnokai – hatalmas mínuszokat könyveltek el a térségben. Összeroppant az orosz államkötvényekbe fektető egyik divatos cég, a csattanós nevű High Risk Opportunities Fund, amelyet a floridai West Palm Beach-i III Offshore Advisors irányított. William McDonough, a New York-i Fed elnöke sietve törölte a wyomingi Jackson Hole-ba tervezett útját, ahol a Fed szokásos nyár végi pihenő összejövetelét tartotta. Míg a saját háza körül a medvék ólálkodtak, nem volt ideje másutt szarvaslesre menni.

Az egyre elkeseredettebb Meriwether és Rosenfeld még egyszer felhívta Buffettet.[16] Néhányan a partnerek közül soha nem bocsátottak meg Buffettnek, amiért – ahogy ők látták – elűzte Meriwethert a Salomontól. Megvetették a közvetlen milliárdos kioktató modorát, különösen amiért előszeretettel szórta megvetését a tudományos modellekre, amelyeket elutasított a maga egyszerű, „vegyél és tartsd meg” részvénybefektetői stratégiájával szemben.[17] Mint már szó volt róla, a Long-Term partnerei még a Berkshire-t is megshortolták – de az ügyleten akkorra nagyjából 150 millió dollárt vesztettek. Buffett és a partnerek azonban továbbra is tisztelték egymást mint tehet-

séges befektetőkel, dacára annak, hogy egészen más iskolát képviseltek. Akárhogy is, a Long-Termnek pénzre volt szüksége, márpedig abból Buffettnél több egyedül csak Bill Gatesnek volt Amerikában.

Buffett belement, hogy fogadja Hilibrandet, aki csütörtökön, augusztus 27-én átrepült Omahába. Addigra *2,5 milliárd dollárra* apadt a cég tőkéje. A The New York Times délelőtti kiadása kiemelte: „A piaci felfordulás a történelem legfájdalmasabb pénzügyi katasztrófáit idézi."[18] Mire Hilibrand fent volt a levegőben, tudta, hogy a részvények Tokióban 12 éves mélypontra zuhanva 3 százalékot estek. „A jelen helyzetben a legfontosabb, hogy ne essünk pánikba" – nyilatkozta Kiichi Miyazawa japán pénzügyminiszter.[19] Aznap az orosz részvényárak 17 százalékot estek, ezzel az év eleji értékükhöz képest dermesztően alacsonyan, 84 százalékos mínuszban álltak. Tulajdonképpen a világon mindenütt estek az árak: London 3, Spanyolország 6, Brazília 10 százalékot esett.

Az amerikai piacok a világ többi piacával szinkronban estek. A Dow Jones 357 pontot, 4 százalékot vesztett. Az árutőzsde a világméretű recessziótól való félelem hatására huszonegy éves negatív csúcsot döntött. A másnapi The Wall Street Journal a fejleményeket „globális letétemelési felhívásnak" nevezte.[20] Mindenki vissza akarta szerezni a pénzét. A könnyelmű, orosz spekulációban megégett befektetők minden formában elutasították a kockázatot, még az ésszerű kockázatot is. A hosszú távú amerikai kincstári kötvények hozama 5,35 százalékra esett, a legalacsonyabb szintre Lyndon Johnson elnöksége óta. A blue-chip társaságnak számító Ford Motors által kibocsátott A besorolású kötvények 115 bázisponttal szöktek a kincstári kötvények fölé – pedig a Ford semmivel sem volt biztonságosabb áprilisban, amikor a kötvényei mindössze 60 bázispontos kamatrésen forogtak. A befektetők biztonságot akartak. Sőt ami talán még fontosabb:

szükségük volt a lelki békére, amelyet biztonságosabb kötvényekkel a kezükben érezhettek, mindegy, mekkora árat kellett fizetni érte.

Csütörtökön Buffett kiment Hilibrand elé a reptérre, és visszakísérte szerény irodájába, egy pizzériával szemközti toronyházban. Hilibrand hozta a maga tárgyilagos formáját. Őszintén, de teljesen nyugodt hangnemben bevallotta a Long-Term veszteségeit. Egyáltalán nem tűnt kétségbeesettnek Buffett számára. Az arbitrazsőr részletesen számba vette viharvert portfolióját, hangsúlyozva, hogy komoly esélyt lát a továbblépésre – személyes adósságait tekintve nemigen akadt más választása. A Long-Termnek azonban sürgősen szüksége van pénzre, mondta Hilibrand, így aztán felajánlotta, hogy az alap szokásos díjainak mindössze felét számolja fel.

Ezzel aligha érte be Buffett. A Long-Term díjai szerinte eredetileg is eltúlzottak voltak.[21] Akárhogy is – pillanatnyilag biztosan –, nem sok fantáziát látott az üzletben. Buffett köszönte, de nem kért belőle.

Amikor Hilibrand visszaindult Greenwichbe, még sötétebb hírek érkeztek. Az alap csütörtökön 277 milliót vesztett, és történetének valaha volt második legrosszabb napját zárta. Az alap tőkéje *2,2 milliárd dollárra* csappant. A greenwichi agytröszt négy éven át mindenkinél gyorsabban kamatoztatta a pénzt. Most – mint amikor egy visszafelé lejátszott filmben soha nem gyanított iszonyatos jelenetek peregnek le – mérhetetlenül gyorsabban veszített. Aztán megtörtént az elképzelhetetlen. Másnap, pénteken, augusztus 28-án nyereséget produkált a Long-Term. Csökkentek a hitelkamatrések, és a cég tőkéje 128 millió dollárral emelkedett – hónapok óta ez volt az alap első jelentős pozitív megugrása. A partnerekben megcsillant némi remény, hogy végre eljött a régóta áhított fordulat.

Közben a partnereknek az alapon kívül egy másik, gyors cselekvést igénylő problémát is kezelniük kellett:

súlyos cash flow problémákkal küszködött az LTCM, a személyes tulajdonukban álló alapkezelő vállalat. Az LTCM összesen 165 millió dollárral tartozott egy bankcsoportnak: a Fleetnek, a Crédit Lyonnaisnek, a Chase Manhattannek, valamint a Lloydsnak. Augusztus közepére a bankok, különösen a Fleet sivalkodni kezdtek, miszerint az alap gyenge teljesítményével csődhelyzet állt elő, ami feljogosítja őket pénzük visszakövetelésére. Csakhogy az alapkezelő cégnek nem volt elég pénze – a pénz legnagyobb részét visszapumpálták az alapba a partnerek befektetésének növelése végett. Az alapkezelő gyakorlatilag közel került a fizetésképtelenséghez. Ha az utóbbi tény közismertté válik, a cég és az alap egyaránt bénító spirálba keiül.

Némelyik partner – köztük Hans Hufschmid, akit nyugtalanított személyes adóssága – úgy vélte, az LTCM-nek egyszerűen el kellene adnia egy részét az alapban való részesedésének, és kifizetnie a bankokat. Csakhogy Rickards, az ügyvéd figyelmeztette a partnereket: ha a cégtagok pénzt vesznek ki, amikor a külső befektetőknek erre nincs módja, az később nagyon csúnyán festhet. Meriwether nem akart újabb cirkuszt a SEC-kel, a tőzsdefelügyelettel, és egyetértett. Amellett ráébredt, hogy aligha kérhetne másokat új befektetésekre, ha a partnerek kiveszik a kasszából a pénzüket. Akárhogy is, de a cégtársak pénzének bent kellett maradnia az alapban.

Az alapnak (az LTCM-től függetlenül) szintén cash flow nehézségei voltak. Ahogy telt-múlt az augusztus, a partnereket egyre érezhetőbben szorongatta a Long-Term tőkeesését idegesen figyelő Bear Stearns, az alap klíringelő brókere. Hilibrand lerohanásos tárgyalási taktikájával csak annyit ért el, hogy a Bear végül nem írt alá semmiféle megállapodást, ami annyitjelentett, hogy a bank bármikor felmondhatta az alap klíringelését, ha jónak látta. Hilibrand taktikája visszafelé sült el: az adott helyzetben a Long-Term teljesen ki volt szolgáltatva a Bearnek.

A pénzfelszabadítás egyik módszereként szóba jöhetett, hogy a Long-Term párba állítsa a különböző bankokkal kötött ügyleteit. Mivel egyik bank sem látta át a teljes képet, nem tudhatták, hogy az alap ügyleteinek tekintélyes része pusztán egyéb ügyletek lefedezését és kiegyensúlyozását szolgáló manőver; így aztán mindegyik nagyobb letétet követelt, mint azt tette volna kockázatainak pontos ismeretében. A Long-Term igyekezett azonos házakhoz átcsoportosítani ügyletpárjait, ez azonban gyilkos munkának bizonyult, mivel a cég szédítően sok, 6000 különálló pozícióval rendelkezett.[22]

Visszahúzó erővé vált a Long-Term korábbi rejtőzködő taktikája (nem merült volna fel az ügyletpárosítási probléma, ha Hilibrand nem ragaszkodik ahhoz, hogy a bankokat sötétben tartsák). Míg az alap a csúcson volt, Hilibrand és a többi bróker megtehette, hogy titkolózik, sőt fölényeskedik, de most hivalkodó fensőbbségtudatuk fájdalmasan kísértette őket. A Long-Termnek kegyelemért kellett könyörögnie azoknál a bankoknál, amelyeket korábban vérig sértett. Ráadásul a partnereket kínozta a tudat, hogy – a Sejk ádáz tiltakozása ellenére – visszautaltak 2,7 milliárd dollárt a befektetőknek Sőt, ami még rosszabb: ők maguk *erősködtek* a befektetőknél, hogy vegyék el ezt az összeget. Az a pénz most megoldotta volna a gondjaikat, de a Long-Term már nem kápráztatta el vele a befektetőket, és nem is esengtek azért, hogy visszavihessék a tőkéjüket. Mi több, a bankok közül sokra szintén nyomás nehezedett. A sors örökké kísértő, keserű fintora: amikor leginkább pénzre van szükségünk, többnyire nehézségekkel bajlódnak ott is, ahova a legnagyobb reménnyel fordulhatnánk (a Long-Term esetében az utóbbiak a többi pénzügyi óriás, mint például Soros, a befektetési bankok és intézményi befektetők voltak).

A partnereket meglegyintette a bukás lehetőségének érzése: kínos gondossággal felépített kockázatmenedzse-

lési kísérletük, nem beszélve mesés profitjaikról, egyik pillanatról a másikra darabokra hullhat. „Összetörtünk augusztus végére” – ismerte el Rosenfeld. Hitetlenség és keserűség mardosta őket, amiért ilyen megalázó helyzetbe sodorták magukat minden ésszerű indok nélkül. Túlontúl gazdagok voltak ahhoz, semhogy ekkora bajt hozzanak a saját fejükre. Modest, a legutoljára belépett partner siránkozott, amiért fabatkát sem ért újdonsült üzlettársi státusa.

A partnerek növekvő kétségbeesését jelezte, hogy személyes vagyonukat hanyatt-homlok igyekeztek megóvni attól, hogy a Long-Term problémáinak árnyéka rájuk vetüljön. Hilibrand, aki nemrég még félmilliárd dollár fölött rendelkezett, most extravagáns új háza építési költségeit felesége számlájáról fizette. Meriwether csendes manőverezéssel vonta ki magát a hitelezők idegesítő látóköréből. A felesége nevére íratta egyetlen ingatlanát, egy nyolchektáros telket Kaliforniában a sikkes Pebble Beachben (JM westchesteri ingatlana eleve Mimi nevén volt).[23]

Meriwether, akinek égető szüksége volt a tőkeemelésre, felhívta Vinny Mattonét, az alap első kapcsolatát a Bear Stearnsnél. Az időközben visszavonult Mattone szöges ellentéte volt mindannak, amit JM elegáns professzorai megtestesítettek. Mattone aranyláncot hordott és rózsaszín gyűrűt, a Long-Termnél mellén kigombolt fekete selyemingben jelent meg, és legalább 110 kilósnak festett. JM sajátosan merev partnereivel szemben Mattone a piacokat végtelenül emberi intézményeknek tekintette – eredendően ingatagnak, örökké esendőnek.

„Hogy álltok?” – kérdezte Mattone nyersen. „Félig leégtünk” – mondta Meriwether. „Végetek van” – felelte Mattone, mintha nem szorulna magyarázatra a következtetése.

Meriwether hangja ekkor csengett először aggódóan: „Miről beszélsz? Még mindig van 2 milliárdunk. A pén-

zünk fele megvan – itt van mögöttünk Soros." Mattone szomorúan mosolygott: „Ha félig leégtetek, akkor vérszemet kapnak az emberek, hogy leéghettek teljesen is. Szembe fogják nyomni veletek a piacokat. Nem fogják újrafinanszírozni az ügyleteiteket. *Végetek van."*

Nem sokkal Mattone látogatása után Meriwether és McEntee beugrott egy italra az egyik bárba, ahova néha szívesen betért, akárcsak más Wall Street-i jövevények. A szokásos gintonikját szopogatva Meriwether a barátja felé fordult, és száraz hangon bevallotta: „Igazad volt" – mondta. A Sejk ránézett. „Rád kellett volna hallgatnom."

A kívülállók később kiemelték, mennyire összetartottak a partnerek – de ez volt az egyetlen választásuk. Minél nagyobb kutyaszorítóban voltak, annál kevésbé vágytak mások társaságára, annál inkább összefogtak. Félretették pillanatnyi ellenszenvüket és keserű sérelmeiket, kerülték a vádaskodást és a szemrehányásokat. Komoran és elszántan már hajnalban az irodába siettek, és késő estig dolgoztak – mintha puszta jelenlétükkel elállíthatnák a vérzést. Órákon át a telefonon lógtak, megpróbálták pénzzé tenni ügyleteiket, régi befektetőknek hízelegtek, újakat csábítgattak, nyugtatgatták a bankárokat. Rosenfeld és Leahy próbálta tartani a lelket a személyzetben. Azt mondták az embereknek: „Egyenesbe fogunk jönni. Rengeteg a likviditásunk. Új pénzt gyűjtünk. Csak kisebbé kell válnunk – túl nagy kockázatot vállaltunk." A partnerek folyamatosan a konferenciateremben voltak, a függönyt mindig behúzva a leselkedő szemek elől, hogy titokban vesézzék ki a problémáikat. Megbeszéléseik végtelenül hosszúnak tűntek. Amikor végre kijöttek, a személyzet tagjai néha bátortalanul a fejleményekről érdeklődtek. A partnerek azonban még saját alkalmazottaiknak is alig-alig feleltek. A büszkeségében sértett Hilibrand úgy sietett el mindenki mellett, mint aki se nem hall, se nem lát.

Augusztus utolsó hétvégéjén a Long-Term távolabb került Soros feltételeinek teljesítésétől, mint valaha, és szinte mindenki, akinek a Wall Streeten módjában állt volna egy csekket kitölteni, távol volt kihasználni a nyár utolsó heteit. A Long-Term hetek óta napról napra több millió, sőt több tízmillió dollárt vesztett – míg azon a pénteken végre vissza nem nyert egy keveset. Meriwether még egyszer körbetelefonált – bármennyire is kilátástalannak tűnt a helyzet, nem volt hajlandó feladni a reményt.

Felhívta Dan Napolit a Merrillől, és megkérdezte, szerinte vége szakad-e valaha a vérveszteségeknek – mintha Napoli vagy bárki más tudhatta volna.

Aztán JM felhívta Sicilianót. A UBS menedzserét Tokióban érte el. „Akad valaki a bankjukban, aki be kíván fektetni? – érdeklődött Meriwether. – A jelenlegi áron nagyon olcsók ezek az ügyletek. Szerintünk hatalmas lehetőségek állnak előttünk." Aztán JM hidegvérét megőrizve hozzátette, hogy a Long-Termnek először nagyjából friss 1 milliárd dollárra volna szüksége a helyrebillenéshez. A UBS azonban már így is a Long-Term legnagyobb befektetője volt. „Úgy hangzik, mintha mínuszban lennétek huszonöt százalékkal" – mondta Siciliano. JM fagyos hangon válaszolt: „Mondjuk inkább negyvenöttel." Siciliano meghökkent. Kíváncsi volt, vajon ki akarná letenni az első 1 milliárdot. Egyvalamit biztosan tudott: ő semmiképp nem.

Szombaton, augusztus 29-én Meriwether felhívta Edson Mitchellt, azt a bankárt a Merrill Lynchtől, aki hajdan a Long-Term kezdeti tőkeszerzését szervezte. Mitchell azóta áttelepült Londonba, ahol egy globális kötvényüzlet kiépítésén dolgozott a Deutsche Bank részére. Vajon elképzelhető volna, hogy Mitchell és a Deutsche Bank tőkét hajtson fel a Long-Termnek? Mitchell azt felelte, hogy nem tartja valószínűnek.

Meriwether lassan kifogyott a barátokból. Aki pénzért kilincsel, annak a Wall Street szívtelen hely.

Ahogy eljött a hónap vége, hétfőn, augusztus 31-én a hongkongi pénzügyi felügyelet – amely mindaddig folyamatosan vásárolta a helyi részvényeket – hirtelen felhagyott a piac támogatásával. Újabb biztonsági háló bizonyult lyukasnak. A helyi börze 7 százalékot esett, lavinát indítva el a Wall Streeten. A Dow Jones 512 pontot, 6 százalékot zuhant, ami a mutató értékét 7539 pontra rántotta le. Ez július közepe óta 19 százalékos esést jelentett. Az alaszkai lazachorgászatról hazatérő pénzügyminiszter, Rubin azzal próbálta a piacokat megnyugtatni, hogy mindenkit biztosított: az amerikai gazdaság „egészséges". Az utóbbi tény csak tovább mélyítette a válságot, hiszen nem röppent fel olyan hír, ami a mélyrepülést kiválthatta volna. A The Wall Street Journal már-már komikusan triviális magyarázatot adva „a chicagói vállalatok kiábrándító beszerzési menedzser indexét* (purchasing managers index – PMI)" okolta. Közelebb járt a lap az igazsághoz, amikor hozzátette: „Csak zárójelben jegyezzük meg, hogy a piacon nincsen emelkedésre számító vásárló."[24] A gazdaság valóban egészséges volt, csakhogy a pénzügyi piacok egészségtelenül felfokozott tőkeáttéttel működtek, és egészségtelenül messzire nyújtózkodtak. Megkergült az egész Wall Street. Ha léteztek is valaha, addigra teljesen eltűntek a mertoni modellek hidegvérű, racionális brókerei. Mindenkit elragadott a hisztérikus pánik.

A Long-Term piacait fájdalmasan súlyos megrázkódtatások érték. A részvényvolatilitás 30 százalék fölé szökött, miközben az államkötvények hozama a mélybe zuhant, még tovább tágítva a hitelkamatréseket. Ez utóbbi

* A beszerzési menedzser index a feldolgozóipari vállalatok beszerzési vezetői által megadott adatokon alapuló, az üzleti konjunktúra előrejelzésére használt index – *a magyar kiadás szerkesztője.*

a befektetési minőségű kötvényeknél egyetlen nap alatt 133 bázispontról 162 bázispontra szökött. De ezek valójában pusztán számított adatok, mivel aznap a kötvénypiacokon szinte egyáltalán nem folyt kereskedés. A kötvénypiac gyakorlatilag bezárt; senki sem volt képes eladni semmit, hacsak nem iszonyatos veszteségekkel. Mintha bomba robbant volna: a brókerek monitoraikat bámulták, és azok üresen bámultak vissza rájuk. Egyszerűen nyomuk sem volt a vevőknek. „Augusztus 31. egyedülálló nap volt a történelemben" – meséli Curtis Shambaugh, a Credit Suisse First Boston kötvénystratégája. – Olyan kevés tétel cserélt gazdát, hogy a forgalmat csak nagyítóval lehetett észrevenni." Egy olyan alap számára, amelynek muszáj volt könnyítenie terheit, a hónap az elképzelhető legvérfagyasztóbb kötvénypiaccal zárult: a nem létezővel.

Augusztus volt a legrosszabb hónap, amit a hitelkamatrések tekintetében valaha is feljegyeztek.[25] A múltban az efféle robbanásszerűen táguló kamatrések mindig gazdasági összeomlást vetítettek előre. Csakhogy ezúttal nem fenyegette recesszió a gazdaságot; talán némi lassulás, de semmi több. A kötvénypiaci összeomlást olyan pánik váltotta ki, amely nem a reálszférában, hanem a Wall Streeten keletkezett, ahol a túlzott optimizmus (és a túlzott tőkeáttét) hirtelen eltűnt.

A fedezeti alapok háromnegyede vesztett augusztusban, és közülük a Long-Term vesztette a legtöbbet. Egyetlen iszonyatos hónap alatt Meriwetherék 1,9 milliárd dollárja, tőkéjének 45 százaléka úszott el, és mindössze *2,28 milliárd dollárjuk* maradt. A Soros-féle lehetőség elszállt – végképp és visszavonhatatlanul. Ráadásul a Long-Term portfóliója még mindig vészesen túlméretezett volt. Az alap 125 milliárd dollárnyi eszközzel rendelkezett, ami eredeti eszközállományának 98 százaléka volt (hihetetlen mértékben, 55-szörösen túlszárnyalva leapadt tőkéjét).

nem beszélve a származékos pozíciókban lappangó masszív tőkeáttétről, köztük a részvényvolatilitási és a swapkamatréseket rövidre eladó ügyletekkel. Egyszerűen elviselhetetlen volt ekkora tőkeáttét. Ha az eszközeik továbbra is esnek, a veszteségek szempillantás alatt felemésztik a maradék 2,28 milliárdnyi tőketöredéket. Igen ám, de a tőkeáttételt – az ügyletek méretét és a piaci likviditás teljes hiányát tekintve – nem lehetett csökkenteni.

A partnerek ismeretlen, modelljeikkel még feltérképezetlen földre tévedtek. Stavis úgy érezte, a cégtársak „számukra megmagyarázhatatlan volatilitással szembesültek". Elméletileg képtelenül alacsony volt egy efféle augusztus esélye; egy ilyen negatív sorozat a matematikusok szerint olyannyira torz jelenség, hogy a világegyetem egész élettartama, de még annak sokszorosa alatt is valószínűtlen, hogy akár egyszer is bekövetkezzen.[26] Csakhogy a Long-Termmel mégis megtörtént nem egészen négy évvel azután, hogy Meriwether levelében olyan magabiztosan ajánlotta a befektetők figyelmébe Merton és Scholes finoman hangolt becsléseit az alap kockázatairól. Végül a partnerek nyelvén „az [ügyletek közötti] korreláció felszökött egyre".* Minden fogadáson egyszerre vesztettek. A kockadobások többé nem voltak véletlenszerűek, vagy legalábbis úgy tűnt, hogy a kockákat ugyanazon rosszakaratú kéz dobálja.

* A korreláció (együttmozgás) azt méri, hogy két változó átlagtól való eltérései milyen szorosan függnek össze. A plusz 1 és mínusz 1 közötti skálán mozgó mutató szélső értékei a tökéletes együttmozgást, illetve negatív esetben a teljesen ellentétes kilengést jelentik. Míg az utóbbi esetben a két eszköz megfelelő kombinálásával minden kockázat eltüntethető egy portfólióból, ha a korreláció plusz 1, semmiféle diverzifikációs lehetőség nincs. Márpedig az alap stratégiái a diverzifikációs lehetőségek meglétére építettek – *a magyar kiadás lektora.*

9. Az emberi tényező

Szeptember elején Meriwethernek az alap iszonytató veszteségeiről tájékoztatnia kellett a befektetőket. JM levelében nem próbálta elkendőzni a tényeket:

> „Mint tudják, az orosz válságot kísérő események hatására a világ piacain megugrott és augusztusban végig folyamatosan nőtt a volatilitás... [Ennek nyomán] sajnálatos módon meredek visszaesés következett be a Long-Term Capital Portfolio tőkéjében... 44 százalékos esést szenvedett augusztusban és 52 százalékos esést éves szinten. A veszteségek mértéke sokkoló számunkra, ahogy bizonyára az önök számára is, különösen az alap múltbéli volatililásának fényében."[1]

Mindennek ellenére JM levele visszafogott optimizmust sugallt az alap jövőjére vonatkozóan. A derűlátó szemlélet kétségtelenül Meriwether őszinte hitét tükrözte, csakhogy addigra a partnerek jövőről alkotott nézetei a külvilág véleményétől meglehetősen eltávolodtak. A levél szerint a Long-Term katasztrófájának gyökerei 1998 elejére nyúltak vissza, amikor kiszélesedtek a hitelkamatrések. A Long-Term ismét a kamatrések szűkülésére fogadott,

a befektetők azonban hamarosan szabadulni kezdtek az illikvid kötvényektől, ezzel még inkább szétfeszítve a kamatréseket. A „likviditáshoz való menekülés" eredményeként – ahogy a folyamatot JM nevezte – „az eset után megbomlott különböző stratégiai irányvonalaink függetlensége". A körülményes fogalmazás arra hivatott célozni, hogy a Long-Term „az eset előtt" mindent elkövetett azért, hogy megőrizze különböző stratégiáinak függetlenségét.

Meriwether elemzésében a legcsekélyebb utalásnak sem volt nyoma arra, hogy a Long-Term bármiképp is hibázott volna – például azzal, hogy nem csökkentette mérlegfőösszegét 1997 végén, amikor annyira megritkultak a lehetőségek. Egyszóval JM a veszteségekért nem a brókereit, hanem az ellenük forduló piacokat okolta.

Meriwether biztosította a befektetőket arról, hogy „lépések történtek a kockázatok csökkentésére, és a tőkénk jelenlegi szintjéhez való igazodásra". Csakhogy a megállapítás félrevezető volt, hiszen a Long-Term keveset tett az eladások érdekében; az alap 55:1-re felszökött tőkeáttétéről Meriwether elmulasztott említést tenni a levélben. A legelnézőbb magyarázat szerint Meriwether — erősen Hilibrand és Haghani befolyása alatt – korántsem találta olyan kockázatosnak az alap peredöntő ügyleteit. „Nagy lehetőségeket látunk számos vezető stratégiánkban" – írta. Amellett hozzátette: az alap „teljesen likvid"; ami voltaképpen meg is felelt a valóságnak, csakhogy elsikkadtak mögötte az LTCM-nél, a partnerek alapkezelő cégénél kialakulóban lévő súlyos cash flow problémák.

A Long-Term szeptember 2-án faxolta el a bizalmasnak szánt levelet. Az egyik befektető azonban kiszivárogtatta a Bloombergnek, egy pénzügyi hírszolgáltatónak, amely közzétette, még mielőtt az utolsó befektetőhöz is eljutott volna a saját példánya. A hirtelen támadt nyilvánosság hidegzuhanyként érte a partnereket. A The Wall Street Journal vezető helyen hozta a Long-Term veszteségeit a

pénzügyi piacok általános nyugtalanságáról szóló nagyobb lélegzetű elemzése keretében.[2] Az egyik online pénzügyi újságíró, James Cramer gúnyosan megjegyezte, hogy a „zseni" szót meg kellene hagyni Mozartnak, és nem tékozolni holmi arbitrazsőrökre.[3]

Bár a sajtó lármája kínosan érintette, az alap arra számított, hogy fordulat következik be, amikor a brókerek visszatérnek tengerparti pihenésükről. Augusztus feltehetően deviancia volt. „Eddig nyaraltak az emberek – biztatták egymást a partnerek. – Most majd minden helyrebillen." Csakhogy egy nappal Meriwether levele után a Moody's Investors Service leértékelte a brazil államkötvényeket. Rosszjel. Mintha összebeszéltek volna, a pénzügyi válság vírusait országról országra hurcoló nemzetközi brókerek egyszerre vetették magukat Brazíliára. A valutaspekulánsok Sao Paulót ostromolták, mely – Moszkva kétes példáját követve – tagadta, hogy valaha is leértékelésre vetemedne. Az adott helyzetben a Long-Termnek legkevésbé egy újabb Oroszországra volt szüksége.

A bankok óhatatlanul korlátozták a brazil hiteleket. Herb Allison, a Merrill elnöke értekezletet hívott össze szeptember 4-re, a Labor Day* előtti péntekre, hogy a feltörekvő piacokon felmérjék a Merrill repokockázati kitettségét. Allison, aki egykor lelkes támogatója volt a Long-Termmel való kapcsolatoknak, megkérdezte, miért finanszírozza a Merrill az alap brazil ügyleteit. „Hogy érted ezt, Herb? – kérdezte meglepetten Allison egyik menedzsere, a főnökét korábban a Long-Termhez fűző gyengéd szálakra célozva. – Természetesen a te kedvedért!" Allison elnevette magát, és utasította embereit, ne hagyják ezt újra megtörténni.

* Nemzeti ünnep az USA-ban, mindig szeptember első hétfője – *a magyar kiadás szerkesztője.*

A bankoknak jókora fejfájást okoztak nemcsak a fedezeti alapok, de saját növekvő veszteségeik is. A Goldman, a Morgan, a Salomon Smith Barney, a Merrill és a többiek mind hatalmas kötvényportfólióval rendelkeztek, amelyek különböző összeállításúak voltak ugyan, de többnyire hasonlítottak a Long-Termére. A bankok szintén az amerikai kincstári kötvényeket rövidre eladva fedezték portfóliójukat, és most ugyanazok a könyörtelenül táguló kamatrések gyötörték őket. Ráadásul közben a bankok részvényei is zuhantak. A legnagyobb veszteségeket elszenvedő Goldmannél különösen izgultak, mert félő volt, hogy a piaci pangás tönkreteheti a következő hónapra tervezett részvénykibocsátásukat. A Salomonnál szintén nagy volt az idegesség. Sandy Weill elszörnyedve tapasztalta, hogy az Arbitrázs csoport veszteségei a Citicorppal való, ugyancsak októberre beütemezett egyesülést is veszélybe sodorhatják. Weill kérlelhetetlen parancsai értelmében a Salomon folytatta pozíciói felszámolását. A heves vérű Haghanit annyira felzaklatták az események, hogy fel akarta vásárolni a Salomon egész maradék pozícióját, csak hogy az eladásoknak véget vessen. A partnerek egy pillanatig azt hitték, Haghaninak elment a józan esze – a Long-Term nem volt olyan helyzetben, hogy *vegyen* bármit is. Már-már arra gyanakodtak, a hazardőr Haghani talán nem követ el mindent eszközeik eladása érdekében, és titkon élvezi, hogy mindent egy lóra feltéve játszhat. Londonban továbbra is két kerékenjárt munkába, mintha minden a legnagyobb rendben ment volna.

Közben a partnerek vészjósló trendet fedeztek fel: az *ő* ügyleteik a többiekénél jobban estek. Ha például a bóvlikötvények erőre kaptak, az ő tételeik árfolyama megfeneklett.[4] A Long-Term fogadásaival ellentétesen a swapkamatrések sokkal jobban tágultak Angliában, mint Németországban – minden ésszerű gazdasági indok nélkül. Az Egyesült Királyságban a swapkamatrések 82 bá-

zispontra szöktek, míg Németországban megrekedtek 45 ponton. „Ennek semmi értelme" – morgott a Long-Term egyik brókere. Ha Angliában a befektetők a minőséghez menekültek, akkor a folyamatnak logikus módon Németországot is sújtania kellett volna. Csakhogy – logikusan vagy sem – a Wall Street-i brókerek úgy iszkoltak a Long-Term üzletei elől, mint ahogy a patkányok menekülnek egy süllyedő hajóról.

Mindez már nem lehetett pusztán véletlen egybeesés. A tőkéért kapkodó Long-Term rákényszerült, hogy felfedje portfóliójának bizonyos részleteit, sőt annak főbb kontúrjait. A korábban megszállottan titkolózó fedezeti alap most nyitott könyvvé vált a külvilág előtt. A piacok, ahogy Vinny Mattone megjegyezte, összefognak a gyengék ellen. Márpedig Meriwether leveléből a Long-Term bajairól az egész Wall Street tudomást szerzett. A rivális cégek elkezdték előre eladni mindazt, amit szerintük magával ragadhatott volna az a lavina, amit a Long-Term elindíthat, ha likvidálni kezdi pozícióit. „Mihelyt az emberek bajt neszeltek, rögtön elkezdtek kiszállni" – meséli Costas Kaplanis, a Salomon egyik akkori brókere. – Nem azért, hogy lerohanják az LTCM-et, egyszerűen csak magukat akarták védeni." Ahogy a Wall Street a Long-Term ügyleteit ostromolta, Leahyt torkon ragadta az émelyítő érzés: mintha versenytársai a Long-Term saját pozícióit likvidálnák.[5] Hilibrand nem tévedett: védtelen marad, aki felfedi titkait.

Az alapot Meriwether talán likvidnek érezte, de a Bear Stearns már nem látta olyan egyértelműnek a helyzetet. A Long-Term „széfben tartott" eszközei – vagyis a készpénz és az értékpapírok, amelyeket lehívásra készen a Beatnél tartottak — napról napra kevesebbet értek. Az alapot a Bear egyre kelletlenebbül klíringelte. A helyzetet csak rontotta, hogy Robert Shustak, aki minden délután értesítette a Beart az alap eredményeiről, rendre alábecsülte cége

veszteségeit. Shustak nem akarta félrevezetni a Beart: a Long-Termnek számos ügylete értékét közvetve kellett felbecsülnie, különösen a nyilvánosan sehol nem jegyzett származékos kontraktusokét. A Long-Term „árfolyamjegyzéseit" – ügyleteinek árát – más brókerektől kapta meg. Most a rivális bankok vagy biztonsági játékot játszottak, vagy az alap nyomorát kiaknázva ügyleteit leértékelték, arra kényszerítve Shustakot, hogy precízebb számokat vigyen a Bear elé.

Mike Alix, a Bear hitelmenedzsere úgy érezte, ideje figyelmeztetnie a Long-Termet. Alix közölte Shustakkal, ha a Long-Term széfben lévő eszközei 500 millió dollár alá esnek, a Bear nem klíringeli tovább az alapot. A Bear *zaklatott* helyzetére hivatkozva Alix felszólította a Long-Termet, találjon új hitelezőt a jelenleg Bear által finanszírozott némely határidős kontraktusára. Az óvatos Bear nem akart halmozott kockázatot vállalni a fedezeti alappal szemben.

A Bear nyomása *feldúlta* Mike Reismant is, a Long-Term repofelelősét. Reismannek mint a Long-Term pénztárosának fő feladata volt, hogy hitelezőt találjon az alap kötvényei számára, az adott körülmények közt a lehető legkedvezőbb feltételekkel. A mindössze harminchárom éves Reisman kitűnt egyéniségével a Long-Term gárdájából: rendszeresen fellépett komikusként, és társtulajdonosa volt a manhattani Gotham Comedy Clubnak. Ha a levegő a Long-Termnél nem savanyodott meg teljesen, az egyedül neki volt köszönhető. Szeptember elején azonban már nem volt humoros kedvében. Reisman, aki munkájánál fogva mindenkinél pontosabban kitapinthatta a cég pulzusát, egyik kollégájának azt mondta, hogy ha az alap nem teremt elő friss pénzt a hónap végéig, el fogja veszteni repocsatornáit – márpedig azok nélkül nincs esélye a túlélésre.

Az alkalmazottaknak szintén épp elég okuk volt az idegeskedésre. Bent volt az alapban saját tőkéjük, de nem tudták, mit tesznek a partnerek azért, hogy megmentsék. A munkatársak néma igáslovakként hosszú órákat dolgoztak, miközben egyre bizonytalanabbá vált számukra ajövő. Természettől fogva nehezteltek a partnerekre, akik mellettük dolgoztak, de soha nem osztották meg velük titkaikat. Amikor főnökeik a tárgyaló ajtaját becsukták, nem tehettek mást, mint hogy összeszorított fogakkal vártak. Amikor kiléptek a partnerek, és valamelyik alkalmazott feltette a kérdést: „Hé fiúk, mi újság?", általában csak annyi volt a válasz: „Dolgozunk a problémán." Kézzelfogható információ híján a csapat fanyarul tréfálkozva bevezette a „nyakkendőindexet": minél több partner visel nyakkendőt – tréfálkoztak az alkalmazottak –, annál komolyabb a tárgyalás, ennélfogva annál nagyobb bajban van a cég!

A partnerek valójában attól féltek, hogy alkalmazottaik faképnél hagyják őket. A lehetőséget muszáj volt komolyan venni, mivel az alkalmazottak bérét fizető LTCM csöppet sem volt likvid. Szeptember első hetében a Fleet Bank bejelentette: élni kíván jogával, hogy visszahívja az általa nyújtott hiteleket. Ez azt jelentette, hogy az LTCM sorsa hajszálon függött, hiszen a Fleet bármikor csődbe juttathatta. Ha erre sor kerül, a Long-Term csereügyletpartnerei alighanem fizetésképtelenségi eljárást indítottak volna, csődhelyzetbe taszítva magát az alapot is.

A partnerek az addigi legmélyebb válságukat átélve 38 millió dollárt vettek ki a portfólióból, és tettek át kölcsön formájában az LTCM-be (amely személyes tulajdonukban állt). A kétes tranzakció elég pénzt biztosított ahhoz, hogy rendezzék a béreket 1998 végéig, és így az LTCM némi időt nyerjen alkalmazottaival szemben. A kölcsönt jóváhagyták az alap külsős igazgatói is, akik azzal élveitek, hogy ha az LTCM elbukik, maga az alap is romba dőlhet.

Csakhogy a kölcsön, még ha a szerződések lehetővé is tették, súlyos összeférhetetlenségi aggályokat vetett fel. A partnerek úgy vettek ki pénzt – illetve technikailag adtak kölcsön maguknak – az alapnál elhelyezett befektetésükből, hogy ugyanezt a lehetőséget nem adták meg a külső befektetőknek, akik vagyonának megőrzéséért különösjogi felelősség terhelte őket. Mindez a teljes kétségbeesésüket jelezte.

Csakhogy a bűvészkedés kevés volt a megváltáshoz. Az LTCM – amelynek még mindig ott lebegett a feje fölött a Fleet fenyegetése – rávette David Pflugot, a Chase Manhattan bankárát, hogy vegye át a Fleet összesen 46 millió dolláros kölcsönét. Megígértette vele azt is, hogy nem hívja vissza a Chase korábbról fennálló saját, összesen 62 millió dolláros hitelét sem. Rosenfeld mélységes hálát érzett a Chase „hihetetlen tettéért”.[6] Igen ám, de az LTCM immár 108 millió dollárral tartozott a Chase-nek, 50 millióval a Crédit Lyonnaisnek, 7 millióval a Lloydsnak – és további 38 millióval saját alapjának.

Meriwether továbbra is tőkére vadászva szeptember 6-án, a Labor Day előtti vasárnap felhívott egy menedzsertriót a Merrillnél. Richard Dunnt balsejtelmek gyötörték, és az ünnep előtti hétvégét azzal töltötte, hogy átrágta magát a Merrill Long-Termmel szembeni kitettségén. A banknak most már nemcsak a saját kitettsége miatt volt oka a szorongásra. Dunn-nak azjárt a fejében, mi történne a piacokkal, ha a Long-Term esetleges összeomlásának hatására hirtelen az egész Wall Street a vészkijárat felé tódulna: vajon átférne az ajtón egyszerre mindenki? A Merrill annyira aggódott, hogy megbízta az üzletkötő Dunleavyt és a hitelmenedzser Bob McDonough-t, hogy szedjenek ki konkrétumokat a greenwichiekből. Dunleavy, akit baráti viszony fűzött a partnerekhez, kerek perec megkérdezte: „Srácok, rendben vagytok?” A partnerek szokásos kincstári optimizmusukkal

kijelentették, hogy nehézségei ellenére a cég likvid. Dunleavy később azt mondta a kollégáinak, hogy a partnerek hazudtak neki.[7]

JM és társai azonban őszintén hittek abban, hogy ilyen széles kamatrésekkel aranybánya vár rájuk a sarkon túl. „Mindig is arról álmodtunk, egyszer majd eljön egy nap, amikor ilyen lehetőségeink lesznek" – mesélte Rosenfeld.[8] Igen ám, de nem volt pénzük, amivel kiaknázhatták volna a lehetőséget. JM éppen olyan helyzetben találta magát, mint hajdan Eckstein: lassan bele kellett törődnie, hogy az ő trükkjével majd egy új JM robbant bankot. A biztonság kedvéért JM tájékoztatta Bill McDonough-t, a New York-i Fed elnökét arról, hogy a Long-Term kénytelen új pénzt szerezni. JM-et és a Salomon egyéb igazgatóit korábban kritikák érték, amiért nehézségeikről nem értesítették kellő időben a Fedet. JM nem akarta még egyszer elkövetni ezt a hibát.

Augusztus végén és szeptember elején a friss befektetések várakozásteljes reménye feldobta a partnerek hangulatát. Félretették az LTCM likviditási problémáinak kényes kérdését, és azokra a mesés lehetőségekre koncentráltak, amelyek minden jel szerint a jelenlegi befektetőkre vártak. Mendoza a Morgantől még mindig ígért 200 milliót. Listájáról ízelítőként felsorolt néhány nehézsúlyú befektetőt, köztük Jack Welchet, a General Electric elnökét. Egyéb fontos ügyek azonban gyakran vonták el Mendoza figyelmét az LTCM-től. Őszintén kedvelte a céget, de a partnerek véleménye megoszlott arról, vajon legerősebb szövetségesüket lássák-e Mendozában vagy csupán egy lelkes szimpatizánst. Akárhogy is, a partnerek noteszében sem volt hiány jól csengő nevekből. Myron Scholes kapcsolatba lépett Michael Dell-lel, a számítógépmágnással, és Dell küldött egy teamet, hogy áttanulmányozzák az alap könyveit. Őket követte a Bass-csoport, a texasi be-

fektetési társaság és még sokan mások. Ez a felbolydulás a felszínen a Long-Term első, 1993-as kampányára emlékeztetett.

Ám, ha még egyelőre nem is tudatosult bennük – de a partnerek elvesztették a legyőzhetetlenség auráját, amelynek hatására korábban megnyíltak előttük az ajtók. Múltjuk impozáns volt, de lekopott róla a varázslat fénye, és enélkül a Long-Term csak egy volt a sok alap közül. Meriwether remélve, hogy megnyerheti a Ziff testvéreket, a kiadóipari mogulokat, felajánlotta: hajlandó a kedvükért az első három évben – de szigorúan csak addig – csökkenteni a Long-Term szokatlanul magas díjait. Talán ez a fogás máskor és máshol beválhatott volna, de Meriwether pusztán ideiglenes díjmérséklése végtelenül arrogánsnak tűnt a Ziff testvérek szemében. Így múlik el a világ dicsősége a Wall Streeten: a befektetők egymás sarkát taposva tolonganak egy borsos díjakkal dolgozó pénzmenedzser ajtaja előtt, és faképnél hagyják, ha csökkenti árait.

A partnerek egy csoportja felkereste Julian Robertsont, a Tiger Management (az egyik nagy fedezeti alap) fejét. Robertson éppen egy elhibázott jenügylet miatti 2 milliárd dolláros veszteséget készült bejelenteni, és talán nem volt épp spekuláló kedvében. Akárhogy is, Robertson, a ravasz déli róka, nem hatódott meg; semmi nem győzte meg arról, hogy a Long-Term olyasmit tud, amit más nem. A partnerek ismét üres kézzel távoztak. Ritkán akadt példa arra, hogy ilyen káprázatos dicsőséglista és ilyen fényes célcsoport találkozásából ilyen sivár eredmény szülessen.

Még a Long-Term meglévő befektetői is kezdték az alapot kritikus színben látni. Marion Pease, a Pittsburghi Egyetem gazdasági igazgatója átrepült Greenwichbe, hogy találkozzon a tudományos körökben valóságos hősként ünnepelt Mertonnal és Scholesszal. A professzorok legutóbbi veszteségeikkel kapcsolatban szűkszavúak ma-

radtak, de felmagasztalták az alap előtt álló lehetőségeket. Scholes, az örök üzletember, kijelentette: bízik abban, hogy a Long-Termnek sikerül 1 milliárd dollárt összegyűjtenie még szeptemberben, és újabb 1 milliárdot az év végéig. Pease azonban nem akart több pénzt befektetni.[9]

„Elaltattak minket a sikerek" – mondta William Sharpe stanfordi professzor, aki az alap egyik befektetőjének adott tanácsokat. Csakhogy most Sharpe, úgy látszik, ébredezni kezdett. Amikor Scholes, korábbi stanfordi kollégája felhívta, hogy segítségét kérje a pénzszerzésben, Sharpe óvatosan állt a kérdéshez. Megbízója, egy gazdag kínai amerikai késznek mutatkozott 30 millió dollárt befektetni, de a professzor túlságosan nagynak ítélte a kockázatot. Megegyeztek, hogy megbízója egyelőre 10 millió dollárt fektet be, és még 10 milliót, ha a Long-Termnek sikerül egy nagyobb befektetőt kerítenie. A pénzt hajlandók voltak egy letéti számlán elhelyezni, de Scholes késleltette a tranzakciót. A Long-Term tudta, hiábavaló volna apránként gyűjtögetni a pénzt.

A nagy pénzért Meriwether sorrajárta Herb Allisont a Merrillnél, Edson Mitchellt a Deutsche Banknál, Donald Laytont, a Chase egyik alelnökét és Gary Brinsont, aki a UBS egyik portfóliókezelő részlegét vezette. Ezeknek a Wall Street-i oroszlánoknak kétségtelenül megvoltak a kellő forrásaik. Igen ám, de vajon hagyták-e magukat álmukból felkelteni? A partnerek káprázatos előjelzései ellenére a bankároknak jó szimatuk volt a bajhoz. Most pedig, ahogy a partnerek egyre inkább kétségbeestek, a bankok megengedhették maguknak, hogy kivárjanak. Minden eltelt nappal egyre olcsóbb lett a „soha vissza nem térő alkalom".

Bármilyen valószerűtlennek is tűnt, a Long-Term piacai tovább süllyedtek. A kockázati arbitrázsban a kamatrések az 1987-es krach óta tapasztalt legnagyobb távolságokra szélesedtek.[10] A tőzsdei részvénykibocsátások megfenek-

lettek, borzadállyal töltve el a Goldman Sachs bankárait[11] A B besorolású kötvények hozama 570 bázisponttal kúszott magasabbra a blue chip kötvényekénél – az eltérés egy évvel korábban mindössze 200 bázisponton volt. A részvényvolatilitás ára megduplázódott.[12] „Mintha a félelem köde ereszkedett volna a piacokra" – nyilatkozta a The Wall Street Journalnek egy opciókereskedő.[13] A tengerentúlon az árak páni rémületről árulkodtak. Az egyik feltörekvő piac indexének kamatlábai 1700 bázisponttal ugrottak az amerikai államkötvények hozamai fölé, szemben az egy évvel korábbi 300 ponttal![14] Alan Greenspan vészterhesen arra figyelmeztetett, hogy ilyen zaklatott globális viszonyok közt nem várható el, hogy az Egyesült Államok a „bőség oázisa" legyen.[15] Bármilyen eszközről volt szó, a piacokon a befektetők keze a legcsekélyebb kockázatra is megremegett.

Márpedig a Long-Term az egész világon a kockázatra fogadott. Minden arbitrázsügyletben a kockázatosabb kötvényeket birtokolta, minden országban a legkevésbé biztonságos kötvénnyel rendelkezett. Százszor is megkötötte ugyanazt a fogadást – és a fogadás most vesztésre fordult.

Újabb rémes nap volt szeptember 10., csütörtök. Még 7 bázisponttal feljebb kúsztak a csereügyletek kamatrései, és a többi kamatrés is szélesedett. Mintha a pechből nem lett volna éppen elég – vagy talán a sors keze volt... –, a kilövés után meghibásodott és felrobbant egy hordozórakéta, amely tizenkét Globalstar műholdat állított volna pályára. A Long-Termnek történetesen voltak Globalstar-kötvényei. A partnerek már-már nevettek kínjukban: még az égiek is összeesküdtek ellenük. A kockázatkezelő értekezleten az asztal körül sorra jelentették eredményeiket a brókerek. Amikor világossá vált, hogy mindegyik bróker vesztett, Mullins maró gúnnyal jegyezte meg: „Hát már *soha* nem fogunk tudni pénzt keresni – még egyetlen árva napig sem?" Szeptemberben mindeddig

egyetlenegyszer sem sikerült nekik. Egyszerűen sztrájkoltak a piacok. Mindenki eladott – kivéve a Long-Termet.

Az alap bénaságra volt kárhoztatva puszta tömegénél fogva. Körülötte a kisebb halak minden elképzelhető kötvénytől megszabadultak, de a Long-Term tehetetlenül vesztegelt, mint valami óriási bálna a vérszomjas piranják gyűrűjében. Pozícióinak félelmetes mérete szörnyűséges csapdába zárta a partnereket. Ha csak egy töredékét is eladják valamelyik nagy pozíciójuknak – mondjuk egyik swapügyletüknek –, az ólomsúlyként rántja le az adott ügylet árát, és a megmaradó rész elértéktelenedik. Haghani salomonos napjaitól fogva hajszolta kollégáit, hogy duplázzák, sőt triplázzák meg pozícióikat. Most láthatta, a méretnek is megvan a maga ára.

10-én késő délután a partnerek tudták, hogy fájdalmas lélektani határt léptek át: tőkéjük 2 milliárd dollár alá esett. Befutott Meriwetherhez az a hívás, amelytől mindig is rettegett – Warren Spector, a Bear Stearns ügyvezető alelnöke kereste. A Long-Term széfben lévő eszközei 500 millió dollár alá estek, bár a nap végére ismét a határ fölé kúsztak. A jelek szerint – magyarázta Meriwether – a Long-Term némelyik kereskedési partnere végre vette a fáradságot, hogy átutalja az esedékes összegeket. Egy csőd szélén álló cégnek senki sem fizetne. Csakhogy Spectort már hidegen hagyták a magyarázatok. Kurtán közölte JM-mel: vasárnap átküld egy teamet a Long-Term könyveinek átvizsgálására, különben hétfőn már nem klíringeli az alap ügyleteit.

Másnap, szeptember 11-én Meriwether felhívta Corzine-t. A Goldman-elnök épp Velencéből tért vissza, ahol házassági évfordulóját ünnepelte. JM-nek egyszerű volt a mondandója: a Long-Termnek gyorsan és sok pénzre van szüksége. 1 milliárd dollár már nem elég. Alihoz, hogy bármi esélye is maradjon a túlélésre, legalább 2 milliárdot kell szereznie. Aztán JM újra felhívta

McDonough-t kötelességtudóari értesítve a New York-i Fed-elnököt az erőfeszítésekről, amelyeket a Long-Term megmentéséért tesz.

Amikor vasárnap a Bear küldöttsége megérkezett, a Long-Term mint házigazda a lehető legszívélyesebb arcát mutatta. Hirtelen mintaszerű ügyfélként viselkedett: kinyitotta a könyveit, és szendvicseket tálalt fel. Hilibrandről lefoszlott minden ellenségeskedés, és türelmesen végigvette a látogatókkal az összes ügyletet. Meriwether és Rosenfeld végig jelen volt a könyvvizsgálaton, jelezve, hogy a Long-Term komolyan veszi a Bear fenyegetését. Alixre mély benyomást tett a Long-Term igyekezete, de aggasztotta az alap ügyleteinek mérete. Másnap, miután ülésezett a Bear ügyvezetése, Alix tájékoztatta Shustakot, hogy a Bear az 500 milliós küszöböt szigorúan veszi. Ha a Long-Term még egyszer leveri a lécet, a játéknak vége.

A UBS, a Long-Term legnagyobb befektetője még a Bearnél is rosszabbul érezhette magát. David Solo, a régi Swiss Bank származékos mágusa ráébredt – kissé elkésve –, hogy a friss fúzióval létrejött bankóriás, a UBS rettentő veszteségeknek néz elébe. Amikor Solo áttanulmányozta a warrantcsomagot, kiderült, hogy a UBS hatalmas kockázatot vállalt mindössze 4 százalékos potenciális nyereség reményében – amelyet persze most már soha nem fog látni. „Ez az egész hókuszpókusz az opciófedezés, a volatilitás és a prémiumok körül egyszerűen nevetséges” – jelezte egy szeptember 14-én kelt e-mailben Marcel Ospelnek, a Swiss Bank korábbi elnökének és újabban a UBS vezérigazgatójának. Bankja fúziós partnerét nem kímélve Solo rosszmájúan hozzátette: „Az ügyletet jóváhagyta a UBS-csoport ügyvezetése és sokan azok közül, akik most az ön asztala körül ülnek”.

Közben még aznap, hétfőn Meriwether, Rosenfeld és Leahy felkereste a Lehman Brotherst. Jeff Vanderbeek, aki a Lehman körvényrészlegét vezette, azonnal megkérdezte:

igazak-e az alap extrém gondjairól szóló hírek. „Mielőtt válaszolnánk, szeretnénk arról tárgyalni, hogyan gyűjthetnénk pénzt az önök magánbefektetői csoportján keresztül – kezdte JM, mintha minden a legnagyobb rendben volna. – Visszaadtunk némi pénzt az év végén, és az utóbbi húsz év legnagyobb lehetőségeit látjuk magunk előtt." A házigazdákat elképesztette a Long-Term nemtörődömsége, de a felszínen mégis átütött a partnerek mélyben vibráló feszültsége. Meriwether megkérte Rosenfeldet, magyarázza el az alap portfólióját, de aztán hirtelen leállította – JM ritkán ragadtatta magát efféle türelmetlenségre hűséges cégtársával szemben, akit fiaként szeretett. A Lehman vezérkarát mindenesetre nem sikerült meghatni.

A Long-Termnek még mindig volt egy mentőöve, amelybe kapaszkodhatott: a megújuló hitelkeret, amelyet 1996-ban a Chase vezette bankszindikátustól kapott. A 900 milliós hitel (amelyet az eredeti 500 millió dollárról emeltek fel) a háttérben folyamatosan a Long-Term rendelkezésére állt, és abból az alap elvileg bármikor tetszőleges összeget lehívhatott. Az efféle kölcsönök rendszerint automatikusan hatályukat vesztik, ha az ügyfél pénzügyi helyzetében gyors romlás következik be. A Chase viszont annyira mohón igyekezett a Long-Termmel üzletet kötni, hogy ezt a utóbbi záradékot elengedte. A megújuló hitel ugyan *felmondható* volt, de csak ha bármelyik elszámolási időszak végére kevesebb, mint a felére csappan a Long-Term tőkéje. A bankok persze siettek kijelenteni: az alap veszteségei mentesítik őket a finanszírozási kötelezettség alól. Csakhogy az utolsó „elszámolási időszak" július 31-én zárult – amikor a Long-Termnek még bőven volt tőkéje. Így aztán technikai értelemben a bankok keze meg volt kötve. A Chase pongyolán szövegezett szerződése miatt 900 millió dollárnyi kölcsönnel kellett egy fizetésképtelen cég rendelkezésére állniuk.

A partnerek véleménye azonban erősen megoszlott arról, *jó ötlet-e* kölcsönkérni. Mullins úgy gondolta, nem volna helyes. Ha elbukik az alap, mi értelme magával rántani a bankokat? Egy újabb hitel csak tovább bonyolítaná a helyzetet. JM, Hawkins, Modest és Nobelist egyetértett. Hilibrand, Haghani, Leahy és Rosenfeld keményen érvelt a megújuló hitel igénybevétele mellett. Különben hogyan remélhetnénk – kérdezték –, hogy feltölthetjük a tartalékunkat a Bearnél? Krasker, McEntee és Shustak szintén a kölcsönfelvétel mellett foglalt állást. Rickards, az ügyvéd rámutatott: a Long-Term a befektetők részéről akár jogilag is támadhatóvá válik, amennyiben nem ragad meg minden esélyt. „Várjunk még a döntéssel, egyelőre nem olyan kritikus a helyzet" – mondta végül JM a vitát berekesztve. Akkor még nem voltak *égetően* rászorulva a pénzre.

A partnereknek még mindig ott volt a Goldman Sachs és Corzine; és akkor, szeptember közepén úgy tűnt, ők a Long-Term első számú reménységei. A magas, szakállas Corzine messze nem volt tipikus bankáralkat. Egy farmon született Illionis déli részén, az egyetemen kosarazott, és egyik óvodai csoporttársát vette el feleségül.[16] 1975-ben, egy évvel azután, hogy Meriwethert felvette a Salomon, Corzine a Goldman kötvényosztályához csatlakozott. Tehetséges brókerré nőtte ki magát, bár kevésbé ünnepeltté, mint Meriwether. JM-et Corzine őszintén tisztelte, és arbitrázsegységét saját cége számára mintaképnek tekintette. Corzine a Goldman ranglétráján feljebb kapaszkodva is közvetlen maradt és természetes; a háromrészes öltönyök világában tarka pulóvereiről volt híres.

A Goldmannek – a Wall Street utolsó olyan teljes körű szolgáltatást nyújtó befektetési bankjának, amely még nem ment tőzsdére – akadtak a Long-Termmel bizonyos közös vonásai. A partnerei zárkózottak voltak, és jó pár évtizedig szokatlanul zárt közösséget alkottak. A Goldman kultúráját kivételes diszkréció jellemezte (a bank

Broad Street 85. szám alatt lévő központi irodájának előcsarnokában semmi sem utalt a Goldman jelenlétére). A legutóbbi időkig úgy ismerték, mint azt a bankot, amely gondoskodásával elhalmozza elit vállalati ügyfeleit. A kapcsolati tőkére építő üzletpolitika apostolaként a Goldman megvetette az ellenséges vállalatfelvásárlásokat, sőt még a saját számlás kereskedéstől is tartózkodott, azt a nemes eszmét vallva, hogy az ilyen adásvételek kapcsán a bank konfliktusba kerülhetne saját ügyfeleivel.[17] Az 1980-as években és az 1990-es évek elején azonban a banknál szakítottak a lovagi erényekkel. A Stephen Friedmanből és Robert Rubinból álló vezérduó (az utóbbi a Clinton-kabinet későbbi pénzügyminisztere) magabiztosan betört a kereskedésbe, és ahogy a Goldman bankárai fehér kesztyűiket levetették, megszokottá váltak az ügyfelekkel való összetűzések is. Amikor a kötvénypiac 1994-ben összeomlott, a Goldman – amely, akárcsak a Long-Term, a volatilitás statisztikai modelljei szerint állította be kockázati limitjeit – hatalmas és megsemmisítő veszteségeket szenvedett. A Goldman ráébredt: magas tőkeáttétű pozícióitjól ismeri a többi bróker, és azokból csak súlyos veszteségek árán tud kiszállni.[18] A partnerek egy emberként kapituláltak, és a közvetlen és őszinte Corzine mögött sorakoztak fel. Corzine a cég és az üzlet újjáépítésének feladatával 1994-ben vette át a hitelintézet kormányrúdját. A bank talpra állt, de a Goldman partnerei, ahogy újabban a Long-Term, ismét ráeszméltek, hogy több tőkére van szükségük – éppen ez volt az oka a tervezett tőzsdei bevezetésnek. Közben Corzine a banknál tovább építette a saját számlára való kereskedés gyümölcsöző üzletét.

Corzine-t már korábban is foglalkoztatta a gondolat, hogy egyesíthetnék erőiket Meriwetherrel, és most vetélytársával az erő pozíciójából tárgyalhatott. Kész volt befektetői tőkét nyújtani, de csak bizonyos áron: igényt tartott a partnerek alapkezelő cégének a felére, teljes hozzáférésre

a Long-Term stratégiáihoz és a jogra, hogy megszabhassa a Long-Term kockázati kitettségének maximális mértékét. Amit a rokonlelkű bankár kínált, az gyakorlatilag egyenlő volt a teljes hatalomátvétellel. Corzine azonban 1 milliárd dollárt kínált a Goldman saját és ügyfelei pénzéből, amellett megígérte, segít a Long-Termnek összegyűjteni még 1 milliárdot. Ráadásul már pusztán az a hír is megállíthatta a vérveszteségeket, hogy a Goldman hajlandó a Long-Term mögé állni. Meriwether nem mondhatott nemet.

A két cég gyorsan előzetes megállapodást kötött. Az érvénybe lépés feltétele volt, hogy a Goldman összegyűjtse a pénzt, és a Long-Term átessen egy hasonló esetekben szokványos átvizsgáláson. A Goldmannek sietve kellett lépnie, mielőtt a Long-Term még több tőkét veszít. A szeptember 14-én kezdődő héten az alap aktahegyeket nyújtott át a banknak, és a Broad Streetre küldte Rosenfeldet, Mertont és négy alkalmazottat. Mertont költői lázba hozta a két cég egyesülésének várható stratégiai értéke. A Goldman csapata kérdésekkel bombázta az arbitrazsőröket. Aztán féltucatnyi ügyvéd masírozott be a Sullivan & Cromwell ügyvédi irodától, a Goldman külső jogi képviselőjétől, és izzasztó kínvallatásnak vetette alá a Long-Termtől érkezett követeket.

Greenwichben a Goldman nyomozói megszállták az irodát, és minden négyzetcentimétert átkutattak. A Long-Term személyzete megszámolni sem győzte a Goldman embereit, olyan sokan turkáltak a fedezeti alap aktáiban. A Goldman-csapat egyik kulcsfigurája Jacob Goldfield volt, egy szikár, briliáns, de rámenős bróker. Egyes szemtanúk látni vélték, ahogy az öntörvényű Goldfield a Long-Term féltve őrzött pozícióit az alap saját számítógépeiről egy túlméretezett laptopra tölti le (ezt a Goldman később tagadta). Közben a Goldman New York-i brókerei elkezdték hajszálpontosan ugyanezeket a pozíciókat piacra dobni. A nap végére, amikor az alap pozíciói jénai kevesebbet

értek, a Long-Term irodájában lévő Goldman-brókerek némelyike a kereskedési asztalokhoz őgyelgett, és felajánlotta: hajlandó a Long-Term eszközeit megvenni.[19] A cinikus nyíltsággal kettős játékot űző Goldman a legcsúnyább arcát mutatta a befektetési bankok könyörtelen haszonlesésének. JM és cégtársai úgy élték meg, mintha a Goldman a szemük láttára erőszakolná meg a Long-Termet.

Hétfőn, a Goldman-invázió napján a részvényvolatilitás döbbenetes szintre, 32 százalékra kúszott fel! Kedden elérte a 33 százalékot, miközben minden egyes százalékpont 40 millió dollárjába került az alapnak. Ugyanez történt az alap egész portfóliójával. A Long-Term ügyleteire – és *különösen* azokra: a dán jelzálogkötvényektől a Volkswagen részvényeken át egészen a Station Casinos és a Starwood által kibocsátott bóvlikötvényekig – kíméletlenül rájárt a rúd. A Shell Transportnál, amelyet a Long-Term 8 százalékos diszkonttal vásárolt a Royal Dutchhoz képest, ez az árfolyamrés a katasztrofális 14 százalékra tágult. Még az a megbízható olasz kötvényügylet is lecsúszott, amely pedig 1998 döntő részében pénzt hozott az alapnak.

Az egész világon, az értékpapírok összes válfajában a greenwichi alap ellen meneteltek a piacok. Rickards, a cégjogi képviselője a kollégái előtt úgy aposztrofálta a jelenséget, mint „az LTCM halálügylete". Az egyes ügyletek közti összefüggés mérőszáma egyre emelkedett: a kockák minden gurításnál dupla egyesre fordultak. A matematikusok mindezt nem látták előre. A véletlenszerűen működő piacok, gondolták, normál eloszláshoz vezetnek – ahogyan természetes arányokat mutatnak a fekete és fehér bárányok, a fej és írás, az ászok és kettesek –, és nem hoznak napról napra ismétlődő bénító veszteségeket.

A professzorok semmibe vették a közhelyszerű igazságot – amellyel amúgy pontosan tisztában voltak –, miszerint a piacokon az eloszlások szélei mindig duzzadtak. Üvegfalú palotájukban, távol a New York-i kereskedési

termek zsivajától elfelejtették, hogy a brókerek nem véletlenszerű viselkedést produkáló molekulák, és nem is mechanikus logikával gondolkozó tudósok, mint Hilibrand, hanem mohóság és félelem mozgatta, érző emberek, akik a tömeglélektanban olyan gyakran megfigyelt szélsőséges viselkedésre és váratlan hangulatváltásra képesek. 1998 nyarán a kötvénykereskedők tömegén uralkodott el a félelem, különösen ami a kockázatosabb hiteleket illeti. Mindezt nem modellezték a professzorok. A piacokat az azokra soha nem jellemző hűvös kiszámíthatóságra programozták be. Kihagyták a számításból a könyörtelen, nyereséghajhász és az önvédelem érdekében mindenen átgázoló ösztönöket, amelyek a hús-vér brókerek életét kormányozzák. Nem számoltak az emberi tényezővel.

Meriwether keserűen panaszolta el a Fednél Peter Fishernek, hogy a Goldman – többekkel együtt – „előttük szalad", vagyis bennfentes információk alapján kereskedik. A Goldman szeptemberben csakugyan különösen élénken kereskedett, és Wall Street-szerte az a szóbeszéd járta, hogy a Goldman kiárusítja a Long-Term swap- és bóvlikötvény-pozícióit. A bóvlikötvény-kereskedők állítólag még kérkedtek is ezzel.

A Goldman tisztviselői tagadták a vádakat: azok egyébként sem pusztán rájuk vonatkoztak. A Long-Term pozíciói addigra lényegében közismertté váltak. A Deutsche Bank kiszórta swappozícióit, és az American International Group, amelyet azelőtt hidegen hagyott a részvényvolatilitás, hirtelen elkezdett bevásárolni belőle. Mi más állhatott a hitelen támadt érdeklődés hátterében, ha nem a Long-Term szorult helyzetének kihasználása? A Morgan és a UBS szintén volatilitást vásárolt. Az utóbbi akciók közül némelyiket egyértelműen a ragadozó szellem szülte. A Wall Streettel egyidős játék szabályai egyszerűen szóltak: ha a Long-Termet sikerül eléggé megszo-

rongatni, végül már nem bírja cérnával, és mentve, ami menthető, kénytelen rövid pozícióit visszavásárolni. Aki akkor az eladók oldalán áll, vagyonokat kereshet a manőveren.

Az ellenséges kereskedés azonban nem öltött olyan hatalmas méreteket, mint gondolnánk, s mindenképpen kisebb nagyságrendben folyt, mint ahogy az később néhány paranoiás greenwichi elméletben felvetődött. A partnerek énközpontú világszemlélete erősen fogékonnyá tette őket az összeesküvés-elméletekre, kiváltképp mivel az efféle magyarázatok másokra hárították a felelősséget veszteségeikért. A teljes erővel önmagukra összpontosító arbitrazsőrök könnyen hihették, hogy mások is Greenwich megszállottjai.

Igazság szerint azonban a Wall Street-i bankoknak szeptember közepére elsősorban már nem a Long-Term Capital, hanem saját sorsuk okozott fejfájást. Mivel mindegyik bankjó néhány, a Long-Termével azonos pozícióval rendelkezett, a pozícióikból való kilépés önvédelmi kérdés volt. Különösen a Goldman merült nyakig a vesztes ügyletekbe, és pusztán néhány héttel tőzsdére vonulásuk előtt kétségbeesetten igyekezetek veszteségeiket lefaragni. Ismételnünk kell azonban, hogy szeptember közepére a Long-Term portfóliójának körvonalait mindenki jó ismerte a Wall Streeten, nemcsak a Goldman és a többiek, akiknek alkalmuk nyílt a Long-Term könyveit fellapozni, és az eladások általánosak voltak a bankok körében.

A végkifejletet tekintve mindegy volt, hogy a bankok tudatosan akartak-e a Long-Term kárán profitálni vagy pusztán a Greenwich felől fenyegető eladási hullámtól próbálták magukat megvédeni. *Mindkét törekvés ugyanarra az eredményre vezetett:* pánikszem menekülésre a Long-Term ügyleteiből. A Long-Term egyik brókere végignézte, ahogy legjobb barátja, egyik régi egyetemi cimborája, aki a Deutsche Bankhoz került, dömpingáron szórja ki a Long-Term pozícióit. A többi bróker tudta: ha a Long-

Term ledől, abba beleremeg a föld. „Ha megsejtem, hogy egy mamut eladni készül, akkor persze, hogy én akarok előbb megszabadulni mindentől – jegyezte meg az egyik londoni Goldman-bróker. – Tiszában vagyunk azzal, hol vannak a határok. A dolog nem illegális."

A kereskedés során állandóan felhasználnak bennfentes értesüléseket, kivéve az amerikai részvényeket, amelyekkel – a sehol másutt annyira be nem tartatott törvények értelmében – tilos bennfentes információk alapján kereskedni.* Az olyan befektetési bankok, mint a Salomon és a Goldman, amelyek kötvénykereskedő részlegei nemcsak az ügyfelek megbízásából, hanem a saját pénzüket befektetve is kereskednek, nyilvánosan dicsekedtek azzal, hogyan aknázzák ki az „ügyfelek mozgásáról" szerzett ismereteiket. Lefordítva: amikor a Salomon vagy a Goldman megneszelte, merrefelé igyekeznek az ügyfelek, akkor ők is arrafelé léptek – méghozzá villámgyorsan. Ezért tartózkodtak a Goldman korábbi vezetői a magáncélú kereskedéstől: túlságosan nagy volt az esély, hogy ügyfeleikkel érdekellentétbe kerüljenek.** 1998-ra azonban a Goldmant agresszív, ölre menő kereskedőnek ismerték, amely régen levetkőzte az úriemberi szemlélet minden látszatát.

Természetesen, ha a Goldman vagy bárki más felhasznált a Long-Termtől szerzett bizalmas értesüléseket, akkor

* Nemcsak a világ fejlett tőkepiacain, de a feltörekvő piacokon (így Magyarországon) is tilos a bennfentes információk felhasználása az értékpapír-kereskedésben. A szerző által sugallttal ellentétben a különbség legfeljebb a felderítési valószínűségekben van – *a magyar kiadás lektora.*

** Fontos kiemelni, hogy itt nem bennfentes – vagyis a papírok kibocsátóiról szóló, nem publikus és az értéket érdemben befolyásoló információkra épülő – kereskedelemről van szó, hanem „csak" más befektetők várható lépéseire építő üzletkötésről beszélhetünk. A nem tisztességes úton megszerzett információk felhasználása természetesen ebben az esetben is tilos – *a magyar kiadás lektora.*

elvileg csalás jogcímén felelősségre lehetett volna vonni őket. Corzine a maga részéről nem tagadta, hogy a Goldman brókerei „olyasmit tehettek a piacon, ami végül ártott az LTCM-nek. Védenünk kelleti saját pozícióinkat. E tekintetben nincs miért szabadkoznom."

Corzine tagadta, hogy másként kereskedett, mint ahogy tette volna, ha nem fér hozzá a Long-Term adataihoz. Az adott negyedévi eredményei fényében, fűzte hozzá Corzine fanyar mosollyal, különösen hangzanak a vádak, amelyek szerint a Goldman tisztességtelenül nyerészkedett.[20]

Ügyletei specializált jellegénél fogva a Long-Term teljesen ki volt szolgáltatva riválisainak. Részvényvolatilitással például mindössze pusztán maroknyi bróker – a Morgan, a Salomon, a UBS, a Société Générale, a Bankers Trust és a Morgan Stanley – kereskedett. Tudták, hogy a Long-Term masszívan rövidre fogadott, és hogy az ügyletből az alapnak előbb-utóbb muszáj lesz magát kivásárolnia. A brókerek tehát kivártak, és szüneteltették az eladásokat. A Long-Term kétségbeesésében felhívta a Société Générale-t, hogy adjon árajánlatot a részvényvolatilitási ügyletek visszavásárlására, de a francia bank nevetségesen magas áron lett volna hajlandó eladni – 10 százalékkal a piaci ár fölött! Bármilyen abszurd is volt, de eltűntek a piacról a vevők és a forgalom. Az árak óhatatlanul az egekbe szöktek.

Normális körülmények között egy szabad piac önműködő mechanizmusokkal igazítja ki a hasonló kilengéseket. 1980-ban a Hunt testvérek például az ezüstpiacot próbálták meg letarolni: tömeges felvásárlással áruhiányt teremtettek, majd az ezüst unciánkénti árát hirtelen felvitték 50 dollárra. Csakhogy erre az emberek mindenfelé a porosodó ezüstáruk után kutatták át a padlásokat, és a fémkereskedők világszerte beolvasztották azokat. Amikor a fém eljutott a piacokra, az ezüst ára visszaesett az uncián-

kénti 5 dollárra, és a Hunt testvérek csődbe mentek. Igen ám, de a részvényvolatilitás nagyon ritka üzlet volt. Senki sem őrzött a padlásán volatilitást, nem voltak belőle tartalékok. „A részvényvolatilitás eszményi terep volt a piaci szorongatásra – mondta egy jól értesült Long-Term-alkalmazott. – Mindössze négy-öl kereskedő létezett, és egyik sem volt hajlandó eladni."

Ahogy a cég veszteségei halmozódtak, úgy mérgesedett el a partnerek belső köre és a többiek közti ellentét. A kisebb súlyú partnerek a hatalmas vagyon elherdálásáért elkerülhetetlenül Hilibrandet és Haghanit okolták. Hawkins és Hilibrand közt, akik soha nem voltak jó barátok, megkeseredett a viszony; Scholes és Hilibrand alig beszéltek egymással. A magukat megcsaltnak érző partnerek Hilibrandre és Haghanira nemcsak ügyleteik, hanem hatalmaskodó, érzéketlen viselkedésük miatt is nehezteltek. Scholes úgy érezte, a magába zárkózó Hilibrand soha nem is volt igazi partner; Larry nem bízott a többiekben. A bankok is végig ugyanezt a panaszt hangoztatták. McEntee közben egyre többet maradt távol a cégtől. A mozgásban korlátozta fájós háta – mintegy a partnerek nyomorúságának szimbóluma –, és egyre mélyebb keserűséget érzett, amiért Meriwether nem hallgatott a tanácsaira.

Megtépázott idegeik és óriási veszteségeik fényében nem csoda, ha a partnereken — teljesen emberi módon — néha kiütközött a feszültség. Lassan nemcsak vagyonuk, de ajó hírük is teljesen elúszott. Meriwethernek szembe kellett néznie a megaláztatással, hogy újabb katasztrófa ejt foltot egykor fényes karrierjén. Brókereiről pedig, bármit is érnek el később, soha nem lehet majd lemosni a Long-Term fantasztikus szárnyalásában és bukásában betöltött szerepüket. Rosenfeldet – a csoport legérzékenyebb tagját, aki leginkább kötődött a céghez – a történtek megindítóan összetörték. Nem félt dühöngeni, ha elfogta a kétségbeesés.

Tanárát, Mertont szintén megviselték az események. Zavartan viselkedett, és nem hasonlított önmagára. Rettegett attól, hogy a Long-Term bukása megrendítheti a modern pénzügytan egész rendszerét – amelynek megszilárdítását munkája során mindig is első számú céljának tekintette –, és többször is könnyekben fakadt ki. A professzor reakciója nagyon is emberi volt. Scholes szintén tudta: ha a cég megbukik, sokak szemében Nobel-díjuk értéke is megfakul. A sors fintoraként Scholes épp az alap legszörnyűbb zuhanása idején tett eleget egy régen betervezett meghívásnak szülővárosába, az ontariói Hamiltonba, ahol mint egy helyi srácból lett Nobel-díjast, hatalmas ünneplésben részesítették. Közönségének sejtelme sem volt a Long-Term nehézségeiről, és a díszvendégben bizonyára elviselhetetlenné nőtt a feszültség. Miután szeretettel felidézte helyben töltött ifjúságát, Scholes csaknem nyilvánosan kiborult.[21]

Mullins kilátásai is elsötétültek. Az elegáns bankár egykor abban bízott, egyszer még Alan Greenspan utódja lehet. Most elszállt minden ilyen reménye.

A szüntelen gyötrelmek közepette a partnerek többnyire mégis kordában tartották érzelmeiket. Soha nem vagy csak nagyon ritkán adták jelét háborgó érzelmeiknek. Tovább dolgoztak együtt, anélkül hogy kirohanásokba bocsátkoztak vagy nyíltan ujjal mutogattak volna egymásra. Az adott körülmények között tulajdonképpen bámulatosan jó maradt köztük az együttműködés. Mindez sokat elárul arról, milyen szoros szálak fűzték őket egymáshoz, különösen a belső kört. Az orruk alatt motyogtak, de nem vonták ki magukat a munka alól. Ha valaki rászolgált a kritikákra – legalábbis ahogy azt a kisebb súlyú partnerek látták –, az Meriwether volt, amiért nem vezette erősebb kézzel a céget. Őt azonban senki sem akarta hibáztatni.

Meriwether rá jellemző módon hermetikusan magába zárta érzéseit. Bár a veszteségek kétségbe ejtették, to-

vábbra is megőrizte hidegvérét – igazság szerint Rosenfeld ritkán látta dühösnek az elmúlt tizenöt évben. Meriwether csak a léhaság egy-egy ritka pillanatában öntötte ki szívét, amikor a napi tizenöt órányi munka hétfőtől vasárnapig az abszurditás érzését keltette. Egyszer éjjel 2 körül JM Leahyvel, Rosenfelddel és Rickardsszal ült bent az irodában. Kábák voltak a kimerültségtől, és arról beszélgettek, ha sikerül életben tartani a vállalatot, átnevezik. JM fanyarul megjegyezte: „Azt hiszem, hívhatnánk magunkat »Semmi Haircut Alapkezelőnek«" – erre mindenki nevetésben tört ki; JM humora mindig felvidította őket. Aztán, mintegy megpróbálva brutális művüket elbagatellizálni, füttyentett egyet, és hozzátette: „Hát... a svájciakat nagyon lehúztuk – mondta a UBS-re, a svájci nagybefektetőre célozva, majd tréfálkozva folytatta. – Soha többet nem tehetjük be a lábunkat Svájcba, azonnal letartóztatnának, mihelyt földet ér a gépünk!"

Pénz után kutatva a Goldman bankárai ráébredtek a tényre, amelyet Meriwether előlük szemérmesen elhallgatott: a Goldman listáján lévő legjobb jelölteket, mint Buffettet, Sorost, Michael Delit és Alwaleed bin Talal bin Abdulaziz al-Saud szaúdi herceget már felhívta a Long-Term, és mind nemet mondott az alapnak. Corzine alaposan felkapta a vizet. A helyzet túlságosan válságos volt ahhoz, semhogy a Long-Term bújócskát játsszon.

A Long-Term továbbra is napi több millió dollárt vesztett. Ügyleteit kétségbeesetten igyekezett párba állítani, de lassan haladt a munka. Pozícióival zsonglőrködve igyekezett a Bearnél előírt minimum fölött maradni, de feltorlódó veszteségei a származékos piacok kedvezőtlen árfolyamjegyzéseivel együtt egyre közelebb sodorták a szakadék széléhez. A cég megpróbálta pozícióit dömpingáron felvásároltatni a bankjaival, de a Merrill

és a Goldman emberei ellenérdekeltek voltak: az adott ügyletekben már amúgy is túltengtek a befektetéseik.

Szeptember közepétől a partnerek három szerencsés fordulatért imádkoztak, amely kedvező irányba billenthette a piacokat: a Kongresszus hagyja jóvá az IMF által igényelt összegeket, az IMF hagyja jóvá a Brazíliának nyújtandó támogatásokat és Greenspan csökkentse a kamatlábakat. A három közül Greenspan döntése volt a legkritikusabb és legkevésbé kiszámítható.

A Fedet erősen nyugtalanították a táguló hitelkamatrések, és a New York-i kirendeltséget rendszeresen tájékoztatták a Long-Term helyzetéről. Amellett szeptember 11-én Richard Baker, egy louisianai republikánus felhívta Greenspan figyelmét a tényre, hogy a fedezeti alapok rontják a tőzsdén jegyzett bankok stabilitását. Baker képviselő – akinek a fülest egy, a stábjában dolgozó, korábban Morgan-gyakornok adta – éleslátó levélben így figyelmeztetett: „Tudomásomra jutott, hogy a szabályozatlan fedezeti alapok, amelyeket gyakran rendkívüli tőkeáttét terhel, megrendülésükkel jelentős hanyatlást idézhetnek elő a szabályozott pénzügyi intézmények piaci értékében." A krízis most már nyilvános volt. Szeptember 15-én a Képviselőház Hitelintézeti Bizottságát Soros György arra figyelmeztette, hogy az orosz összeroppanás globális hitelválságot robbantott ki. A bankoknak felrótta, amiért „származékos tranzakciók láncolatába gabalyodtak". Fogalmazásából kiérződött a Long-Termmel folytatott titkos tárgyalások tapasztalata.

Másnap, szeptember 16-án Greenspant hallgatta meg ugyanez a plénum. A piac várakozásait összezúzva a Kongresszus előtt kijelentette: kizárt a kamatlábcsökkentés. Hihetetlen módon ismét lebecsülte az olyan befektetői kalandorok által támasztott kockázatokat, mint amilyenek a fedezeti alapok. Úgy tűnt, az elnök hiszékenysége nem

ismer határokat: „A fedezeti alapokat megfelelően szabályozzák hitelezőik” – állította Greenspan. Mivel a Long-Term hitelezői korábban nyakló nélkül tömték pénzzel a fékevesztett fedezeti alapot, nehéz nem arra a következtetésre jutni, hogy Greenspan vagy szánalmasan rosszul értesült volt, vagy nem akarta tudomásul venni a helyzetet. Rubin, a pénzügyminiszter legalább elismerte, hogy a folyamatosan kedvező tőzsdei eredmények elaltatták a bankárok óvatosságát. „Ahol öt, hat, hét jó piaci év követi egymást – mondta a bizottságnak –, ott kissé alábbhagy a hitelezők óvatossága.”[22]

A piac gyakran költőien igazságos, az óvatlanságot különös kegyetlenséggel torolja meg. A Long-Term hitelezői kezdték felismerni, hogy korábbi engedékenységük tovább mélyítette a kibontakozó válságot. Amikor egy átlagos ügyfél fizetésképtelenné válik, biztosítékként rendelkezésre áll a kölcsönzőknél elhelyezett letét. A Long-Term viszont elméletileg a hitelezők összes pénzét elveszíthette, mivel a bankok hajlandók voltak haircut nélkül finanszírozni az alapot, így nem volt, ami megálljt parancsolt volna neki. Most, ha csődbe megy a Long-Term, semmi nem marad utána.

A hitelezők, aligha meglepő módon, elszörnyedve ébredtek rá tettük következményére. „Álmodni sem mertük volna, hogy veszélybe kerülhetnek – ezek az emberek a kockázatkezelésről voltak híresek. Tanították a dolgot, sőt ők *találták ki* az egészet! – méltatlankodott Dan Napoli, a Merrill kockázatmenedzsere, aki Írországban olyannyira élvezte a golfozást a partnerekkel. – Atya világ, hiszen Nobel-díjasokkal üzleteltünk!” Mindebben talán a legironikusabb, hogy csak egy roppant intelligens társaság sodorhatta a Wall Streetet ekkora veszélybe. Kisebb súlyú szereplők nem kaptak volna ilyen finanszírozást, és nem teremthettek volna ekkora bajba torkolló helyzetet.

Biztos jeleként annak, hogy az alap körül szorul a hilelhurok, a General Re – egy biztosító társaság, amelynek az egyesülése folyamatban volt a Berkshire Hathawayjel – szinte minden áldott nap kétségbe vonta a Long-Term „árfolyamjegyzéseit", vitatva az alap ügyleteinek az általa vallott értékét. Tony Iliya, a General Re származékos leányvállalatának (amely jen alapú csereügyleteit a Long-Termmel finanszírozta) londoni főnöke Tokióban az éjszaka közepén is kiugrasztotta az ágyból embereit, hogy követelést nyújtasson be velük az alap ellen.

A Long-Termmel szembeni kitettségét még a J. P. Morgan is átvilágította, amely egyrészt tőkét kínált neki, másrészt pedig felkészült az alap esetleges fizetésképtelenségére. „Nem számíthatunk semmi jóra" – vallotta meg bizalmasan a Morgan egyik igazgatója. Pusztán a csőd nem fosztja meg a származékos üzletfeleket a jogtól, hogy lefoglalják a letéteket. Ha a Long-Term csődöt jelent, számíthatott rá, hogy faxgépe nagyjából ötven üzletfelétől egymás után dobja ki a követeléseket. Valójában, ha a Long-Term hétezer származékos kontraktusa közül akár csak *egyben is* fizetésképtelenné válik, azzal automatikusan fizetésképtelenné válik az összes többiben – amelyek nagyjából 1400 milliárd dollárnyi eszmei értéket jelentettek. Bizarr a dologban, hogy még a csőd lehetőségének pusztán elméleti felvetése is fizetésképtelenségnek minősült. A Long-Term ügyvédei kínosan ügyeltek arra, hogy a „csőd" szót még csak ki se ejtsék. Gyerekesen hangzó rébuszokban cseréltek eszmét. Az egyik ügyvéd megkérdezte a másikat: „Tegyük fel, volna egy alap, amely sok pénzt vesztene. Szerinted csődöt jelentene?" Bármilyen nevetséges is volt ez a színjáték, Meriwether tudta: kevesebb mint egy hete van cége megmentésére.

A Salomon Smith Barney (a Long-Term szülőatyja) kimaradt a cég megmentésére telt erőfeszítésekből. Szeptember

16-án, szerdán azonban a Salomon akcióba lendült, és átküldte Greenwichbe Rob Adriant, a részvényosztály kockázatkezelési főnökét és Marc Weillt, Sandy Weill fiát. Arra számítottak, hogy nagy ívű tárgyalásmaratonba kapcsolódhatnak be a Goldman és más bankok részvételével. Mire azonban valamivel délután 4 óra után odaértek, már véget ért a tárgyalás. Adriant kísérteties csend fogadta, az ajtók zárva voltak, a kereskedési terem kihalt. Haghani egy irodába kísérte őket, és ridegen közölte, egyetlen kérdés maradt napirenden: „Pénzre van szükségünk" – mondta.[23]

Haghani felajánlotta, hogy megmutatja nekik az immár nyílt titoknak számító könyveket. Weill azonban, aki ismerte apja arbitrázzsal szembeni ellenszenvét, nem akarta kompromittálni a Salomont azzal, hogy túl sokat lát. Így aztán a csoport hazahajtott.

Másnap a Salomon rangosabb küldöttséget menesztett: Steve Blacket, Thomas Maherast és Peter Hirscht. Akkorra úgy tűnt, Haghani teljesen elvesztette a fejét. Az utolsó öt kereskedési napon a Long-Term 530 millió dollárt vesztett. A veszteségeket még kínzóbbá tette annak töretlensége: csütörtökön, szeptember 10-én 145 milliót vesztett a cég, pénteken 120 milliót. A zuhanás nem állt meg a következő héten sem: hétfőn az alap 55 milliót vesztett, kedden 87 milliót. Szeptember 16., szerda különösen rossz nap volt: a veszteség 122 millióra rúgott. Mint valami bibliai sorscsapásban – a megpróbáltatások egy pillanatig sem szüneteltek. Haghani klinikai tárgyilagossággal ment végig a veszteségeken, mintha azok valaki mással történlek volna. Nem tudta túltenni magái a tényen, hogy kudarcot vallott a Long-Term diverzifikációja. Az augusztusi veszteségeket még értette, de teljesen értetlenül állt a szeptemberiek előtt, amikor elvileg magukhoz kellett volna térniük a piacoknak. Az Egyesült Államokban a swapkamatrések a döbbenetes 83 bázispontra ugrottak, az Egyesült Király-

ságban elképesztő módon 88 bázispontra! A Long-Termet e két ügyletben birtokolt masszív pozíciói önmagukban is csődbe juttathatták volna. Haghani keserű hangon vádolta a Wall Streetet, különösen a Goldmant, amiért összefogott a magára maradt alap ellen.[24]

A partnerek bármilyen dühösek is voltak a Goldmanre, paradox módon mégis mentőangyalukként tekintettek rá. Rosenfeld és a többiek egész héten növekvő kétségbeeséssel hívogatták a bankot. A Goldman kezdeti optimizmusa ellenére még nem tudott pénzt szerezni, és a Long-Term újabb számításai szerint már nem is 2, hanem *4 milliárd* dollárra lett volna szükség – hatalmas összegre. Meriwether, Hilibrand, Rosenfeld és Merton csütörtökön, 27-én délelőtt átment a Goldmanhez megsürgetni őket. Corzine és John Thain, a szikár, szögletes arcú pénzügyi igazgató kísérte be őket.

Rosenfeld ezer szóval is csak annyit mondott: „Már csak önökben bízhatunk."

Aznap később Meriwether tájékoztatta Bill McDonough-t a Long-Term helyzetéről. Ironikus módon az alap aznap pénzt keresett, először a hónapban. Csakhogy egészen pitiáner volt a nyereség: 6 millió dollár – nagyon-nagyon kevés és messze-messze elkésett. A Long-Term tőkéje 1,5 milliárd dollárra csökkent. Döbbenetes belegondolni, hogy mindössze egyetlen hónap telt el az orosz adósságválság kirobbanása óta. Abban az egyetlen hónapban a Long-Term a Wall Street egyik legdrámaibb vesszőfutásában tőkéjének hattizedét vesztette el.

Pénteken a Long-Term hírt kapott a Goldmantől. Thain megjegyezte, hogy csak kevesen képesek a Long-Term számára szükséges nagyságrendet befektetni. Egyikük lehet Buffett és talán Soros is, de a Long-Term már felhívta őket korábban, és gyakorlatilag mindenki mást is a Goldman listájáról. Peter Kraus, a Goldman egyik befektetési bankára aznap reggel beszélt Buffett-tel. Buffett

megismételte, amit Hilibrandnek mondott: nem érdekli a dolog. A többiek szintén nemet mondtak. Ezért aztán Thain nem látott több lehetőséget. Konkrétan nem mondta ki, amit magánemberként gondolt: a Long-Term minden jel szerint menthetetlen.

Azért a Goldman tovább próbálkozott. Kraus és Buffett aznap még többször beszéltek. Buffettnek leginkább a Long-Term komplikált tulajdonosi szerkezete ellen volt kifogása. Nem érdekelték a Long-Term különféle pénzgyűjtő alapjai, és pláne nem az LTCM kusza részletei. Buffett évtizedekkel korábban felszámolta saját partneri társaságát, részben hasonló megfontolásokból; most pedig nem akart valaki máséval bajlódni. Ámde, ha csak a Long-Term portfóliójának felvásárlásáról lett volna szó (amely addigra meglehetősen viharvert állapotba került) anélkül, hogy megtartaná Meriwethert, az embereit vagy a cégét, abban talán van némi fantázia – mondta Buffett Krausnak. Tovább finomítva a gondolatot, a két férfi fontolóra vett egy forgatókönyvet, amely szerint a Berkshire és a Goldman együtt tett volna ajánlatot a Long-Term eszközeire, talán társulva az AIG-vel, egy biztosítóval. Időközben Kraus beszámolt Corzine-nak az utóbbi minimális előrelépésről. A Goldman egész nap az alap megmentésének lehetőségeit kergette – egy Berkshire-Goldman felvásárlás keretében vagy bármi egyéb módon.

A Long-Termnél kezdett a helyzet gyászosra fordulni. A cég levelet kapott a Beattől, amelyben a bank szárazon közölte szándékát, hogy 500 millió dollár alatt felhagy a klíringeléssel – nyilván ez volt az utolsó lépés közvetlenül a fenyegetés beváltása előtt. Itt volt az idő a Chase-zel beszélni. Bár a Long-Term úgy érezte, bármikorjogosan nyúlhat a hitelkerethez, a partnerek ezt a Chase-től akarták hallani. Mullins, a házi bankár felhívta David Pflugot. Pflug egyszer már kihívta maga ellen a sorsot azzal, hogy átvállalta a Fleet-féle kölcsönt. Vajon megteszi még egyszer?

Pflug, egy bankárok bankára tudta: ha a Chase és más szindikátusi tagok hiteleznek, könnyen meglehet, soha nem kapják vissza a pénzüket. Ám ha a Chase nem hitelez, akkor perelhető lehet. Ráadásul Pflug attól félt, ha a Long-Term összeomlik, annak robaja az egész Wall Streetet megremegteti. Márpedig a Wall Street volt az egyik legfőbb ügyfelük. Amikor felhívta Walter Shipleyt, a Chase elnökét, Pflug annyit mondott: „Nem hiszem, hogy volna más választásunk."

Időközben ismét zuhantak a Long-Term piacai. A részvényvolatilitás hihetetlen módon 35 százalékra ugrott, az amerikai swapkamatrések 84,5 pontra. A jelenség az egész piacot érintette. A kamatrések 7 bázisponttal tágultak a jelzálogkötvények és 5 ponttal a bóvlikötvények esetében. A Dow Jones 218 pontot esett, a japán részvények 1986 óta soha nem látott szintekre csúsztak vissza.

Péntek este Rosenfeld felhívta a Morgannél dolgozó Peter Hancockot, akivel egy városban lakott, Mamaroneckben, és még a gyerekeik is ugyanabba az iskolába jártak. A rendszerint összeszedett arbitrazsőr rendkívül zaklatott állapotba került. Megrémült attól, hogy a Bear lehúzhatja a rolót, és bevallotta: a Long-Term talán nem vészeli át a következő hetet. Az alap lassan összes hitelcsatornáját elvesztette, és a gondjait tovább mélyítették a pozícióiról szóló pletykák (amelyek közül sok eltúlzott volt vagy minden valóságalapot nélkülözött).

Hirtelen ötlettől vezérelve Rosenfeld megkérte a Morgan-bankárt, hívja fel a Goldmannél Thaint. Amennyire tudni lehel, ez volt az első alkalom, hogy valaki a bankokat erőfeszítéseik összehangolására kérte. Hancock és Thain még aznap este beszéltek egymással.

Kraus, a Goldman erőfeszítéseit irányító bankár feleségét és egyik ügyfelét pénteken Newarkba vitte egy Beethoven-koncertre. A szünetben Kraus keresett egy nyilvános telefont, és Omahát tárcsázta. Buffett-tel felvá-

zoltak néhány számot egy esetleges ügylethez. Buffett mondott valamit arról, hogy nagyobb útra készül, és Kraus visszament a koncertre, anélkül hogy feleségének vagy ügyfelének bármit is mondott volna. Aztán Buffett felhívta Joseph Brandont a General Rénél – mint már szó volt róla, a Berkshire fel akarta vásárolni a biztosítót, és az üzlet már sínen volt. „Néhány alak vagyona egyre apad. Lehet, hogy belebuknak — figyelmeztetett a milliárdos. – Ne fogadjon el kifogásokat, ha valaki nem akar biztosítékot vagy alapletétet fizetni. *Ne fogadjon el kifogásokat!”* Aztán Buffett repülőre szállt, hogy Seattle-ben csatlakozzon egy Bill Gates vezette társasághoz, amely kéthetes üdülésre készült néhány nyugati nemzeti parkba és Alaszkába.[25]

Feléledt tehát a remény, hogy Buffett megmenti a Long-Termet – ahogy a Salomont évekkel korábban. Corzine azonban úgy vélte, a Fedet be kellene vonni a folyamatba. Felhívta McDonough-t, aki tárgyalt a nagyobb bankok vezetőivel. Egytől egyig azt mondták a bankárok, a Long-Term gondjai nyomasztóan hatnak a piacokra. Amellett aggódtak, a Long-Term esetleges bukása veszélyes destabilizálós következményekkeljárhat.

Fejében ezekkel a félelmekkel Corzine felajánlotta, hogy a Goldman tájékoztatja a Fedet a Long-Term portfóliójáról. Meriwether egyetértett azzal, hogy a Fedet tájékoztatni kell, de persze jobban szerette volna, ha azt közvetlenül a Long-Term teheti meg. Így aztán szombaton Mullins, a hajdani központi bankár felhívta McDonough-t, és meghívta a Fedet Greenwichbe.

McDonough a Long-Term ügyét már régóta figyelemmel kísérte. Tudta, végül talán közbe kell lépnie, ahogy azt is, ha megteszi, kritikának teszi ki a Fedet. Egy kormányzati szerv a rábízott terület védelmét sok tekintetben úgy látja el, mint egy keresztapa; nem szereti a kíváncsi szemeket. Feladatát akkor tölti be a leghatékonyabban, ha diszkréten végezheti a dolgát, pusztán kilátásba helyezve a

retorziókat, finom ráhatással késztetve a szereplőket az elvárt cselekvésre. McDonough elképzelése szerint az ideális az lett volna, ha valamelyik Wall Street-i vezető bankár komponál valami megoldást. Ő és John Whitehead, a New York-i Fed elnöke megvitatta, ki volna alkalmas a szerepre. Egykor Walter Wriston a Citibanktól vagy Gus Levy a Goldmantől képes lett volna összefogni a Wall Streetet. Egy évszázada az idősebb J. P. Morgan tökéletesen ellátta volna a feladatot. De ma ki lehetne erre alkalmas? McDonough és Whitehead egyetértett a válaszban: senki. A Wall Streeten sok bankár volt, de J. P. Morgan egy sem.[26] Így aztán a Fed belement ugyan abba, hogy miután a részletekről tájékoztatták, csak mint passzív megfigyelő vegyen részt a folyamatban, de azért McDonough kész volt megtenni az első lépést.

A találkozót vasárnapra tervezték, de McDonough szombat éjjel Londonba készült egy hivatalos útra. Úgy döntött, nem mondja le – azzal felzaklatta volna a piacokat –, inkább helyettesét, Peter Fishert küldi a Long-Termhez. Mielőtt McDonough elindult, tájékoztatta a fejleményekről Greenspant és Rubint, közölve velük, hogy a Long-Term tőkeszerzési kísérlete kudarcot vallott.[27]

A Goldman azonban még mindig nem adta fel. David Solo, a UBS svájci származékos ügyletekkel foglalkozó mágusa egyik barátja esküvőjére véletlenül épp New Yorkba látogatott. Corzine utolérte, és megkérdezte, vajon nem akar-e a UBS csatlakozni egy tőkeszerzési kampányhoz, amely során a Long-Term számára keresnének befektetőket. Solo azt felelte: „Remek. De tisztában van azzal, hogy mi vagyunk az alap legnagyobb tőkebefektetője? Nem hiszem, hogy egybevágnának az érdekeink.” Corzine nem tudta, és letette a telefont, nyilvánvalóan felbőszülve. Kezdett elege lenni abból, hogy megpróbáljon megmenteni egy céget, amellyel kapcsolatban, úgy látszott, még mindig a sötétben tapogatózik.

Vasárnap Buffett-tel is beszélt Corzine, de csak amikor végre sikerült összeköttetést teremtenie Buffett műholdas mobiljával egy alaszkai fjord kellős közepén. „Végig szaggatott volt a kapcsolat – meséli Corzine, aki akkorra már nehezen bírta cérnával. – Aztán egyszer csak megsüketült a telefon, és három órán át nem lehetett vele összeköttetést teremteni."[28] Buffett, aki sohasem rajongott a természetért, és Bill Gatesnek úgy kellett elrángatnia a kirándulásra, így emlékszik vissza: „A csónakot irányító fickó közelebb akart menni, megnézni valami jávorszarvast, én meg a műholdas kapcsolattal küszködtem. Rémes volt a csatlakozás."[29]

Ennek ellenére a lényeget sikerült megbeszélniük. Buffett hajlandó volt a Goldmanre bízni a részletek bonyolítását, de semmi szín alatt nem akarta, hogy befektetését az LTCM kezelje vagy bármi köze legyen John Meriwetherhez. Aztán végképp megszakadt a kapcsolat.

10. A Fednél

„A piacok... működésképtelenné válhatnak."
William J. McDonough, a Federal Reserve Bank New York-i képviseletének elnöke

Amikor 1913-ban az Egyesült Államok nemzeti bankrendszerét, a Federal Reserve Systemet létrehozták, a törvényhozókat több szándék vezette. A legfontosabb ok az volt, hogy a közvélemény többé nem bízott abban, hogy a pénzügyi piacokat a magánszféra bankárai megfelelően szabályozhatják. A Fed alapítása elött a kormánynak nem volt hatékony eszköze az ország konjunktúraciklusainak befolyásolására, és ugyanígy keveset tehetett a Wall Streetet időről időre sújtó válságok enyhítése érdekében. Az állam túlontúl gyakran kényszerült arra, hogy megalázkodva egy magánbankárhoz forduljon segítségért. Amikor beköszöntött a Progresszív Párt befolyásának korszaka*, egyszerre nőtt meg a trösztökkel szembeni gyanakvás és a kormányzati szabályozásba vetett hit, a választók pedig olyan központi bankot kívántak, amely képes érvényt szerezni a közérdeknek. Attól fogva a Fed tölti be e közszolgálati feladatot, munkája során azonban sajátos módon szo-

* Erre 1912-ben. Theodore Roosevelt irányításával került sor – *a fordító.*

rosan együttműködik a bankokkal és az egész Wall Streettel. Szerepe kényes, mivel megbízatása a bankrendszer, de nem a bankárok oltalmazására szól. A piacok működőképessége felett őrködve kerülnie kell a látszatot, hogy túlságosan közel áll az általa felügyelt bankokhoz – vagyis a kelleténél elszántabban védelmezi azokat.

A Fedből a nyilvánosság többnyire a washingtoni jegybanktanácsot látja, amelynek alapvető feladata a rövid távú kamatlábak megállapítása. A testület elnöke az első számú harcosa az inflációellenes küzdelemnek, tágabb értelemben pedig éberen őrködik az egész amerikai gazdaság felett. Az összes eddigi elnök közül alighanem a posztot 1987 óta betöltő Alan Greenspan* vívta ki magának a legnagyobb tiszteletet, hála annak, hogy hivatali ideje alatt a gazdaság fantasztikusan teljesített. Kacifántos, gyakran megfejthetetlen értelmű nyilvános kijelentései csak tovább öregbítik hírnevét mint a nemzet gazdasági orákulumáét.

Greenspan erősen támaszkodik – jobban, mint ahogy azt sokan gondolják – a Fed önálló szervezeteire, különösen a New York-i Fedre, amely egyéb funkciói mellett Washington piacokba merített szondájának szerepét tölti be. William McDonough, a New York-i Fed köpcös elnöke mindvégig napi kapcsolatban állt a bankárokkal, és értesüléseit jelentette Greenspannek. Helyettese Peter Fisher volt, a negyvenkét éves bürokrata, aki a Harvard jogi karán végezve egyenesen a Fednél helyezkedett el. Ő igazgatta a Fed kereskedési részlegét, és kezelte a bank 450 milliárd dollárnyi állampapírból álló portfólióját. Amikor Greenspan enyhíteni vagy szigorítani akart a monetáris szabályozókon, direktíváit a gyakorlatban Fisher és az emberei érvényesítették azzal, hogy újabb értékpapírokat vásároltak vagy a portfólió egy részét eladták.[1]

* Greenspan 2006-ban nyugdíjba vonult – *a magyar kiadás lektora.*

A nagyjából százkilencven centiméter magas, őszülő hajú Fisher figyelmét márjóval a Long-Term válsága előtt magukra vonták a fedezeti alapok. Nézete szerint a fedezeti alapok pusztán újabb jelei voltak annak a gazdasági tendenciának, hogy szakosodott szolgáltatókhoz szervezik ki a korábban a kereskedelmi bankok által kezelt feladatokat (például a hitelezést és befektetést). Az 1980-as években például, amikor a latin-amerikai kormányok nem tudták törleszteni hiteleiket, a következmények súlyát csak néhány nagy bank viselte. Az 1990-es években azonban a mexikói adósságválság sok tucat fedezeti és befektetési alapot érintett fájdalmasan, no és a befektetőiket – akik átvállalva a bankok hagyományos feladatát, tőkével látták el a fejlődő piacokat. Fisher fedezeti alapokról alkotott nézetei lényegüket tekintve erősen hasonlítottak Merton szemléletéhez, aki alapvetően bankként látta a Long-Termet.

Csakhogy a Long-Term nem volt bank, és a Fed fennhatósága a fedezeti alapokra nem terjedt ki. Ha Fisher a Long-Termet – vagy bármely más fedezeti alapot – könyveinek bemutatására kéri, azt elvileg visszautasíthatták volna. A gyakorlatban azonban Fisher rutinszerűen beszélt a fedezeti alapok brókereivel, akik közül néhányan szabadon megosztották vele a piacokról alkotott véleményüket, és a Fed fennhatóságát hallgatólagosan mindannyian elismerték. Így arra a vasárnapra Fisher is meghívót kapott.

Fisher a New Jersey-i Maplewoodban egy Greenwichtől fényévekre lévő, középosztálybeliek lakta városrészben élt. A meghívásra lemondta eredeti tervét, hogy nyolcéves fiát és hatéves lányát futballozni lássa, és egyik asszisztense, Dino Kos vitte a Long-Term székhelyére a saját Jeepjén. Az irodában találkoztak a Fed egyéb tisztviselőivel és Gary Genslerrel, a Pénzügyminisztérium helyettes államtitkárával, aki korábban Rubinnal együtt cégtárs volt a Goldman Sachsnál.

A Long-Term irodájában síri csend uralkodott. A Sun munkaállomások előtti székek többnyire üresek voltak. Mullins a látogatókat cégtársaival együtt a konferenciaterembe kísérte, miközben elhaladtak egy szoba mellett, ahol – Fisher észrevette – Jacob Goldfield és a Goldman csapata vizsgálta a Long-Term aktáit.

Rövid formaságok után Hilibrand megmutatott a hivatalnokoknak egy dokumentumot, amely olyan titkos volt, hogy még a Long-Term alkalmazottai közül is csak kevesen ismerték. A dokumentum a „kockázatösszesítő" nevet viselte. A kívülállók azért is láthattak nehezen a Long-Term mélyére, mert jó néhány pozíciója többszörös ügyletekből állt össze. Ráadásul származékos könyvei kontraktusok tömkelegét tartalmazták, és mindegyiket más ügyletek egyensúlyoztak ki. A kockázatösszesítő egyszerűsítette a portfóliót azzal, hogy összefoglalta a Long-Term kitettségét az egyes piacokon.

Mint egy orvos egy röntgenfelvételt, Fisher úgy tanulmányozta az iratot. Ahogy a prezentációt hallgatta, világossá váll számára, hogy a beteg kritikus állapotban van. A kockázatösszesítő külön sorban jegyzett minden kockázatot, és a sorokat táblázatokra bontotta kategóriák szerint. Az első táblázat például az „LT003-as kimutatás" címet viselte „USD (FI/US)" alcímmel, és a dollár alapú kötvényekre (*F*ixed *I*ncome) vonatkozott. Az első láblázai első sora így festett:

USD_Y-shift ... 2s–10s @ 45 ... –2.80 ... 5 y–sh ... 14.00

A sor azt mutatta, hogy milyen kockázatot jelent a Long-Termnek, ha a kétéves és tízéves állampapírok közötti, akkor 45 bázispontos hozamkülönbözet megváltozna. A Long-Term minden 5 bázispontos elmozduláson 2,8 millió dollárt nyerhetett (vagy veszthetett). Az ügylet egy éven belüli maximális volatilitását öt ilyen ugrásban állapították

meg, ami azt jelentette, hogy a modellek, szerint a Long-Term éves kitettsége nem haladta meg a 14 millió dollárt.

A következő bejegyzés: „USD_Z+D-shift”, a Long-Term rövid távú kamatlábak változására vonatkozó kitettségét mutatta. Fisher az ötödik sorban fedezte fel az első valóban riasztó számot. Az „USD_Swap Spread” passzus alatt a Long-Term 240 millió dolláros kitettséget tüntetett fel – azzal a feltételezéssel élve, hogy a swapkamatrések az évenkénti maximum 15 bázispontos történelmi volatilitáson belül maradnak. De mivel a swapok 1998-ban akkorra már 40 pontos intervallumon belül mozogtak, nevetségessé vált a feltételezés. Az oldal összesen huszonöt sort tartalmazott – s pusztán az első volt az ötvenoldalas kockázatösszesítőben. Már a dokumentum puszta mérete is szédítően hatott.

A nemzetközi ügyletekre rátérve Hilibrand olyan sorokat mutatott Fishernek, amelyek swappozíciókat fedtek fel Nagy-Britanniában, jelzálogügyleteket Dániában, cseremegállapodásokat Új-Zélandon, kötvényeket Hongkongban, továbbá különféle svéd, svájci, német, francia és belga kitettségeket. Fisher látott még olasz, spanyol és holland kötvényeket is.

Fisher aztán a Long-Term részvénypozícióit kifejtő sorokhoz ért, és megdermedt a részvénypiaci volatilitáshoz társított irdatlan számok láttán. Aztán jött a Long-Term kitettsége a feltörekvő piacokon: Brazíliában, Argentínában, Mexikóban, Venezuelában, Koreában, Lengyelországban, Kínában, Tajvanban, Thaiföldön, Malajziában és a Fülöp-szigeteken. Oroszországra három bejegyzés vonatkozott, köztük az „Orosz közvetlen valutapozíció” – ami annyit tett, hogy az alap direktben fogadott, vagyis fedezés fedezet nélkül spekulált.

Első pillantásra megdöbbentőnek tűnt, hogy annyi ügylet omlott össze egyszerre. Csakhogy ahogy Fisher fürkészte a portfóliót, hirtelen megvilágosodva ráébredt a

dolog nyitjára: a Long-Term ügyletei összefüggtek – már az első pillanattól fogva. „Az egész világon mindenütt ugyanolyan konvergenciaügyletben utaztak” – gondolta Fisher. Genslernek hasonló gondolata támadt: válság idején *az ügyletek közti korreláció mérőszáma mindig felugrik egyre.* Ha valahol földrengés pusztít, az összes piac beleremeg. Miért volt ezen a Long-Term meglepve?

A kockázatösszesítővel végezve a partnerek egy másik dokumentumot vettek elő, amely a Long-Term üzleti partnereivel szembeni kitettségeit tartalmazta. Elvileg az üzletfeleket védték volna a biztosítékok, valójában azonban az alap hirtelen tönkremenetelekor az összes üzletiéi megpróbálná azokat – azonnal és tömegesen – eladni, és a biztosítékok értéke szükségszerűen zuhanna. Amellett a Long-Term összes származékos üzletfele „lemeztelenedne”, vagyis olyan kontraktusai lennének, amelyeknek a másik oldalán nem áll senki sem. Ezért minden érintett gőzerővel igyekezne egyoldalú cseremegállapodásait semlegesíteni, ami olyan megrendítő hatást gyakorolna a piacokra, mint a bizalmukat vesztett betétesek rohama a bankokra. Ha mindez bekövetkezne, a Long-Term szerint tizenhét legnagyobb üzletfele – olyan bankok, mint a Merrill, a Goldman, a Morgan és a Salomon – 2,8 milliárd dollárt veszthetne.

Fisher a számot tanulmányozva arra gondolt, hogy „mindez hihető volna egy normális piacon”. Csakhogy a piacok eleve zaklatott állapotban voltak, és egy hajszál hiányzott ahhoz, hogy teljesen megkergüljenek. Fisher a potenciális veszteségeket magában inkább 3 és 5 milliárd dollár közé tette, de így is csak találgatott. Nemcsak a Long-Term, hanem az egész Wall Street nyaka körül szorult a hurok. Ki tudja, mikor borítanák fel a rendszert a veszteségek? Ki tudja, hol van a küszöb? Minél többet hallott Fisher, annál sötétebben látott. „Nem az nyugtalanít, hogy zuhannának a piacok – vallotta be –, hanem hogy teljesen leállna a kereskedés.”

Miután a látogatók áttekintést kaptak a helyzetről, a csoport végiggondolt néhány megoldási lehetőséget. Gensler megjegyezte, hogy amikor 1990-ben a Drexel Burnham Lambert, a bóvlikötvény királya csődötjelentett, az valójában enyhítette a bóvlikötvényekkel kapcsolatos pánikot.

Csakhogy ebben az esetben, magyarázta Rickards, a csőd nem oldana meg semmit; a Long-Term üzletfelei az alapnál javukra letétbe helyezett biztosítékokra rögtön elkezdenék benyújtani igényeiket. A Drexel-féle válság nem érintett származékos ügyleteket, csak kötvényeket. A Long-Term esete jóval komplexebb volt. Fisher tudta, reménytelen volna rendet teremteni az egymásba gabalyodó swapok tömegében. Amellett képtelenségnek tűnt vevőt találni a cégre. Senki sem vállalna fel olyan pozíciókat, mint amilyen a részvényvolatilitás. „Szóval ez egy új, teljesen új eset" – állapította meg Gensler szomorúan.

A partnereket különösen nyugtalanította a nyomás, amely a Bear Stearns részéről nehezedett rájuk. A Long-Termnek – vonta le a következtetést Fisher – először is valamiképpen időt kell nyernie. Némi alkudozás után az arbitrazsőrök és hivatalnokok előálltak egy tervvel. Mi volna, ha a bankok négy nap múlva, csütörtökön eljönnének, és megmutatnák nekik a legszigorúbb titoktartás mellett az alap portfólióját? Gyors elemzés után aztán vasárnap licitálhatnának a Long-Term eszközeire. Amikor a piacok hétfőn újra kinyitnak, a Long-Term gyakorlatilag teljesen felszívódna.

A tervvel azonban volt egy gond: a Long-Termnek mindössze 1,5 milliárd dollárnyi tőkéje maradt – figyelmeztette Rickards a többieket. Levonva a Bear Stearnsnél és a letéti számlákon zárolt és egyéb módon lekötött összegeket, alig 470 millió dollárnyi szabad pénzeszköz maradt. Mivel a vállalat naponta százmillió dollárokat vesztett, valószínűleg nem húzná ki csütörtökig.

Az óra már délután 4-et mutatott, és a tokiói tőzsde pusztán néhány óra múlva nyitott. Hat órát dolgoztak a problémán, de nem oldottak meg semmit. A hivatalnokok egy félreeső szobába vonultak, és Gensler felhívta a pénzügyminisztériumot. Hat hét múlva tartották a félidős választásokat, és a gazdaság teljesítménye mindeddig a kormány fő ütőkártyája volt. Egy pénzügyi összeomlás a legkevésbé sem hiányzott most nekik. Fisher a partnerekhez csatlakozva azt mondta: „Önök higgadtak és mi is higgadtak vagyunk, de Washingtonban tűkön ülnek." Aztán kezet nyújtott Meriwethernek. JM biztosította, bárhogyan is alakulnak a dolgok, tisztességesen akarja kezelni a helyzetet. „Köszönöm – mondta Fisher. – Maga az első, aki előre figyelmeztetett minket."

Vasárnap délután Corzine beszélt Buffett-tel, aki még mindig az alaszkai fjordokon kirándult, és még mindig bizonytalankodott a Long-Term megmentésével kapcsolatban. Aznap este Corzine felhívta Fishert is, közölve, ne számítson egyéni megmentőre. Fishernek csak egy kérdésen járt az esze: „Hogyan nyerhetünk még egy hetet?" Ekkor vetette fel először egy több bankból álló csoport összehozásának ötletét. Corzine, aki borúlátó volt a Buffett-féle kivásárlással kapcsolatban, bátorította őt.[2]

AJ. P. Morgan hasonló gondolatot fontolgatott. A Morgan tokiói és londoni elemzői az utóbbi huszonnégy órát azzal töltötték, hogy a Goldman és a Fed által látott dokumentumokhoz hasonlókat töltsenek le az internetről. Érdekes módon a Morgan elemzőit meglepte, hogy a Long-Termnek nem egzotikusabbak az ügyletei. Nagyok voltak, de nem szokatlanok. Ugyanakkor, mivel a Long-Termet kötvényspecialistának ismerték, elcsodálkoztak az alap részvénykönyvének méretein.

Két lehetőséget látott a Morgan. Az egyik, hogy hagyják az alapot tönkremenni. Akkor mindegyik bank

megpróbálná felmarkolni a neki járó biztosítékokat; ami a Morgan szerint a nagyobb bankoknak fejenként 500-700 millió dollárba kerülne. A másik, hogy a Morgan nagyobb tételeket vásárolhatna fel a portfólióból magának. Csakhogy az utóbbi megoldás újabb problémát vetne fel. A Morgan tudta, más bankok is látták a portfóliót. Ha bármelyik bank *egyedül* vásárolná fel, ugyanabban a helyzetben találná magát, mint a Long-Term – vagyis az egész Wall Street kereszttüzében. Tehát az összes banknak benne kellett lennie az üzletben.

Corzine a Morganéhez hasonló következtetésekre jutott, és vasárnap délután felhívta Komanskyt, a Merrill Lynch elnökét. Komansky félig ortodox orosz zsidó, félig ír katolikus és százszázalékosan bronxi volt – épp a naplementekor tartandó ros hásáná* szertartásra készült. „Komoly bajban van az LTCM. Úgy néz ki, egy-két napon belül csődbe mennek" – mondta neki Corzine. Megemlítette, hogy a Goldman emberei jártak Greenwichben – de egy szót sem szólt arról, hogy a Goldman exkluzív bepillantást nyert a Long-Term könyveibe, ahogy arról sem, hogy a Goldman és Buffett pillanatnyilag egy kivásárlási terven dolgozik.

Komansky az ünnepre hivatkozva letette a kagylót, és jobbkezére. Herb Allisonra, a Merrill igazgatójára bízta az ügyet. Corzine golfozni ment, de éjjel 10.30-kor kapcsolatba lépett Allisonnal. A Wall Street csúcsbankárai lassanként kezdtek egymással szóba állni. Könnyelműségükkel, meggondolatlan finanszírozási stratégiájukkal és azzal, hogy mindenáron a kegyeibe akartak férkőzni egy önhatalmú ügyfélnek, a bankok közös erővel kövezték ki a fiaskóhoz vezető utat. Ösztöneik arra sarkallták őket, hogy a Long-Term roncsaiból minél nagyobb darabot szakítsanak ki; most azonban lassan kezdték felismerni, hogy ezzel a szemlélettel könnyen sárba ránthatják ma-

* Zsidó újév – *a magyar kiadás lektora.*

gukat is. Sorra kezdték belátni: alighanem kénytelenek ráfanyalodni a természetüktől merőben idegen megoldásra, az együttműködésre.

Szeptember 21., hétfő újabb rémes nap volt. Az amerikai swapoknál 87 bázispontra, a brit swapoknál 95 bázispontra tágultak a kamatrések. Az „on the run" és „off the run" kincstári kötvények kamatrése – mindkettő abszolút biztonságos amerikai állampapír – hihetetlen módon, 19 pontra ugrott. (Egy hónappal korábban a kamatrések még a szokványos 6 ponton álltak.) Az árfolyamok egészen valószínűtlen szinteken mozogtak, mintha a brókerek *mindent* eladtak volna, aminek köze volt a Long-Termhez, vagy amire bármi kósza hír alapján a gyanú legcsekélyebb árnyéka is rávetült, hogy köze lehet hozzá. A bankok „az alap ellen hangolták az árfolyamjegyzéseket", hogy a letétül szolgáló eszközökből minél többet felmarkolhassanak, amíg egyáltalán volt még mit felmarkolni. Steve Black, a Salomon Smith Barney ügyvezetője tokiói embereitől azt hallotta, hogy a Goldman a „szart is kipofozza" a Long-Term ügyleteiből. A Goldman szerint a Salomon ugyanezt művelte Európában.[3]

Nagyjából délre a részvényvolatilitás rendkívül gyér forgalom mellett 3 százalékpontot ugrott – elérve a 38 százalékot! Az opciós piac katasztrofális volatilitásszintet tükrözött; szinte havonkénti sűrűséggel jelzett előre egy-egy újabb krachot. Rosenfeld értetlenül állt a dolog előtt; mintha csak azért nőtt volna a volatilitás, mert a brókerek tudták, hogy a Long-Term sebezhető – ami ez esetben alighanem igaz is volt.[4] A nyilvánvaló manipuláció 120 millió dollárjába került az alapnak. Ahogy Vinny Mattone megjósolta, az éhes brókerek befejezték a hóhérmunkát az orosz válság által letaglózott Long-Termen.

Hétfőn a Long-Term teljes vesztesége 553 millió dollárra rúgott – éppen ugyanannyira, mint a négy héttel

korábbi napon. Arányait tekintve azonban ez a hétfő még rosszabb volt: a Long-Term tőkéjének harmadát emésztette tel, amely így 1 milliárd dollár alá esett. Közben még mindig több mint 100 milliárd dollárnyi eszköze volt az alapnak. Így *az alap tőkeáttéte még a származékos ügyletei nélkül is meghaladta a 100:l-et* – fantasztikus szám a befektetési évkönyvekben. Ha pusztán csak további 1 százalékot veszít a Long-Term, akkor teljesen megsemmisül.

Bár a veszteség pontos méreteire csak a piacok bezárása után derült fény, a partnerek már korán sejtették, hogy tragikus lesz a hétfő. Jim Rickards, az ügyvéd felhívta Warren Spectort, a Bear ügyvezető alelnökét. Perrel fenyegette őket, ha beszüntetik a klíringelést. Rickards jól tudta, hogy az alapnak nincs vesztenivalója. Aztán felhívta a Chase-t, és követelte, hogy a megújuló hitelkeretből azonnal bocsássanak 500 millió dollárt az alap rendelkezésére.

A szindikátusi bankok (összesen huszonnégyen) perceken belül tiltakozni kezdtek. Rickards és Bruce Wilson, az alap gondnoka kitartott amellett, hogy a bankoknak nincs más választásuk, mint utalni a pénzt. De elismerik vajon kötelezettségüket, még mielőtt az ügyfelük tönkremegy? A rendíthetetlen Pflug azt mondta, hogy a Chase hajlandó fizetni. Mi több, telexezett a többi banknak, jelezve: véleménye szerint azok is kénytelenek ezt megtenni. A Long-Term 475 millió dollárt kapott, a zömét még aznap (csak a Crédit Agricole zárkózott el a folyósítástól). A kölcsön semmit nem tett a Long-Term tőkéjével, de ott volt a Bearnél a széfben. Adott talán még néhány napot az alapnak.

A Fednél Fisher telefonon tartotta a kapcsolatot Corzine-nal és Thainnal a Goldman részéről, Allisonnal a Merrill részéről és Douglas Warnerrel, a J. P. Morgan elnökével. A hívások meggyőzték Fishert, hogy a pénzgyűjtésre irányuló egyéni erőfeszítések kevés sikerrel kecsegtetnek – sőt maguk a piacok is a katasztrófa szélén táncolnak.

Egyre inkább az volt az érzése, hogy a három nagy banknak közösen kellene tennie *valamit.* Allison és Corzine egész nap összeköttetésben volt. Allison, aki nem volt olyan erőszakos, mint sok bróker, természettől fogva hajlott az erők egyesítésére. Corzine, aki még mindig rejtegette a Buffett-féle kártyát, hasonlóképp nyilatkozott, de csak hogy életben tartson egy B tervet. Aznap (hétfőn) Corzine megkereste Maurice Greenberget, az AIG biztosító elnökét, és meggyőzte: csatlakozzon Buffett és a Goldman ajánlattételéhez. Az AIG-nek megvolt a szükséges származékos tapasztalata, és egy harmadik féllel a csoport erősebb lehetett. Buffett úton volt, és ismét elérhetetlen, de világosan megfogalmazta stratégiáját: megvenni a portfóliót, megmutatni a világnak, hogy erős kezekben van, megvárni, míg az árak magukhoz térnek — aztán eladni mindent.

A Morgannél Mendozából, a globális kötvényműveleteket igazgató Peter Hancockból és Clayton Rose-ból, a részvényosztály fejéből álló csoport szintén önálló megoldáson gondolkozott. Furcsamód a három nagy bank közül a Merrill, a Long-Term életre hívója volt a legkevésbé tájékozott. Allison a hétfőt azzal töltötte, hogy megpróbáljon felzárkózni. Délután átküldött helikopteren egy csapatot, hogy kiderítse, mekkora bajban van az ügyfele. Hilibrand és Rosenfeld, akik végigdolgozták a ros hásáná ünnepet, áttekintették a látogatókkal a portfóliót – gyakorlatilag már senki nem maradt, aki ne látta volna a könyveket. Meriwether feltűnően nyugodt volt, sőt méltóságteljes. „Rosszul ítéltük meg a piacokat” — vallotta be.

JM azonban még mindig úgy érezte, a Long-Term ügyletei megállnák a helyüket – ha az alap képes volna túljutni az ideiglenes likviditási nehézségeken. JM szörnyen szerette volna az alapját élni látni. Mint az a pilóta, aki rohanna megölelni kedvesét, ha majd sikerül letenni

gépét egy halálos viharban. Ha nem esküdne össze ellene minden: a letétemelési felszólítások, az alap ellen menetelő brókerek, a rosszindulatú pletykák, a Goldman zsoldosai...

A Merrill csapatát meghökkentették a Long-Term ügyleteinek dimenziói, különösen ami az európai swapokat illeti (az utóbbiak az amerikaiaknál kevésbé voltak likvidek). „Nem gondolják, hogy ezek *elképesztően* nagy tételek?" – kérdezte a Merrill csapatából Richard Dunn.[5] Úgy tűnt, nem veszik a lapot az arbitrazsőrök. A Merrill embereit zavarba ejtette Goldfield, a mindenütt feltűnő Goldman-bróker misztikus jelenléte: laptopja fölé görnyedt, és nem nézett a Merrill embereinek szemébe.

Hétfő éjjel Londonban – amikor Greenwichben még csak délutánra járt – Andy Siciliano, a UBS menedzsere úgy döntött, személyesen kell a fedezeti alap körmére néznie. Felugrott egy Concorde-ra, és a gépen belebotlott Victor Haghaniba. Bár mire megérkeztek, mindkét férfi fáradt volt az időeltolódás miatt, egyikük sem akart aludni. Limuzinba ülve Greenwichbe hajtottak, ahol a konferenciateremben JM, Rosenfeld és a Nobel-díjasok tanácskoztak. A Goldman még mindig az épületben tartózkodott, mint valami hídfőállást elfoglaló megszálló sereg. A konferenciateremben bunkerhangulat uralkodott. A partnerek nehezen tértek napirendre afelett, hogy Goldman-brókerek folyton New Yorkot hívogatják mobiljaikon – bár persze azt nem tudhatták, miről beszélnek. Mindenesetre a partnerek rögeszméjévé vált az elképzelés, hogy összeesküvés áldozatai lettek. Amikor a Goldmannel végeztek, a Bear Stearnsre zúdították dühüket, már-már magukkal is elhitetve, hogy a Bear levele teljesen váratlanul érte őket. A partnerek kényelmesen elfeledkeztek arról, korábban mennyire fölényesen viselkedtek, és keserűen találgatták, vajon miért hagyták cserben őket a barátaik.[6]

Rosenfeld már vagy századszor ment végig a portfólión, ügyletenként latolgatva az esélyeket. Siciliano, az egyetlen kívülálló elhűlten vette észre, hogy senki sem tiltakozik a jelenléte ellen. Már nem voltak titkai a Long-Termnek. Valójában furcsamód még örültek is Sicilianónak. Hidat jelentett a korábban kizárt külvilágba, amelybe az alap hirtelen kétségbeesetten igyekezett kapaszkodni. A partnerek Siciliano segítségét kérték, hogy tárja portfóliójuk eredendő logikáját a világ elé – bárhogy is, de segítsen tőkét szerezni. A partnerek még mindig eladni próbáltak. Csakhogy közben érveiket az öncsalás finom köde lengte körül. A felszín alatt ott forrongott a bosszúvágy: lám ha most a Long-Term friss tőkével tömhetné ki a réseket, az árak visszaugranának, és az ellenük kereskedő aljas opportunisták kegyelemért könyörögnének.

Hétfőre a piaci pletykák a legenyhébb áreséseket is a greenwichi eladásoknak tulajdonították. A média azonban, megdöbbentő módon, hallgatott. Meriwether szeptember 2-i levele óta a sajtó egy árva szót sem ejtett az elszabadult fedezeti alapról. A Wall Street-i tőzsdeguruk figyelmét a nyilvánosságra hozandó videófelvétel kötötte le, amely Clinton elnök vallomásáról készült a Monica Lewinsky-féle szexbotránnyal kapcsolatban. A botrány állítólag depresszív hatással volt a piacokra. Fisher úgy vélte, a szexbotránynak semmi köze nem volt ahhoz, ami a Wall Streetet valójában nyomasztotta. Szerinte a Long-Term nehezedett hatalmas, élettelen tömegével a piacokra.

A bankokkal tárgyalva Fisher arra jutott, hogy a Wall Street hajlandó volna részt venni egy mentőakcióban, de a bankárok kölcsönös gyanakvása és kiolthatatlan vetélkedése miatt egyik sem vállalja azt a kockázatot, hogy a kezdeményezés élére álljon. Így aztán a vezető szerep a Fedre kell, hogy maradjon. Corzine, aki még mindig két vasat tartott a tűzben, hasonlóképp gondolkodott. Ha a Goldman saját külön akciója csődöt mond, Corzine el

akarta kerülni az általános szabadrablást. Szívesebben szövetkezett volna a többi bankkal a Fed védelmező zászlaja alatt. Herb Allison közben arra sarkallta Fishert, verbuváljon össze néhány bankot semleges terepen.[7] Fisher megérezve, hogy lassan kifut az időből, a bankárokat reggelire invitálta a Fedhez.

Leszögezte: sem ő, sem McDonough nem aggódik a Long-Term elvesztése miatt, de még a többi cég potenciális veszteségei miatt sem. Ha helyes volt becslése – a tizenhét bank közt megoszló 3-5 milliárd dolláros veszteség akkor a bankokra fejenként eső átlag 300 millió elviselhető összegnek látszott. De még ha *nem* is lett volna elviselhető, a Wall Street-i bankok saját részvényeseik pénzét tették kockára – nem a Fed kötelessége volt aggódni emiatt.

Fishert valójában a rendszer összeomlásának kockázata nyugtalanította: attól tartott, ha a Long-Term elbukik, és hitelezői elsietett és szervezetlen módon kezdenek hozzá pozícióik likvidálásához, azzal az egész pénzügyi rendszernek árthatnak, nemcsak a nagy szereplőknek. Greenspan később a „megmerevedő piacok" kifejezést használta, felidézve a képzetet, hogy ilyen zűrzavarban a piacok megszűnhetnek működni, illetve a brókerek kereskedni.[8] McDonough ezzel egybecsengő félelmének adott hangot – miszerint ha egyszerre nagyon sok piacon és nagyon sok szereplő szenved veszteséget, az az eladások ördögi körét gerjesztheti, extrém fluktuációt okozhat a kamatlábakban és újabb veszteségeket: „A piacok... egy-két napra vagy talán hosszabb időre működésképtelenné válhatnak."[9]

Az Egyesült Államok a nagy gazdasági világválság óta nem tapasztalt valódi pénzügyi összeomlást, bár többször is úgy tűnt, valami hasonló felé örvénylenek a piacok. A pénzügyi Armageddontól való félelem azonban olyan fantasztikus irodalmat szült, amelynek legvadabb opusai a természeti katasztrófákat, a számítógépes rendszerek tö-

meges meghibásodását és a hasonló rémtörténeteket ecsetelő műveket idézik. Elméleti szinten senki sem tudja megmondani, hogy valós fenyegetést jelent-e a rendszer összeomlásának kockázata. Maga a kifejezés is homályos és pontatlanul definiált – de a felügyeleti szervek természettől fogva inkább hajlanak az óvatosságra. Amikor Fisher a vendégeivel való találkozásra készült, Ázsia máris elmerült a recesszióban, már-már a válságban; Oroszország egész biztosan úszott benne; Dél-Amerikát egy hajszál választotta el tőle. Az Egyesült Államokban a hitelkamatrések hallatlan mértékű szélesedése arra vallott, hogy a hitelezők nem hajlandók kölcsönadni – ami klasszikus jele a lehűlőben lévő gazdaságnak. Előző nap, szeptember 21-én a kincstári kötvények hozama 5,05 százalékos mélypontra süllyedt. A The Wall Street Journalben idézett egyik közgazdász szerint az „államkötvényeken mindennél jobban lemérhető a jelenlegi félelem" – a befektetők félelme minden olyan kötvénytől, amely nem hosszú lejáratú állampapír.[10] Svájctól Brazílián ál Szingapúrig mindenhol estek a részvények. A Wall Streeten túl tekintve Fisher láthatta, hogy az amerikai gazdaság még mindig elég élénk (szemben az 1929-es válsággal, amikor a Wall Street-i nagy krach előtt már leszálló ágban volt). Az amerikaiak zöme mit sem sejtett arról, hogy a pénzügyi válság – amely Rubin pénzügyminiszter szerint fél évszázada a legsúlyosabb volt – egyáltalán létezik.[11] A Fednek azonban ezzel kapcsolatban nem voltak kétségei.

Fisher vendégei – Komansky és Allison a Merrilltől, Corzine és Thain a Goldmantől és Mendoza a J. R Morgantől – reggel 7.30-ra érkeztek. Ha egy menedzser hangulatát le lehet mérni vállalatának részvényáraiból, akkor Fisher vendégei felettébb rossz kedvükben lehettek. A Merrill részvényei 54 dolláron álltak, miközben júliusban még 108 dolláron (pontosan duplaáron) kereskedtek ve-

lük. A Morgan részvényei több mint 40 százalékot estek. A Goldman pedig még nem vonult tőzsdére így alighanem Corzine kedve volt a legrosszabb a társaságban. Ilyen piacon a Goldman hiába próbált volna részvényeket eladni.

Fisher elmondta, hogy a vasárnapot a Long-Termnél töltötte, és erősen tart egy esetleges rendszerösszeomlástól. A bankárok osztották aggodalmait. A Merrill Lynch közel járt egy kisebbfajta sokkhoz – nem a Long-Term, hanem saját begyűrűző kötvénypiaci veszteségei miatt. A Merrill, amely szándékosan távol tartotta magát az arbitrázsszerű műveletektől, soha nem sejtette, hogy ennyire sebezhető lehet. A Morgan, bár jobb bőrben volt, szintén szörnyű negyedévet készült zárni. A Goldman jó úton volt ahhoz, hogy augusztus elejétől szeptember végéig 1,5 milliárd dolláros kereskedési veszteséget szenvedjen – ez a Long-Termet kivéve minden egyébhez mérten egészen elképesztő érvágás volt. Így aztán amikor Fisher a rendszerre leselkedő veszélyről beszélt, még ha a bankárok nem is töprengtek el okvetlenül a globális kapitalizmus árnyaltabb kérdésein, már csak saját indokaiknál fogva is készségesen elfogadták álláspontját.

Mindegyik bank más megoldási lehetőséget vázolt fel. Corzine elárulta, hogy ismer egy esetleges vásárlót – egyszerűen úgy hívta: Mr. Big –, aki a háttérben várakozik. A Morgan részéről Mendoza egy bonyolult tervel hozott fel, amelynek során a Long-Termmel szemben hitelkitettséggel rendelkező bankok „kiemelhetnék" (vagyis kisajátíthatnák) a Long-Term kötvényügyleteit, míg a részvénykitettséggel rendelkezők az alap részvényügyleteivel tehetnék ugyanezt. Komansky, aki személyes befektetésénél fogva is érdekelt volt a Long-Termben, az utóbbit túlságosan komplikáltnak és időt rablónak találta. Ő és Allison egy egyszerű konzorciumot látott volna szívesen, amely az alapba pénzt fektetne be.

Csakhogy semmilyen megoldás nem segíthetett, ha a Long-Termnek időközben teljesen elolvad a tőkéje. A bankoknak le kell állítaniuk az alapra össztüzet zúdító brókereiket – ebben a bankárok egyetértettek. Komansky mogorván jegyezte meg: „Rá kéne szólni a fiúkra, hogy üljenek nyugton, és fogják be." Meglehet, a megjegyzést Komansky Corzine-nak címezte. Komansky később elmondta, hogy az utóbbi szavakra pontosan ugyan nem emlékszik, de hallotta a Goldman által természetesen tagadott szóbeszédet, miszerint a Goldman brókerei „a Long-Term összes pozícióját" áttöltötték számítógépeikre. Bárhogyan is, a Goldman-féle partizánakcióról szóló találgatások a három nagy Wall Street-i bank vezetőinek beszélgetése során is felvetődtek. „Nem ismerek senkit, aki konkrétan tudott volna róla – mondta Komansky –, de a téma ott vibrált a levegőben."[12]

A bankárok 9.30 körül váltak el, miután megegyeztek, hogy a Morgan-féle megoldás kivizsgálására két csoportot küldenek a Long-Termhez. Az egyik a Long-Term kötvénypozícióinak, a másik részvénypozícióinak kiemelési lehetőségeit fogja elemezni. Egy Allison vezette harmadik csoport a Merrill Lynchhez fészkeli be magát, és a konzorciumötletet tanulmányozza. Amellett megállapodtak abban, hogy felkérik a UBS-t, a Long-Term legnagyobb befektetőjét, csatlakozzon hozzájuk.

Meriwether szívélyesen üdvözölte a bankárokat, Hilibrand azonban kelletlennek és ingerültnek tűnt – a veszteségek nem vonultak el nyomtalanul a személyesen is eladósodott főbróker felett. Addigra a Long-Term és az érdeklődő bankok közti találkozók sablonossá és fárasztóan egyhangúvá váltak. A partnereknek elegük lett a hívatlan vendégekből, ráadásul a piacok olyan gyorsan mozogtak, hogy a portfólió értékét pontosan úgysem állapíthatták meg a bankárok. A portfóliót konzervatív módon amúgy is vaskosan diszkontálva becsülték föl, és az összeg, ami az

egyes tételekhez írt számokat összeadva kijött, az alig volt több a nullánál. Haghanit szemlátomást sértette a garasoskodásuk. „Köszönjük, hogy eljöttek – mondta az egyik Merrill-bankárnak megrovó hangon –, de szerintük tévednek. Úgy véljük, *közös* megoldást kellene keresnünk." Mintha egy fulladozó ember próbált volna feltételeket diktálni a parton feltűnő megmentőnek. Haghani szíve mélyén sebezhetetlen volt.

Igen ám, de a Long-Term kedden újabb 155 millió dolláros veszteségei szenvedett, így tőkéje *773 millió dollárra* csökkent. Jimmy Cayne, a Bear Stearns első embere tájékoztatta Fishert, hogy a Long-Termnek még elég tőkéje maradt ahhoz, hogy a keddi napot átvészelje, de hogy a szerdát túléli-e, az már kétséges.[13] Mit lehet tenni huszonnégy óra alatt? A Morgan ötlete hamvába holt. Corzine sem tartotta valószínűnek, hogy Mr. Big visszajön a képbe. Egy választás maradt: Allison.

Allison, az ötvenöt éves befektetési bankár fehér hollónak számított a Merrill vezérkarában, amelynek tagjai nagyrészt a cég részvénykereskedő légiójából verekedték fel magukat a csúcsra. A Merrill-ideált Komansky, a megnyerő, kemény kötésű hajdani bróker testesítette meg, aki soha nem szerzett diplomát, de sztár volt a kereskedési teremben. Allison, aki a Yale-en végzett filozófia szakon és a Stanfordon szerzett MBA-képesítést, jóval intellektuálisabb típus volt. A sovány, kopaszodó és szemüveges bankár inkább jeleskedett a részletek embereként, mint üzleti mágusként, és – minden ambíciója ellenére – be kellett érnie az első számú másodhegedűs szerepével. A tagadhatatlanul okos Allisonnak megvolt hozzá a tehetsége, hogy darabokra szedjen egy üzletet, majd a részeket működő egésszé rakja össze. Kedd délután a Szabadság-szoborra néző tárgyalóteremben Allison és egy maroknyi bankárból álló különítmény összeütött egy tervet. Délután 4-re, amikor a négy bank és Fisher konfe-

renciabeszélgetésben kapcsolódott össze, Allison kidolgozott egy háromnegyed oldalas vázlatot egy konzorcium felállítására.

Ahhoz, hogy Allison tervének bármi esélye lehessen, szükség volt a legtöbb Wall Street-i bank támogatására. Ezen túl – magyarázta Allison Fishernek – az egyetlen módja annak, hogy összetereljék a bankokat, ha a Fed felhívja őket, és felajánlja, hogy találkozót szervez a részükre.[14] Fisher egyetértett. A Fed, amely korábban leszögezte: nem kíván egyetlen konkrét megoldás mögé sem odaállni, most akcióba lépett a Merrill terve mellett. Délután 6 körül Fisher és néhány embere felhívott egy tucatnyi bankot, amelyek – a Merrill-lel, a Morgannel, a Goldmannel és a UBS-szel együtt – a Long-Term fő üzletfelei voltak, és aznap este 8-ra válságértekezletet hívott össze a Fed épületében. McDonough-val, aki Londonban a pénzügyi felügyeletek nemzetközi konferenciáján a származékos ügyletek veszélyeiről beszélt, telefonon tartotta a kapcsolatot. Mire Londonban esteledett, McDonough már úton volt vissza New Yorkba.

A négy nagy bank képviselői este 7-kor találkoztak Fisherrel. Allison elképzelése szerint a tizenhat bank fejenként 250 millió dollárt fektetett volna be. Thain ragaszkodott a 4 milliárd dolláros végösszeghez – kevesebb pénzzel a portfólió állandóan támadásoknak volna kitéve. A bankárok véleménye azonban minden egyébben eltért. Tőke vagy – ahogy az óvatosabb bankárok javasolták – inkább ideiglenes kölcsön formájában adják a mentőövet az alapnak? Engedjék meg a Long-Term partnereinek, hogy maradjanak vagy bocsássák el őket? Ha maradnak, milyen mértékben legyen joguk beleszólni az alap vezetésébe? Coizine hevesen érvelt amellett, hogy az irányítás nem maradhat a Long-Term partnereinek kezében. 8.20-kor a négy vezető bank még mindig vitázott. Időközben a többi nagy bank vezetői is befutottak, és az előszobában rostokoltak.

Fisher a vitának véget vetve kinyitotta a súlyos faajtókat, és behívta a többieket. Lenyűgöző társaság gyűlt össze, a Wall Street krémje. Fisher ott láthatta Deryck Maughant, a Salomon Smith Barney társ-vezérigazgatóját; Thomas Labrecque-et, a Chase elnökét; Jimmy Cayne-t, a Bear Stearns vezérigazgatóját; Allen Wheatet, a Credit Suisse First Boston vezérigazgatóját; Philip Purcellt, a Morgan Stanley Dean Witter elnökét és a Lehman Brothers, illetve a brit Barclays vezető menedzsereit. A négy nagy bank részéről eleve bent ült Komansky, Allison, Corzine, Thain, Warner, Mendoza, Rose és David Solo. Tizenkét bank összesen huszonöt bankárral képviseltette magát – csupa középkorú férfival. Még a sokat tapasztalt bankárok számára is szokatlan volt a helyzet, hogy egyszerre ennyi kollégájukkal gyűljenek egybe, ráadásul ilyen hirtelen hívásra és ilyen különös helyszínen – miközben aranykeretes olajfestményeken szemlélődő alakok nyugodt tekintete alatt megilletődve préselték magukat a tárgyalóterem puha, bőrtámlás karosszékeibe. A Morgan főnöke, Sandy Warner törte meg a csendet, és derűsen megjegyezte: „Azt hiszem, fiúk, kellemes kis zsúrnak nézünk elébe. A jegyek 250 millióba kerülnek."

Bár pusztán „egyszerű" hivatalnok volt, aki vendégeihez képest pitiáner összegeket keresett, Fishert a bankárok kellő tisztelettel hallgatták. Egyedül ő jelenithette meg a most olyan nagy veszélyben forogni látszó „közérdeket". Fisher csupán néhány percig beszélt. Elmondta, hogy a Fed tudni szeretné, képes-e a privát szektor olyan megoldást találni, mellyel elkerülhető a pozíciók kaotikus felszámolása – és amely így megóvná a rendszert. Egyébként semleges maradt, és szándékosan távol tartotta magát a részletektől. Allison Fisher szerepét úgy kommentálta: „Olyan, mintha kibérelt volna nekünk egy termet." Fisher ennél perszejóval többet

tett. A Fed nem invitálja a Wall Street vezetőit mindennap az üléstermébe – a bankvezérek ezt természetesen tudták.

A teremben körbetekintve Thomas Russót, a Lehman jogi főigazgatóját az első pillanatban az ünnepélyesség bizsergető érzése fogta el, és az elégedettségé – egy ilyen csoport tagja lehet. Ahogy azonban elkezdődött a vita, Russóban egy ironikus gondolat vetődött fel: „Mennyire foghatja fel valaki, ha a ranglétrán elég magasrajutott, az alsóbb szinteket átszövő részleteket?" Mindannyian képzett válságkezelők voltak, de egyikük sem volt felkészülve egy efféle vészhelyzetre.

Allison tömören előadta a tervét, aztán mindegyik bank elmondta róla a véleményét. Komansky kijelentette: „Az én első ötletem más lett volna, de végül szerintem ez a legjobb, amit tehetünk." Nem rejtette véka alá a félelmét, hogy ha a Long-Term összeomlik, a Merrill veszteségei kezelhetetlen méretekre torlódhatnak fel. A többi bankár szintén aggodalmának adott hangot. A Lehman azzal az ellenvetéssel élt, hogy szerinte nem egészen fair ugyanannyit elvárni tőle, mint a nagyobb bankoktól – miért nem fektet be mindenki a kitettsége szerint? Thain azt felelte, hogy az túlságosan komplikált lett volna – nem maradt idejük a számolgatásra. Mindegyik bank igyekezett érvényesíteni saját érdekeit. A Chase részéről Labrecque a Beart vette tűz alá, azzal vádolva a bankot, hogy siettette a válságot. Tudta: a Bear még mindig rajta tartja a kezét a ravaszon. Cayne – akinek a cége klíringelési díjként 30 millió dollárt szedett be évente a Long-Termtől, és aki mint befektető személyesen is érdekelt volt az alapban – sokatmondóan hallgatott.

Aztán a bankok dühüket a Long-Term re zúdították. Négy éven át a tenyerükön hordozták a greenwichi társaságot, miközben a partnerek fölényesen elzárkóztak tőlük, mindenki másnál kedvezőbb feltételeket csikartak ki, és

még leplezni sem próbállak önelégült felsőbbségtudatukat. Mostanra a partnerek hamis prófétának tűntek. A bankárok rászedettnek érezték magukat – olyan hiszékenyek voltak. Sokan úgy vélték, ki kell rúgni a partnereket. Ugyan miért adnának pénzt *nekik?* Allison és Corzine rendszeresen otthagyta a tárgyalókat, hogy tájékoztassa Meriwethert a fejleményekről (legalább még két bank jelen volt minden telefonbeszélgetésnél, nehogy felmerüljön a titkos tárgyalások gyanúja). Úgy tűnt, Meriwethert lesújtotta, ahogy a rázúduló haragról értesült. „Nézzék! Segítek, ahogy tudok" – suttogta.

A portfólió kockázatait Thain ecsetelte, a Goldmantől, mivel ő látott bele a legmélyebben a Long-Term ügyleteibe. A csoport egyetértett abban, hogy a befektetéseket tőke formájában kell elhelyezni, de a négy vezető cégen kívül senki nem volt hajlandó befektetni. A legtöbb bank úgy vélte, hogy a Long-Term bukásakor 250 millió dollárnál kevesebbet vesztene, s épp elég pénzük úszik el így is. Miért dobnának ki az ablakon még többet? Allison erre azt felelte, hogy a következmények elég ijesztők lehetnek; még fájdalmasabbak, mint az orosz válság hatásai. A Long-Termnek 100 milliárd dollárnyi az eszközállománya és a spekulatív származékos kitettsége *1000 milliárd dollárra* rúg – emlékeztette a csoportot.

Ráadásul az alap részvénypozíciói veszedelmesen kényesek voltak. Bizonyos befektetők nem merészkedtek volna a részvénypiacra az opciók nyújtotta biztosítások nélkül, és az utóbbi területen messze a Long-Term volt a legnagyobb szolgáltató. Elképzelhető, hogy a Long-Term nélkül a befektetők kivonulnának a részvénypiacról. Egyik bankár sem akarta, hogy a részvénypiac tovább zuhanjon. Pflug átható félelmet érzett a teremben. Aztán az a lehangoló gondolata támadt, hogy születésnapja van, és egy tárgyalóterembe zárva kell töltenie.

Éjjel 11 körül Fisher javasolta, hogy egyelőre rekeszszék be a tárgyalásokat, és folytassák másnap reggel. Allison és merrillbeli kollégája, Tom Davis visszatért cégük irodájába, hogy átfogalmazzák a feltételeket. Időnként átszóltak telefonon a Greenwichben virrasztó Meriwethernek, hogy pontosítsanak egy-egy részletet. Éjjel 1 körül Allison tájékoztatta Corzine-t és Mendozát; Allison szerdán nem akart meglepetéseket. Éjjel 3-kor, amikor Párizsban a piacok kinyitottak, Allison az új tervezetet átfaxolta a Long-Term francia üzletfeleinek, aztán hazament. Másnap az összes bank jóváhagyását meg kellett szereznie. Kíváncsi volt, sikerül-e.[15] Soha senki nem gyűjtött még össze 4 milliárd dollárt egyetlen nap alatt.

A Merrill ráébredt, hogy mihamarabb szüksége lesz néhány ügyvédre. Philip Harris, a Merrill-lel szerződésben álló ügyvédi iroda, a Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom jogásza korábban már dolgozott a Long-Term eredeti tőkeszerzési kampányában. Harris a befektetési alapok specialistája volt, és akart maga mellé egy válságspecialistát. Éjjel 2.30-kor Harris felhívta a Skadden egyik cégtársát, J. Gregory Milmoe-t, és felébresztette scarsdale-i otthonában. Milmoe, az ötvenéves, halk szavú, ősz hajú, aranykeretes szemüveget viselő ügyvéd a csődügyek szakértője volt. Milmoe, aki pályafutását zongoristaként kezdte, előbb a Skadden postázójában kapott állást, majd elvégezte a jogi egyetemet. „Adódott egy sürgős munka – mondta Harris. – Szükségünk van rád." Milmoe megígérte, hogy az ügy első dolga lesz reggel. „Nem — erősködött Harris – muszáj bejönnöd most *azonnal."*

Milmoe lezuhanyozott, felöltözködött, és beült a Volvójába. A város még a legmélyebb álmát aludta, amikor végigsuhant Manhattanen. 3.30-kor már ott volt a csillogó fekete felhőkarcolónál, amely otthont adott a Skadden irodáinak, és munkához látott.

A Londonból épp csak hazaérő McDonough szerdán korán reggel a Fed épületébe ment. Az úttesten teherautók küzdöttek a helyért a hosszú limuzinokkal, amelyek nehézkesen vánszorogtak a szűk utcákon. A Federal Reserve épülete álerkélyben végződő magas homlokzatával tört az égnek, mintha alkotója egyszerre akarta volna kifejezni egy palota szertartásosságát és egy erőd kérlelhetetlenségét. McDonough felhívta kollégáit az európai központi bankoknál, és értesítette őket a válságról. Munkatársát, Fishert Jimmy Cayne kereste, a Bear Stearnstől. Cayne, mivel cégének a Long-Termmel szembeni kitettsége alacsony volt, közölte, hogy a Bear semmiféle mentőakcióban *nem* vállal szerepet. Fisher kérte Cayne-t, hogy próbáljon nyitottabban hozzáállni a témához. Cayne erre komoran azt felelte: „Ne tartson névsorolvasást, ha azt akarja, hogy működjön a dolog."

A bankárok 10 órára visszatértek. A szerdai tanácskozás nagyobb volt, összesen mintegy negyvenötén gyűltek össze. A csoport a Wall Street-i nehéz súlyú brókerek ki-kicsodáját idézte: olt volt Sandy Weill, Komansky, Corzine, Labrecque a Chase-től, Warner a Morgantől, Wheat a Credit Suisse First Bostontól és Richard Fuld, a Lehman Brothers elnöke. A látványos gyülekezetet öt svájci, brit, illetve francia bank igazgatója tette teljessé, valamint Richard Grasso, a New York-i Részvénytőzsde elnöke, akit a Long-Term gigászi részvényvolatilitási ügylete miatt hívtak meg. Edson Mitchell a Deutsche Bank képviseletében telefonon kapcsolódott be. A bankárok a tanácsterembe belépve, a kandallópárkányon lévő antik óra fölött George Washington portréját fedezték fel, a falakon körben pedig McDonough elődjeiét. A függönyöket behúzták. Az elegáns, feketére pácolt mahagóniasztal kicsi volt ahhoz, hogy ekkora tömeg elférjen körülötte; sebtében szélesebb lapot rögzítettek a tetejére.[16]

Magát a tanácstermet később toldották hozzá az épülethez. A telket, amelyre felhúzták, 1935-ben vásárolta meg a Fed. Az akkor még szomszédos ingatlan tulajdonosa végig, amíg a tőzsde szárnyalt, elzárkózott az üzlettől, aztán végül az 1935-ös krach idején hajlandó volt eladni. Az egyik vicc szerint a részvénypiaci krachot a Fed idézte elő, csak hogy a telket megkaparinthassa. A viccnek fanyar élt kölcsönöz a tény, hogy 1929 elején a Fed nem avatkozott be, hogy megfékezze a letéti kölcsönökkel összefüggő részvényspekulációkat, és máig úgy vélik, ezzel óriási lehetőséget szalasztott el. A közbelépéssel esetleg elkerülhető lett volna a krach és talán az egész gazdasági világválság. McDonough most a Long-Term megmentésével egy hasonló – bár kisebb léptékű – összeomlást akart elkerülni.

McDonough azonban nem volt a tanácsteremben. A Fed-elnök az egyik oldalsó szobába zárkózott a négy vezető bank vezéreivel, akik a bankok szélesebb gyűlésében afféle teljhatalmú végrehajtó tanáccsá léptek elő. Meleg délelőtt volt, és a többi vezérigazgató egyre türelmetlenebbé vált. Nem voltak hozzászokva ahhoz, hogy várakoztassák őket.

10.25-kor aztán hirtelen feltűnt a testes, hatvannégy éves, chicagói McDonough ősz hajával és felfelé görbülő szemöldökével, és bejelentette: délután 1-re halasztja a tanácskozást. Rejtélyesen csak annyit mondott: „Maradt még egy végigzongorázatlan lehetőség” – de részletekbe nem bocsátkozott. A bankvezérek elhűlten és értetlenül álltak az eset előtt. Mint később megtudták, a négy nagy tanácskozásának tizedik percében Corzine és Thain félrevonta McDonough-t, és tájékoztatta egy új fejleményről: Buffett kész ajánlatot tenni. „Azt hittem, egy csapatbanjátszunk” – csattant föl Solo dühösen. McDonough azonban nem hagyhatta veszni az isteni adománynak tűnő lehetőséget; jobban ínyére lett volna egy olyan megoldás, amely-

hez nincs szükség a Fedre. A biztonság kedvéért – hogy meggyőződjön róla, az ajánlat valódi-e – felhívta a pillanatnyilag egy montanai farmon tartózkodó Buffettet, aki megerősítette: valóban úton van egy ajánlat. A nagyteremben megcsömörlött tekintettel álltak fel a bankvezérek. Dühösek voltak a Goldmanre, amiért a hátuk mögött szervezkedett. Még Komansky is úgy érezte, hogy Corzine felültette őket.

Míg Kraus, a Goldman befektetési bankára az ajánlat írásba foglalásán dolgozott, Buffett felhívta Meriwethert: „John – mondta a maga félreismerhetetlen orrhangján –, kapni fog egy ajánlatot a portfólióra a nevemben. Csak szólok, hogy tudja, tényleg az enyém." Meriwether megjegyzés nélkül tudomásul vette.

Visszafojtott lélegzettel várták, míg a Goldman az utolsó simításokat végezte, míg aztán 11.40-kor Meriwether kihúzott a faxgépből egy egyoldalas dokumentumot. Az állt benne, hogy a Berkshire Hathaway, az AIG és a Goldman Sachs kész 250 millió dollárért megvásárolni az alapot. Ha megvalósul az üzlet, a stabilizálásra azonnal még 3,75 milliárd dollárt fektetnének be, melyből 3 milliárd a Berkshire-ből érkezne.

Buffett *250 millió dollárt* ajánlott az év elején még *4,7 milliárd dolláros* tőkével rendelkező cégért. A nap végére a piacokon továbbra is mélyrepülést produkáló Long-Term tőkéje 555 millió dollárra fogyatkozott. Buffett ajánlata azonban a cég elképesztően megcsappant nettó értékéhez képest is célzottan szerény volt. A partnerek – akik csak néhány héttel korábban még fejenként százmilliós vagyont tudhatlak a magukénak – teljesen lenullázódnának. Mi több, az utcára tennék őket. Amellett, nehogy alkalma nyíljon Meriwethernek alkudozni, Buffett 12.30-ig volt hajlandó várni a válaszra, vagyis nem egészen 1 órányi gondolkodási időt adott. Meriwether átadta a faxot Rickardsnak. „Mit csináljunk ezzel?" – kérdezte.

Meriwether számára az ajánlat különösen keserű pirula lehetett. JM-et bőszítette, hogy a Goldman és az AlG az alap ellen kereskedik – gyakorlatilag segít a padlóra küldeni, mielőtt megpróbálná olcsón megvenni. Ráadásul az üzlettel megismétlődne JM karrierjének központi traumája: elorrozná a cégét és vele az állását Warren Buffett. Mindennek dacára az ajánlatot a partnerek gondosan tanulmányozták. Sicilianót a UBS-től, aki aznap megint a partnerekkel volt, lenyűgözte a tisztességes hozzáállásuk. Első szempontjuk az volt, gondolta Siciliano, hogy olyan tiszta körülményeket teremtsenek, amellyel kivédhető az általános katasztrófa. Buffett ajánlata ezt legalább biztosította volna.

Sajnos Rickards pontatlanságokat fedezett fel az ajánlatban. Hibásan úgy szövegezték, mint az LTCM – az alapkezelő cég – eszközeinek megvásárlására szóló ajánlatot; márpedig az LTCM-et Buffett *nem akarta.*[17] John Mead, a Goldman tanácsadója a Suliivan & Cromwelltől elmagyarázta Rickardsnak, hogy Buffettet valójában csak a portfólió érdekli. A *portfólióban* lévő eszközök – a részvények, a kötvények és így tovább, természetesen bármikor eladhatók voltak. Nem úgy a származékos kontraktusaik, mivel ahhoz a másik oldalon álló üzletfelek hozzájárulása is kellett. Sőt Buffett feltételei közt szerepelt, hogy a portfólió finanszírozása a helyén maradjon. Rickards olvasata szerint Buffettnek a *portfóliócéget* kellett volna megvennie, vagyis a Long-Term Capital Portfóliót, a Kajmán-szigeteki partneri társaságot. Csakhogy az LTCP pusztán a gócpontja volt az eredeti, komplikált finanszírozást gyűjtő struktúrának. Az LTCP-t az általános partner mellett nyolc külön jogi személy birtokolta, és Rickards szerint abszolút eladhatatlan volt az eredeti tulajdonosi szerkezet megváltoztatása nélkül. Ehhez viszont szükség lett volna az összes finanszírozó társaság befekte-

tőinek hozzájárulására. Röviden: Rickards úgy látta, hogy az ajánlat eleve elhibázott, és kiindulópontnak sem alkalmas.

Mindazonáltal úgy vélte, működhetne más formában: ha a Berkshire csoport a jelenlegi struktúra meghagyásával egyszerűen befektetne az alapba. Ekkor Buffett mint a legnagyobb befektető még mindig kirúghatná a partnereket.

Meadnek nem volt joga az ajánlatot megváltoztatni, Buffett pedig bizarrul elérhetetlen volt. Ilyenkor felmerül: vajon mennyire akarhatta az alapot. Azelőtt Buffett egyik erénye volt, hogy egyetlen lapon képes volt összefoglalni egy komplex üzletet. A jelenlegi ajánlata – mindössze öt bekezdés – mindenképpen magán viselte a kézjegyét. A Long-Term számára azonban talán *túl* egyszerű volt és túl diktátum jellegéi; az alap finomabb momentumait nem lehetett beleilleszteni. Ráadásul Kraus, a befektetési bankár, aki Buffettet felvilágosíthatta volna a Long-Term belső struktúrájáról, megmagyarázhatatlanul sötétben tapogatózott, és csúnyán félrevitte az ajánlatot.

Meadnek, a Goldman külső jogi tanácsadójának kevés választása maradt. 12.20-kor Mead közölte Rickardsszal, hogy tekintse az ajánlatot semmisnek. Erre Rickards visszasétált JM irodájába, és azt mondta: „Buffett ajánlata törölve." Meriwether azonnal felhívta McDonough-t, legutolsó esélyét. „Rendben – felelte McDonough –, felhívom a bankokat, de nem tudom, visszajönnek-e."

Később felröppentek olyan vélemények, miszerint a Buffett-féle ajánlatot JM szándékosan szerelte le, mert úgy látta, McDonough-valjobban kiegyezhet. Ez a verzió azonban úgy állítja be JM-et, mintha teljesen átlátta volna a zavaros és gyorsan bonyolódó dráma szálait. Igaz ugyan, hogy Meriwether nem kísérelte meg a jogi problémákat megoldani, és hogy a hasonló komplikációkat rendszerint később egyengetik el, miután az elvi megállapodás

megszületett – csakhogy közben maga Buffett sem mutatkozott éppen rugalmasnak. Szerdán délben JM-nek semmi oka nem volt azt hinni, hogy Buffett belemenne *bármibe,* ami túlmutat a levelében szereplő feltételeken. Talán a kemény kikötések, talán valami halvány személyes bizalmatlanság késztette arra JM-et, hogy a Buffettel való megegyezést ne erőltesse tovább. Annyit viszont JM is tudott: ahhoz, hogy a konzorciumötletnek bármi esélye lehessen, a labdát vissza kell dobni a Fedhez, méghozzá gyorsan.

A bankárok komor hangulatban visszatértek. A Goldman magánszáma eszükbe juttatta, milyen kevéssé is bíznak egymásban. Nem akartak ott lenni, nem voltak érdekeltek a Long-Termben. Purcell, a Morgan Stanley elnöke úgy látta, a *saját bankját* minimális kockázatnak teszi ki a Long-Term összeomlása. Sandy Weill épp most zárta be a saját arbitrázsegységét – ugyan miért mentené meg valaki mását? Weill maga vissza sem tért (Deryck Maugham és Jamie Dimon képviselte). A Credit Suisse First Boston szintén szkeptikus volt. Labrecque a Chase-től azt mondta, beszáll, ha törlesztik a szindikátusi kölcsönt. Allison és Komansky továbbra is kitartott az üzlet mellett, bár a kivitelezhetőségében most már kételkedtek.[18]

A bankárok azon vitatkoztak, mennyire jelent valós veszélyt egy esetleges rendszerösszeomlás, de nem jutottak semmire. Ezjó társalgási téma lehetett volna, de a bankárok nem akartak rá 250 milliót költeni. A Lehman Brothers egyszerűen nem engedhette meg magának. A Wall Streeten a Lehman stabilitásáról is pletykák keringtek, és finanszírozási költségei magasba szöktek. Dick Fuld, a Lehman elnöke nyersen megkérdezte Corzine-tól: a vásárló az ár miatt lépett-e vissza – és ha igen, miért ígérne a konzorcium többet? Corzine közölte, hogy jogi nehézségek támadtak. A bankvezérek keserűen hallgattak; nem tudták, mit higgyenek. McDonough többnyire szótlan maradt.

Allison vette át az irányítást. A számok embere úgy döntött, megszavaztatja a résztvevőket. A Bankers Trust benne volt... Igent mondott a Barclays is.

Minden szem Cayne-re, Spector munkatársának kimagasló alakjára tapadt. A Bear vezérigazgatója azt mondta: „Reggel felhívtuk és tájékoztattuk a többieket, és nem kívánunk a dologban részt venni." A bejelentést halálos csend követte. Aztán a bankvezérek egy emberként követeltek magyarázatot, de ez Cayne-t csak még elszántabbá tette. „A Bearnek már így is épp elég kitettsége van mint klíringelő ügynöknek" – mondta Cayne, majd elhallgatott. A többiek nevetségesnek találták a magyarázatot. A Bearnek volt a maga 500 millió dolláros kitettségével a *legkevesebb* vesztenivalója. „Alapvetően más volt a világszemléletük – mesélte később fanyarul az egyik résztvevő. – Csak a saját érdekeiket voltak hajlandók szem előtt tartani." A bankokat, az egoista kapitalista vállalkozások mintaképeit, hirtelen szolidáris hév öntötte el. Purcell, a Morgan Stanley első embere céklavörös lett, és dühösen füstölgött: *„Elfogadhatatlan,* hogy kihúzza magát egy nagy Wall Street-i cég!"[19] Mintha íratlan szabályt sértett meg volna a Bear. Később még megfizetik az árát – fogadkozott Allison.

McDonough az irodájába kérette a Bear embereit. „Muszáj adniuk *valamilyen* magyarázatot – jegyezte meg McDonough. – Komansky tényleg dühös." Egy pillanat múlva rákvörösen lépett be Komansky. A Merrill főnöke Cayne felé fordult, és kifakadt: „Maga meg mi *a fészkes fenét* művel?" Cayne csodálkozva kérdezte meg: „Elárulná, mióta vagyunk üzlettársak?" Komansky kihívóan összefonta a karját (ahogy azt hajdan Lyndon Johnson elnök tette), míg Spector igyekezett a két férfi közé férkőzni, hogy Cayne-nek ne egyedül kelljen Komansky jó 110 kilójával megbirkózni.

Valami mégis sebet ütött Cayne-en – a halványan felderengő érzés, hogy tisztességtelenné válhat a többi bank sze-

mében. Alkut ajánlott Komanskynak: „Ha most visszamegy abba a terembe, és elmondja: évek óta ismeri a Bear Stearnst, és tudja, hogy tisztességes cég vagyunk; akkor mi ki fogjuk jelenteni: mint klíringelő ügynök nem rendelkezünk semmiféle exkluzív ismerettel, amely elriasztana minket. Egyszerűen nem kívánunk a dologban részt venni." Visszamentek, és mindketten elmondták a szövegüket.

Aztán a Long-Termre terelődött a figyelem. Corzine azt mondta, a partnerek nélkülözhetők: „Nincs szükségünk rájuk, ők hozták a bajt a fejünkre." Valójában senki sem szimpatizált Meriwetherrel, de Allen Wheat, a Credit Suisse First Boston első embere úgy vélte, hiba volna kirúgni. Ha a Wall Street az összes pénzét az alapba fekteti, szükség lesz valakire, aki azt elvezeti. A greenwichi fiúk pedig nyilvánvalóan mindenkinél jobban ismerték a céget.

Corzine azonban ragaszkodott hozzá, hogy a konzorcium teljhatalommal rendelkezzen, beleértve JM és a többi partner elbocsátásának jogát. Ehhez a partnerek mozgásterét szerződésekben kellett korlátozni, és a kereskedési határokat szigorúan kézben kellett tartani. Corzine egyik végletből a másikba esett: előbb JM üzlettársa akart lenni, majd meg akarta béklyózni. De ő legalább mindenki másnáljobban megértette a Long-Term hibáit. A cégben nem érvényesült semmiféle ellenőrzés, senki nem állt a brókerek szintje felett. Leszögezve, hogy a Goldman soha nem fektetne be az elszámoltathatóság biztosítása nélkül, Corzine felhívta Meriwethert, és megkérdezte: hajlandó-e lenyelni a feltételeket, különben a Goldman kiszáll.

A többiek érezték, különös nyomás alatt állhat Corzine. Thaint, a jobbkezét a tanácsteremben is egyfolytában keresték a mobilján. Senki sem hallotta, mit mond, de az arcán látták, hogy gyötrődik. A Goldmant nagy veszteségek érték; a tőzsdére vonulás terve romokban hevert, a tulajdonosok elégedetlenek voltak. Corzine úgy festett, mint aki két tűz közé került.

Corzine mellett a többi bankár is rendre elhagyta a helyiséget. Az európaiak hazatelefonáltak, az amerikaiak irodáikkal egyeztettek. Talán némelyik bankár a brókereinek szólt oda. Kiszivárogtak a tárgyalás részletei.

A Long-Termnél adásszünet volt. Piacai zuhantak, különösen a részvényvolatilitási ügyletek. Az utolsó jegyzés 41 százalékról szólt. Most már alig számított valamit. A cég leállt. Befagyott a kereskedés, végképp elhallgattak a telefonok. Nem volt kit hívni; mindenki a Fed tanácstermében volt, akivel a partnerek az utóbbi hetekben tárgyalni próbáltak.

Az üvegfalú tárgyalóban együtt várakoztak a partnerek. Időnként Allison vagy Corzine felhívta JM-et valami kérdéssel, amiből a partnerek némi haladásra következtethettek. Kívül a Long-Term alkalmazottainak egy csoportja egy tévé képernyője előtt állt, hátha láthatnak valami jelenetet a drámából, amely hetek óta az üvegfal túloldalán zajlik. Délután 3 körül a CNBC meglepő részletességgel számolt be a Fedben történtekről. Haghani kijött, és Reisman, a repofelelős elújságolta: „Ki fogják magukat menteni." Haghani megköszönte a hírt, és továbbment.

A Fed tanácstermében a pénzkérdés került napirendre. Allison első nekifutásra tizenhat bankra számított fejenként 250 millió dollárral. Csakhogy a francia bankok nem voltak hajlandók egyenként 125 millió dollár fölé menni. A Lehman megmakacsolta magát 100 milliónál. A Bear maradt a nullánál. Allison a Salomon Smith Barney-t és a Citicorpot *két* banknak számolta, de a Citi, megelőlegezve a Salomonnal való egyesülését, távol maradt a tanácskozástól. Pílug kijelentette, hogy a Citinek itt kellene lennie, de Deryck Maughan leintette azzal, hogy törődjön a saját dolgával.

Délután 4-kor az egyezség elúszni látszott. Még csak a közelében sem jártak a 4 milliárdnak. Allison nem látott más megoldást, mint hogy 300 millió dollárra emelje a

bankonként kért összeget. Ez kínos pillanatokat okozott Corzine-nak, akinek fel kellett hívnia a Goldman-tulajdonosokat, hogy a beleegyezésüket kérje. Peter Karches, a Morgan Stanley főnöke gúnyosan mosolygott: „Hogy-hogy? Hát nem maga a főnök?" A bankárok arra gyanakodtak, Corzine csak kibúvót keres, de a Goldman vezére teljes mértékben elfogadta, hogy a Wall Street-i nagyoknak be kell dobniuk magukat. A partnerei, akiknek kevesebb történelmi érzékük volt, másként látták a helyzetet. Roszszul voltak a befektetés gondolatától, amikor a Goldman maga is tőkehiánnyal küszködött, és energiáikat amúgy is teljesen lekötötte a belső pártoskodás. Allisonra egy gyötrődő ember benyomását tette Corzine, aki dühös az őt a felelőtlenségével ilyen helyzetbe hozó LTCM-re, de a partnerei részéről rá nehezedő nyomás ellenére is igyekszik helyesen cselekedni. Corzine és Thain sokatmondóan néztek egymásra. Egy ponton Thain letette a telefont, és Corzine fülébe súgott valamit. Corzine gyászos hangon fordult a csoporthoz, és azt mondta: „A partnereim *tényleg* nem akarják a dolgot."

A bizonytalan támogatás ellenére Corzine igent mondott. A 300 millió dollárral beszálló tizenegy bank, plusz a franciák és a Lehman pénzével 3,65 milliárd gyűlt összsze. Ez a Long-Term még meglévő maradék tőkéjével együtt összesen 4 milliárd dollárnyi tőkét jelentett. Hátra volt még a kérdés, hogy ebből mennyit különítsenek el a Long-Term eredeti befektetői részére. Néhányan azt mondták, hogy semennyit, de Allison úgy vélte, hagyni kellene némi anyagi ösztönzést a partnereknek, elvégre a bankok pénzét ők fogják kezelni.

A másik kérdés az volt: milyen hosszú távra fektessenek be. A bankárok gyorsan vissza akarták kapni a pénzüket, de ha a konzorciumban átmeneti képződményt látnának, azonnal tűz alá venné azt a többi bróker. Ahhoz, hogy[1] hiteles lehessen, a konzorciumnak szilárd alapokra

volt szüksége. A bankárok háromfokozatú tervben állapodtak meg: csökkentik az alap kockázati szintjét, visszatermelik az új befektetők tőkéjét, és végül megpróbálnak némi hasznot realizálni. A bankárok mind boldogan kiegyeztek volna már azzal is, ha végül épségben megússzák az egészet.

Délután 5.15-kor Allison felhívta Meriwethert a feltételekkel. A Long-Term kapna 3,65 milliárd dollárt egy új finanszírozó alaptól, amelyet tizennégy bank képvisel. Viszonzásul a bankokra szállna az alap tőkéjének 90 százaléka. A Long-Term jelenlegi befektetői 10 százaléknyi érdekeltséget tarthatnának meg, amely nagyjából 400 millió dollár. Az utóbbiból azonban a partnerek részét teljesen felemésztik az őket és az LTCM-et terhelő adósságok. Röviden: a Long-Termben lévő, egykor 1,9 milliárd dollárt érő befektetésük teljesen elszállt, a zöme mindössze öt hét leforgása alatt. Az új megállapodás részletei még pontosításra szorultak, az azonban világos volt, hogy – legalábbis a következő három évre (a konzorcium tervezett élettartamára) – díjaikat megkurtítják, az ügyviteli és operatív szabadságukat pedig alaposan megnyirbálják.

Komansky szerint a rivális bankok nemesen cselekedtek, bár persze a Meriwetherével együtt saját bőrüket is mentették. A bankok tulajdonképpen annyit tettek, hogy viszonylag *jól kalkulálható* kockázattal fektettek be 300 millió dollárt, ahelyett hogy egy ismeretlen nagyságrendű veszteség lehetőségének tették volna ki magukat. Mindez azt jelezte, a bankárok, végre, elvesztették hazardírozó kedvüket.

Röviddel 7 után a bankárok sajtóközleményt adtak ki a gyülekező riporterek tömegének. A közlemény váratlan irányba terelte az eseményeket azzal, hogy a világ előtt a komplex üzletet teljesen kidolgozottnak tüntette fel, amitől az valójában persze még elég messze állt.

A sajtó természetesen az egészből mindenekelőtt a Federal Reserve szerepét ragadta ki a mentőakció megszervezésében.[20] A másnapi The New York Times szerint a Fed a „túl nagy ahhoz, semhogy veszni hagyjuk" elvét húzta rá egy nagy kockázatú, a tőkéjével spekuláló fedezeti alapra. A Times sztorija – amelyben elsikkadt a tény, hogy egy cent közpénzt sem használtak fel – a Fedet rögtön védekezésre kényszerítette. Sokakban erős aggályokat vetett fel az esetből leszűrhető konklúzió: miszerint a Fed – akár burkoltan is – felelősséget vállal a magánkézben lévő szabályozatlan alapokért. Ahogy a pénzügyminisztérium egyik korábbi tisztviselője máshol megjegyezte: „Mi lenne, ha legközelebb Soros Györgynek támadnának gondjai?"[21] A The Wall Street Journal vezércikkében annak a véleménynek adott hangot, hogy a mentőakcióval a több évtizedes hagyományjegyében magánbefektetőket védtek meg saját hibáik következményeitől – miközben minden efféle lépés arra ösztönzi őket, hogy újabb hibákat kövessenek el.[22]

A mentőakció bejelentését követő napon máris hangosan követelték a Long-Term és általában a fedezeti alapok kormányzati átvilágítását.[23] Mintegy aláhúzva a fedezeti alapok által okozható károkat, a UBS megadóan bejelentette: a Long-Termnél elhelyezett összes befektetését leírja. A „stratégiai kapcsolat", amely Cabiallavetta reményei szerint revitalizálta volna a UBS-t, a banknak végül 700 millió dollárjába került.

A nagy és fényes Long-Term bukásán gonosz kéjjel élcelődtek a kommentátorok, elcsámcsogva szupergazdag brókerein, ezoterikus matematikáján és ünnepelt Nobel-díjasain. A londoni Financial Times megjegyezte: „ha [David] Mullins annyira élvezi, hogy katasztrófahelyzetek megoldásán dolgozhat, akkor most alighanem nagyon boldog lehet."[24] Az általános reakció érthetően az iszonyaté volt: elképesztő, a Fed a Brókerpóker hősének megmentésére siet!

Meriwether személyes sorsa szempontjából szintén viszolygással élhette meg a dolgot. Mindennel, amit a Salomonnál történt botrány óta tett, hírnevét és karrierjét igyekezett helyreállítani – legalábbis a lelke mélyén bizonyára. Most minden erőfeszítése porrá omlott. A nyilvánosságtól mélységesen irtózó Meriwether egyszerre közismert figura lett; az arrogancia, a kapzsiság és a Wall Street-i gátlástalanság elképesztő szintjeit meghódító szimbólum. Hűséges arbitrazsőreivel együtt történelmi összeomlást idézett elő, amely az egész rendszert veszélybe sodorta. Tévéstábok szállták meg Greenwicht, és tévés helikopterek zúgtak a cég egykor csendes irodái fölött. Meriwether megmenekült ugyan a személyes megaláztatástól, de a szeptember olyan volt számára, mint a legrosszabb rémálom. Megőrizte hátborzongató nyugalmát, bár gyanakvásra adott okot, vajon nem a tragédiával szembeni közönye húzódott-e meg mögötte. Egyetlen nyilvános kijelentése egy szóvivőjén keresztül közreadott egymondatos megjegyzés, amelyben szárazan megköszönte a konzorcium tőkéjét.

A konzorcium befektetését azonban még messze nem leheteti befejezett ténynek tekinteni, mivel a bankoknak rendezniük kellett még egy sor kényes pontot. Az utóbbiak közül jó néhány JM-re és partnereire vonatkozott, illetve arra, milyen szorosan ellenőrizzék őket. Egy másik fontos kérdés az alap bizonytalan finanszírozásával volt kapcsolatos: az üzletet a konzorcium arra a feltételre építette, hogy a Long-Term számos hitelezőinek mindegyike lemond biztosítékbehajtási jogáról. A bankok retteglek attól, hogy még a tőkeinjekció után is az alapot romba döntő láncreakciót indíthat el egyetlen esetleges fizetésképtelenség.

Mellesleg mindegyik banknak át kellett világítani – és elég pontosan meg kelleti érteni – az alapot ahhoz, hogy saját igazgatótanácsukat az üzlet elfogadására rávehessék. Aztán pedig, ha ezzel végeztek, össze kellett hozni

egy szerződést. Ráadásul mindezt le kellett bonyolítani hétfőig, szeptember 28-ig, az aláírás tervezett időpontjáig – mindössze öt napon belül. Egy hasonló folyamat rendszerint hónapokig is eltart, de a Long-Term sorsa még mindig egy hajszálon függött. „Őrült versenyfutás volt – mondta Tom Bell, a Simpson Thacher & Bartlett külső tanácsadója. – Nem tudhattuk, lezárhatjuk-e az üzletet, mielőtt teljesen kifutnánk az időből."

Természetes volt, hogy a Merrill jogi cége, a Skadden, Arps képviselte a konzorciumot. A Merrill felajánlotta, hogy beveszik társnak a Suliivan & Cromwellt, de a gyanakvó Goldman nem akarta, hogy jogászai másnak dolgozzanak. Ennek ellenére a Goldman ragaszkodott hozzá, hogy a tárgyalásokon jelen legyen John Mead a Sullivantől. Mindebből érdekes felállás adódott. Míg Milmoe-nak, a megnyerő modorú Skadden-partnernek az egész konzorcium érdekében kellett eljárnia, Mead szigorúan a Goldman nevében tárgyalt. Mead, az őszülő, negyvenhat éves peres ügyvéd lágy, ovális arca és tokája brutálisan kemény stílust leplezett. Mead kezdettől fogva határozott feltételeket diktált, kínosan őrködve, hogy Milmoe a szerződésben maximálisan korlátozza a Long-Term partnereit, és különben védje a konzorcium érdekeit. Mindez a bankoknak kedvezett. A partnerek abban reménykedtek, hogy a tárgyalások útján visszaszerezhetik, amit a piacon elvesztettek. Hihetetlen, de Meriwether és legénysége máris egy új fedezeti alap tervein dolgozott – ez volt az egyetlen út, amelyen a partnerek feltámadást remélve kitörhetlek –, mintha egyszerűen túltehetnék magukat a Long-Termen, mint valami balul sikerült ügyleten.

Időközben az alap kereskedelmi részlegén vihar készülődött Az alkalmazottakon, akiknek szintén mindenük elúszott, gyorsan úrrá lett a keserűség. Most, hogy az alap összeomlott, magyarázatot követeltek, a partnerek pedig továbbra sem voltak hajlandók a jövőről beszélni. Matt

Zames, egy fiatal bróker, aki házasodni készült és elvesztette a befektetését, berontott az egyik partner irodájába: „Senkitől sem kapunk válaszokat!” — panaszkodott. Egy másik alkalmazott egy újságcikket olvasva dühösen ébredt rá, mennyi mindent elhallgatnak a partnerek. Amikor összefutott David Modesttel, az alkalmazott kifakadt: „Már *semmit* nem mondanak nekünk?”

A Skadden pénteken indította el a tárgyalásokat, három nappal a határidő lejárta előtt. A Merrill üléstermében hetven ügyvéd gyűlt össze a bankok képviseletében. A jogászok ráeszméltek, hogy a megállapodás, amelyről tárgyalni jöttek, tulajdonképpen nem létezik; túlságosan sok pont osztotta meg őket. Míg az ügyvédek tárgyaltak, a piacok ismét zuhantak, és a Long-Term tőkéje 400 millió dollárra apadt – 91 százalékára a január 1-jei állapotnak.

Mead feljegyzéseiből kiderül: a bankokat erősen nyugtalanította, hogy a partnerek (és az LTCM) adósságai a mentőakciót megtorpedózhatják. „A Long-Termnek megközelítőleg 122 millió dollárra van szüksége ahhoz, hogy bizonyos tulajdonosai személyes kölcsöneiket visszafizethessék, és hogy az alapkezelő vállalat visszafizethessen 38 millió dollárt – egyebek mellett – a portfóliónak.” Amellett, mint ahogy Mead jegyzeteiből kiolvasható, a bankok még mindig iszonyúan féltették a pénzüket. A J. P. Morgan garanciái akart, hogy a bankok három év után visszakaphatják befektetésüket. A Chase ragaszkodott hozzá, hogy az 500 milliós megújuló hitelt az aláírást követő napon azonnal fizessék vissza. A Bankers Trust és a Deutsche Bank helyet követelt magának az alapot igazgató „felügyelőbizottságban”. A Morgan Stanley közös kasszából való kártalanítást akart, ha bármelyik bankot külön beperelnék, és így tovább. A lista hosszú volt, és minden rendelést teljesíteni kellett hétfőig.

Amiről azonban Mead jegyzetei nem mondanak semmit: ő maga több feltétellel állt elő, mint a többi ügyvéd együttvéve. A Goldman jogásza követelte, hogy JM-et és partnereit fosszák meg a cég mindennapi irányításától, veszítsék el személyes megtámadhatatlanságukat a bíróság előtt, és viseljenek teljes felelősséget. Amellett kikötötte, hogy a Long-Term segítségére siető bankoknak még *a jövőbeli* lépéseikből adódóan se legyenek kötelezettségeik. A királyság megdöntése nem volt elég; Mead ki akarta gördíteni a guillotine-t.

Péntek estére a higgadtabb Milmoe-nak, aki az utóbbi két éjjel alig aludt, sikerült lefektetnie néhány alapvető feltételt. A konzorcium, melyet az „Oversight Partner I" (I. Felügyelő Partner) névre keresztelnének, három évre fektetné be a pénzét. A partnerek díját megnyirbálnák, és az LTCM, az alapkezelő cég felét a konzorcium 1 dollárért megvásárolná.

Az alap napi irányítása Meriwether és partnerei kezében maradna, de jelentési kötelezettséggel tartoznának a félügyelőbizottságnak. Az utóbbi testület tagjai saját bankjukkal minden közvetlen kapcsolatot megszakítva Greenwichben dolgoznának. A legfőbb hatalmat a bankok delegáltjaiból összeálló igazgatótanács gyakorolná.

A partnerekhez szombat délelőtt juttatták el a szerződés másolatát. Azonnal fellázadtak. Nem egyéb, mint felhívás az önként vállalt rabszolgaságra – morogták –, megfosztotta őket a jutalmaktól, az anyagi ösztönzéstől és attól, hogy szabadon újrakezdhessék. A szupergazdagok életéhez szokott partnerek nem tudták elképzelni, hogy fizetésért dolgozzanak, pláne pusztán évi 250 ezer dollárért! Olyan sokáig éltek burokban, hogy elfelejtették, mi sodorta őket ilyen helyzetbe – saját vészesen fenyegető csődjük. Szerdán JM még „kedvezően nyilatkozott"; szombatra a csapat nem volt hajlandó aláírni. Semmit nem nyertek volna vele.

Fellángoló ingerültségük veszélyt jelentett. A partnerek aláírása nélkül a konzorcium nem kívánt befektetni, márpedig már nyilvánosan elkötelezte magát az üzlet lebonyolítása melleit. Velük ellentétben a partnerek keveset veszthettek. Az alapot bármikor hagyhatják felrobbanni – állapították meg egymás közt –, a személyi csőd fedezékébe vonulhatnak, és még mindig hét számjegyű állásokat találhatnának a Wall Streeten. Rickardsnak sikerült lehűteni őket: megígérte, hogy végleges formájában a szerződés előnyösebb lesz. A partnerek egy csoportja felkerekedett a Skadden, Arps irodájába.

A nagy presztízsű belvárosi ügyvédi iroda ajogászok és bankárok várható rohamára lelkészülve két nagy tárgyalótermet és egy sor magánszobát különített el a harmincharmadik emeleten. Szombat délelőtt már száznegyven jogász nyüzsgött pokoli zűrzavarban a cég irodái közt futkosva, azon igyekezve, hogy a fedezeti alap bénítóan komplex eszközein, adósságain, szerkezetén és alapkezelő cégén fogást találjanak.

A Skadden jogászai a banki ügyvédek kérdéseit a konferenciateremben hallgatták meg, egy kongó, hat méter magas tárgyalóban, amelyet hamar elkereszteltek az „ügyvédek termének". Milmoe, aki a tárgyalást vezette, felszólította a többieket: „Várom a kérdéseiket, ne kíméljenek." Nem kímélték.

Milmoe nem volt könnyű helyzetben. A Merrill – a konzorcium de facto vezetője – úgy érezte, muszáj határidőre befejeznie, ami nem éppen a legerősebb alkupozícióba állította. Hetvenkét órán belül le kellett tennie az asztalra egy olyan szerződési, amely egyaránt elfogadható a tizennégy bank *és* az összes partner részére. így aztán óhatatlanul kompromisszumokat kellett kidolgoznia. Ahogy előrehaladtak, a bankoknak egyre inkább az az érzésük támadt, hogy Milmoe túlságosan engedékeny a

greenwichiekkel szemben. Egy ponton a konszenzusra törekvő Milmoe azt találta mondani: „Szeretném az LTCM igényeit is érvényesíteni."

Mead felcsattant: „Igényeit? Hogy lehetnének igényeik? Hétfőn csődbe fognak menni!" Bár Mead a maga irritáló stílusával megnehezítette Milmoe dolgát, de a konzorcium javára váll azzal, hogy Milmoe-t keményebb kézzel való tárgyalásra késztette.

Meriwether, Haghani, Rosenfeld, Leahy, Shustak és Rickards délben jelentek meg a Skaddennél. A partnerek, akiknek az előcsarnokban bősz bankárok sora mellett kellett elhaladniuk, tisztelettudóan és bűnbánóan viselkedtek, és hálás szavakat mormogtak. Sokat elárult a megfordult helyzetről, hogy a korábban hanyag arbitrazsőrök elegáns öltönyt viseltek, míg a bankárok és ügyvédek ingujjra vetkőztek. A második tárgyalóba kísérték a megszeppent partnereket – az átvilágító, azaz „due diligance" terembe –, ahol a bankárok kérdésekkel bombázták őket. Ezek többnyire a tényfeltárást szolgálták: a bankok nem voltak hajlandók aláírni, míg az alapot jobban meg nem értik. Az egykor teljes titkolózásba burkolózó partnerek szokatlanul készségesen álltak a bankok rendelkezésére, mintha valami rég eltemetett kincset akartak volna végre előásni. Késő délután távoztak.

Ekkor már *valóban* kezdtek kifutni az időből, és a legtöbb nagy kérdés még mindig megoldásra várt. Mead követelte, hogy a Long-Term partnerei vállaljanak személyes garanciát lépéseikéit, és a friss pénzt (a bankokét) mentesíteni kívánta az esetleges peres követelésektől. Amellett Meadnek nem tetszett a partnerek vállalaton belüli kölcsöne; elvárta, hogy visszafizessék.

A partnereknek is voltak elvárásaik. Ragaszkodtak hozzá, hogy a megmaradt régi pénzből egy keveset különítsenek el a peres úton benyújtott igényekre, és nem akarták, hogy a bankárok Greenwichből felügyeljék őket.

A partnerek amellett mereven visszautasították a kitételt, miszerint az összes partnernek maradnia kell három évig, különben elveszítik jogaikat.

Közben a bankároknak tenniük kellett *valamit* az LTCM-mel, az alapkezelő céggel, amely továbbra is fizetésképtelen volt. A Goldman, amely még mindig ellenezte, hogy a terheket átvállalják a partnerektől, javasolta, egyszerűen számolják fel a céget. Csakhogy az LTCM pénzzel tartozott a Chase-nek – méghozzá rengeteggel –, így aztán a Goldman leleményes ötlete a Chase-t is elgáncsolta volna. Pflugnál elszakadt a cérna. „Kiszállunk!" – mondta hirtelen. Tom Davis, a Merrill bankára sietve felhívta Allisont, és közölte, széthullóban van az üzlet.[25] Bármelyik pillanatban felrobbanthatott a bomba.

Érezve, hogy sok a függőben lévő kérdés és kevés az idő, a Merrill vészforgatókönyvet készített. A bank fizetési felszólításokat írt alá a Long-Termmel kötött reposzerződéseire és sebtében elküldte azokat a Kajmán-szigetekre, hogy bármikor azonnal átadhassák a Long-Term helyi ügynökének. Feltételezték: ha a Long-Term elmerül, más fedezeti alapok is vele süllyednek. Hogy azután mi történne, arról a Merrillnek csak sejtelmei lehettek, annyit azonban tudott, hogy ha kitör a pánik, eltűnnek a befektetni vágyó ügyfelek – márpedig ügyfelek nélkül egyetlen brókerház sem húzhatja sokáig. Bármilyen erős is volt a Merrill, megrémült a következményektől.

Szombat délután Joseph Flom, a Skadden névadó partnere felhívta Milmoe-t, és megkérdezte, hogy haladnak a dolgok. Flomot kihozta a sodrából, amit hallott: „Ez az első eset, hogy egyetlen ügy hazavághatja a kapcsolatunkat az üzletfeleink háromnegyedével – jegyezte meg Flom. – Szóval el ne cseszd!"

Ajogászok, beleértve azt a huszonötöt, akiket a Skadden állított az ügyre, lassan elszállingóztak a közeli szállodákba, hátrahagyva a félig elfogyasztott szendvicsek és

használt papírpoharak halmait és az állott kávét – a jogászmaratonok elmaradhatatlan kísérőit. Milmoe tovább dolgozott. Ceruzával javította a dokumentumot, míg az ügyvédek fogyatkozó társasága mögötte állva mormogta ajavasolt módosításokat. A nyomtató, mint valami álmatlan macska, szakadatlanul dorombolt. Valamivel hajnali 4 után Milmoe Flom még mindig fejében kongó intelmével – amelyben főnöke az üzlet megmentésére buzdította – lerogyott irodájában a szürke pamlagra, és elnyomta az álom.

Vasárnap reggel Allison átsietett a Skaddenhez. A két nagy konferenciaterem közti kis szobában ütött tábort – ez lett „a bankárok szobája". 10 óra környékére a bankárok a zsúfolt kerek asztal körül szorongtak. Allison itt próbálta a mentőakciót újra megmenteni.

A partnerek szintén visszatértek. Meriwether és még néhányan együtt foglaltak helyet az egyik konferenciateremben, Hilibrand azonban félrehúzódott saját ügyvédjével. Hilibrand, aki tehetetlenül úszott az adósságban, fontolóra vette, vajon nem volna-e jobb az egész mentőakciót faképnél hagyni, csődvédelmet kérni saját magának, és maga mögött hagyni az adósságait. Ezzel persze magával rántaná az alapot is. *Utánam az özönvíz.*

Hilibrand különútja ráébresztette a bankárokat, menynyire kelletlenül jöttek el. Viszolyogtak a gondolattól, hogy pénzükkel személyesen a partnereken segítsenek. Egyedül a félelem tartotta őket az üzletben. Allison úgy vélte, rosszabb lenne a piacoknak – sokkal rosszabb ha a Long-Term most, miután az üzletet bejelentették, elbukna. Sőt a Merrill hírneve forgott kockán. Mellesleg a Long-Term ügyvédei pontosan *tudták,* Allison milyen görcsösen akarja az üzletet; mesterien bújócskáztak. „A konzorcium azt mondta: »rajtunk kívül nincs más alternatívájuk«

– meséli Bell, a Long-Term ügyvédje. – Mi pedig azt mondtuk: *»önöknek* nincs *rajtunk* kívül.«" Bár ritkán derül rá fény, a hitelező is lekötelezettje a hitelfelvevőnek.

A vasárnap nagy részét a bankárok azzal töltötték – William Harrison, a Chase alelnöke vezetésével, aki Connecticutból Pfluggal együtt ment Greenwichbe –, hogy a Long-Term hitelezőitől és brókereitől megpróbálják begyűjteni a szükséges lemondó nyilatkozatokat. A legnehezebb dolguk a Nomurával, a Republic Bankkal és az olasz állami devizaügynökséggel volt, amelyek hiteleztek a Long-Termnek. A bankárok semmiképp sem voltak hajlandók addig továbblépni, amíg mindhárom említett cég le nem mond a jogáról, hogy kikényszerítsék hiteleik azonnali visszafizetését.

Aztán ott volt még a Crédit Lyonnais, amely bejelentette, hogy visszahívja az LTCM-nek nyújtott 50 millió dolláros kölcsönét. Richard Dunn, a Merrill menedzsere felhívta a bank egyik rangidős igazgatóját Párizsban – ahol máivasárnap éjjel volt –, és a bankvilágban egészen szokatlan módon valósággal könyörgött az együttműködésükért. Hiába. A nyugati világ felőlük a feje tetejére is állhat, de a franciák a pénzüket akarták. A Chase-nek ismét le kellett nyelnie büszkeségét az alapkezelő cég megmentése érdekében. Az LTCM-nek – veszteségei ellenére – 104 millió dollárnyi rendezetlen követelése volt üzletfeleivel szemben. A Chase hozzájárult, hogy a pénzt az LTCM egyéb adósságainak kifizetésére használják fel, beleértve a Credit Lyonnais kölcsönét és a vállalaton belüli hitelt. A Chase-nek magával kell hurcolnia az értéktelen LTCM 108 millió dolláros tartozását a jövőbe.

A kétségtelenül önzetlen lépés megmenthette volna a napot, de a Goldmannek ez nem volt elég. Vasárnap kora reggel a Goldman bombát robbantott. Robert Katz, a Goldman házon belüli ügyvédje bejelentette: a Gold-

man kilép a konzorciumból, ha a Chase nem áll el az 500 millió dolláros szindikátusi kölcsön visszakövetelésének jogától. A Goldman nem látta értelmét friss pénzt pumpálni a portfólióba, ha azt a Chase kiszippanthatja. Elvégre nem a Chase-t, hanem a Long-Termet akarták megmenteni. Ez a gondolat bogarat ültetett jó néhány bankár fülébe, akik jellemzően örültek a Goldman keménykedésének.

Pflug elképedt – elege volt abból, hogy mindig ő legyen engedményeket. Bár a Goldman céljával a többi bankár rokonszenvezett, ők is megdöbbentek, hogy a bank képes az egész ügyletet kockára tenni. Russo, a Lehman ügyvédje Katzhoz fordult, és azt mondta: „Csak blöfföl." Katz csak mosolygott. A Chase csapata egyértelművé tette, hogy *felállhatnak.* Abban a pillanatban, emlékezett később Katz, „nem volt semmiféle üzlet". Este 7 óra volt.

Corzine – aki a hétvégét a Long Island-i tengerparti álomotthonában töltötte – ekkor telefonált be mobiljáról a tárgyalóba. Amikor megerősítette, hogy a Goldman nem fektet be, csak ha a Chase bent hagyja a pénzét, a sodrából lassan kijövő Pflug felcsatlant: „Jon – kezdte –, sajnos ezt nem lehet udvariasan mondani: dugja föl magának az egészet a Goldman!" Corzine a Long Island-i gyorsforgalmin épp egy dugóban ragadt, nem vette a szívére; megszokta már üzletfelei dühkitörések, akik újra kezdtek a konzorciumból kihátrálni.

Miután Corzine-nal egyeztetett, Katz lemondóan jelentette be: „Ma éjjel már nem lesz döntés." Szóval a Goldman szintén kiugrott. Katz közölte: a Goldman ügyvivői testülete hétfő reggel 6.30-kor ülésezik, és akkor határoz az ügyben. Most Steve Black, a Salomon Smith Barney menedzsere fakadt ki. *Egyedül* arra pályázik a Goldman, dühöngött, hogy még tizenkét órányi időt nyerjen Japánban a kereskedésre. „Hát nem!"

A konzorciumnak ironikus módon nem a partnerekkel, hanem egymással akadt a legtöbb problémája. Frank Nevvman, a Bankers Trust elnöke otthagyta a tárgyalást, mert dühítette, hogy a Goldman, a Merrill és a Chase kizárták a különféle mellékutas egyeztetésekből. Amellett az adott helyzetben különösen rút egymás elé kerülés, amely soha nem szűnt meg teljesen, a legroszszabb pillanatban harapózott el ismét. Sandy Weill felhívta Allisont. A Travelers elnökét felháborították a jelentések, miszerint a Goldman ismét az alap ellen kereskedik. Allison félrehúzta Katzot, majd Corzine-nal is beszélt telefonon. A vádakat a Goldman mindkét vezetője tagadta. Allison közölte Katzcal: „Ha egyikünk kiszáll, szétesik az üzlet. Tényleg azt akarják, hogy ilyesmin csússzon el minden?"

Allison nem hitte, hogy Corzine blöfföl; Corzine partnerei egyszerűen megmakacsolták magukat. Allison intuitív módon ráérzett, hogyan köthetne a *két* egyszerre visszakozó bankkal alkut: a Goldman újra belépne, ha a Chase elfogadná a feltételét – vélelmezte Allison. Valakinek ismét le kellett kenyerezni a Goldman rossz fiúit. Harrison és Pflug nem látva más megoldást, a Chase végül engedett: az alapnál maradhat az 500 millió. Corzine néhány partnerét felhívva kikérte a véleményüket, és úgy döntött – talán kissé elhamarkodottan –, élvezi a bizalmukat. Este 9 körül a Goldman visszatért a konzorciumba.

A bankároknak azonban ahhoz, hogy továbblépjenek, a Nomura, a Republic és az olaszok lemondó nyilatkozatán túl *még mindig* szükségük volt a Chase huszonhárom szindikátusi partnerének hasonló nyilatkozatára. Amellett a francia Paribas bank, a konzorcium egyik befektetője még nem adta meg végső hozzájárulását. Allison végigkérdezte a szobát, kinek van a maga bankjánál kapcsolata a Paribas-val, aztán felhívott mindenkit, akit még ébren érhetett. Allison valamivel éjfél után elment.

Greenwichben Rickards elkeseredetten tárgyalt telefonon a Skaddennel. Egy ponton Haghani kirohant a konferenciateremből, és mint aki hallucinál, kifakadt: „Ne feledjétek – ezt a kicsikét egyszer még visszaveszszük!" *Visszavenni? Ugyan miből?* – kérdezhette magában Rickards. Valamivel éjfél után az ügyvédnek sikerült a konzorcium beleegyezését kicsikarni a partnerek prémiumai ügyében. 3 órakor aztán Rickards hazament. Az elvarratlan szálak ellenére az ügyvédek úgy számoltak, hétfőn 10-ig lezárhatják az ügyet.

Csakhogy a Fleet, a Republic és a kanadai Bank Nova Scotia nem írta alá a lemondási nyilatkozatukat. William Rhodes, a Citibank alelnöke baráti viszonyt ápolt néhánynyal az elzárkózók közül, és Harrisonnal együtt azzal töltötte a hétfőt, hogy kicsikarja beleegyezésüket: *muszáj* volt még hétfőn lezárniuk az ügyet.

A Skaddennél a bankárok áthurcolkodtak az egyik tanácsterembe, míg a partnereket a másikban kvártélyozták el, amelynek nyugalmáról az ajtóban álló biztonsági őr gondoskodott. Allison a két terem közt ingázott, rendszeresen félrevonta Meriwethert, hogy a partnerei hozzáállásáról tájékozódjon. Haghani a folyosón belebotlott Blackbe, a Salomon Smith Barney elnökébe, és így panaszkodott: „Hihetetlen, hogy ez történik velünk." Haghani úgy érezte, az ügyleteik szárnyalni fognak – és most az egész hasznot a partnerek helyett a bankok seprik be. Black sajnálta Haghanit.[26]

Meriwether 11 körül követséget küldött át Allisonhoz, bocsánatot kérve az összes partner nevében, amiért ekkora bajt okoztak, és üzenve, hogy segíteni kívánnak a konzorciumnak. Csakhogy a partnerek még mindig megosztottak voltak.[27] Többségük meg akart egyezni – belefáradtak a huzakodásba, és véget akartak vetni a traumának. Hilibrand viszont ellenszegült.

Közben az alap újra vesztett. A bankárok árgus szemmel figyelték a Beart azon tanakodva: a Long-Term vajon kibírja-e még talpon a hétfőt. Az idegölő várakozás közben a Goldman Sachs meghajolt az elkerülhetetlen előtt, és lemondta a betervezett tőzsdére vonulást. Mindez duplán baljóslatú volt Corzine-ra nézve, aki elkötelezte magát egy 300 millió dolláros befektetés mellett, de közben nem tudott tőkét szerezni a saját cégének.

Aztán Frank Newman, a Bankers Trust elnöke – aki duzzogott, mert a bankárok belső köréből kizárták – bedobta a törülközőt. Meglepetésszerűen bejelentette, hogy kilép a konzorciumból. Hétfő volt, délután 3 óra.

Allisonnak most Newmannel kellett zöldágra vergődnie. Lassan kifogyott a felkínálható engedményekből, de előhúzott még egyet: helyet a Bankers Trustnak a felügyelőbizottságban. Newman nagyot nyelt, és visszatért az üzletbe.

Délután 5-kor a konzorcium jóváhagyta, hogy a partnerek „a régi pénzhez" folyamodhatnak az esetleges peres ügyeik rendezésekor. 5.30-kor hozzájárult, hogy a később esetlegesen elbocsátott partnerek ne veszítsék el tőkéjüket – hasonlóan az önként távozókhoz. Meriwether még mindig nem volt teljesen elégedett, és megjegyezte: „A fiúk nem írnak alá, amíg világosan nincs tisztázva, hogy kiléphetünk, és új alapot nyithatunk." Ez volt a céljuk, szabadulni a Long-Termtől.

Allison – aki tudta, hogy a bankok soha nem fektetnének be 3,65 milliárd dollárt, ha a partnerek a távozáson törik a fejüket – félrehúzta JM-et, és elmagyarázta: ilyesmit nem tudna írásba foglaltatni. Muszáj az összes partnernek elköteleznie magát három évre; a piacok nem hisznek majd az új konzorciumban, ha az nem tervez valóban „hosszú távra". Idővel azonban, előlegezte meg Allison, a

partnerek talán szabadon távozhatnak. JM mindezt ígéretnek vette – kialkudott mindent, amit kialkudhatott.

A bankok nyilatkozatai mind befutottak, és a Federal Reserve-öt figyelmeztették: tartsa nyitva az elektronikus fizetési csatornákat a szokásos délután 6.30-as záráson túl is. A Fed tizennégy banktól összesen 3,65 milliárd dollárt várt.

A partnerek készek voltak megegyezni. Egy csomóban ácsorogtak a terem egyik távoli szegletében; úgy tűnt, a hatalmas tér eltörpíti a megszégyenült arbitrazsőröket. Hilibrand az ügyvédeken kívül mindenki más számára reménytelenül olvashatatlan szerződést tanulmányozta. A margók zsúfolva voltak ceruzával beszúrt javításokkal, áthúzott mondatokkal és le-fel mutató nyilakkal, mintha a dokumentum az utóbbi napok zűrzavarának vizuális lenyomata volna. Kickards és még pár ügyvéd megpróbálta elmagyarázni Hilibrandnek, de ő nem hallotta őket, saját szemével akarta elolvasni, miközben alig látott a könnyeitől. Nem írja alá – nyöszörgött – a saját halálos ítéletét, akkor inkább a csőd, semhogy fizetett szolgája legyen valakinek szemernyi remény nélkül, hogy kiássa magát a sírból. Meriwether félrevonta, beszélt neki a csoportról és arról, hogy mind aláírnák, de nélküle nem megy. Hilibrand viszont, aki soha nem közösködött senkivel – egykor még az ellen is fellázadt, hogy cége büféjének fenntartásába beszálljon –, most pedig képtelen volt fizetni adósságait, makacsul nemet mondott. Aztán Allison beszélt vele, elmondva, hogy csak a rendszerbe vetett közbizalmat kívánják helyreállítani, nem pedig őt vagy bárki mást elpusztítani. JM még egyszer megkérte: „Larry, légy szíves, hallgass Herbre." Akkor végre Hilibrand is aláírta a szerződést, és a tizennégy bank konzorciuma átvette az alapot.

Epilógus

„Mindennek eredményeként olyan önerősítő, lefelé menő spirál alakult ki, amely következtében a piaci pozíciók értékei váratlan mélységekbe zuhantak, jóval azon szintek alá, amelyek a kockázatkezelési tervekben és válságforgatókönyvekben szerepeltek."

Az LTCM bizalmas belső jelentése, 1999. január

A Long-Term bukása a partnerek számára tragédia volt. Olthatatlan mohóságukban csak néhány hónappal korábban fizették ki a külső befektetőket, s így gyakorlatilag egyedül az ő nyakukba zúdult a bukás minden terhe. A Wall Street varázslói összesen 1,9 milliárd dollárt vesztettek. Larry Hilibrand – a legmagabiztosabb bróker, aki nemrég még közel félmilliárd dollárnyi vagyont mondhatott magáénak – hirtelen arra ébredt, hogy mindenét elvesztette. Kénytelen volt felesége, Deborah pénzéből élni, és könyörögnie kellett a Crédit Lyonnaisnek, hogy óvja meg a személyes csőd szégyenétől, míg megkísérli ledolgozni letaglózó 24 millió dolláros adósságát. A többi partner zöme vagyonának 90 százalékát vagy még nagyobb részét elvesztette – vagyis mindent, amit az alapba befektetett. Hála a Federal Reserve által szorgalmazott és Herb Allison által levezényelt zökkenőmentes kivásárlásnak, a legtöbb partner még mindig messze gazdagabb maradt az átlagos amerikainál. A pénzügyi világ csúcsa díjazza a sikert, de a huszadik század alkonyán furcsa-

mód a kudarcot is védelmébe vette. A partnerek (beleértve Hilibrandet) megtarthatták elegáns otthonaikat, bár a szupergazdagok világában töltött napjaiknak leáldozott. Mivel soha nem szórták két kézzel a pénzt, sokkal inkább szenvedtek attól, hogy a nyilvánosság szemében gigászi veszteségük a közveszélyességig felelőtlen spekulánsoknak bélyegezte őket, és lerombolták hírnevüket Wall Street-i kollégáik körében. Az erkölcsi botrány azonban elmaradt. A pénz odalett, de tisztességesen vesztették el.

Eric Rosenfeld, a Long-Term menedzsere ládaszám árverezte el hőn szeretett borgyűjteményét – egy részét Conrad Voldstad vásárolta fel a Merrill Lynchtől, aki mint a felügyelőbizottság tagja Rosenfeld portfólióját is örökölte. Ami talán még rosszabb, Rosenfeldnek együtt kellett élnie a tudattal, hogy felesége rokonai, akik messze nem voltak gazdagnak mondhatók, miatta szenvedtek veszteségeket. Mindenek dacára emelt fejjel viselte a megrázkódtatásokat. Amikor Bill McIntosh, korábbi kollégája a Salomon Brothersnél felhívta és megkérdezte, tehet-e valamit érte, Rosenfeld fanyarul annyit felelt: „Csak küldj egy kis pénzt!”

Más partnerek megkeseredtek és bosszút esküdtek. Haghanit, a sztárbrókert kísértette az alap gyors és brutális leégése, amelyhez oly nagy részben járult hozzá ő maga azzal, hogy lankadatlanul ragaszkodott hozzá, hogy mindent feltegyenek egy-egy ügyletre. „Személyes tragédia – jegyezte meg a szenvedélyes Haghani egyik barátja. – Nap mint nap vele van, nem tudja lerázni soha.”

Az alap bukásával országszerte széles körben foglalkozott a sajtó, és gyakorlatilag senki sem szimpatizált a partnerekkel. A Time „A legbriliánsabb vesztesek”-nek nevezte őket, és „döbbenettel vegyült közbotrányról” beszélt. A szalagcímírókat szertelen tobzódásra késztették a bukott partnerek. „Olyan gazdagok, hogy elment az eszük” – gúnyolódott a San Francisco Chronicle. Merton

otthoni lapja, a The Boston Globe a „Gyors (és gyanús) megoldás egy Long-Term problémára” címmel robbantott. A sajtó óhatatlanul a Fed nyílt elfogultságát emelte ki, amiért segédkezett a Wall Street-i mogulok megmenlésében. Philadelphiában az Inquirer egyenesen megkérdezte: „Ha egy fedezeti alap elbukik, minden befektető szenved – vajon igazságos ez?”, míg a The Miami Herald's a „Mennél gazdagabbak, annál puhábbra esnek” című cikkében elkényeztetett gazdag kölyköknek titulálta a partnereket.[1]

Mertont ennél sokkal jobban sértette az a folt, amelyet a Long-Term hibája a modern pénzügy rendszerén és saját rendkívüli tudományos hírnevén ejtett. Bár hallgatólagosan elismerte, hogy kudarcot vallottak a modellek, kitartott amellett, hogy a megoldás az egyre csiszoltabb és kifinomultabb modellek készítésében rejlik.[2] Meg sem fordult a fejében, hogy *bármilyen* matematikai modell alkalmazásával kivédhetetlen veszélyek járnak.

Merton díjtársa, Myron Scholes a mentőakció után egy héttel újra megnősült. Menyasszonyát, egy San Franciscó-i ügyvédnőt az elegáns New York-i Pierre Hotelben vezette oltár elé. A katasztrófa jelei még Scholes esküvőjét sem kímélték. Meriwether és Rosenfeld folyton kirohangált telefonálni, míg Merton Miller finoman azzal dorgálta Scholest, hogy most már saját bőrén tapasztalhatta, milyen veszélyes a piacok letarolásával próbálkozni.[3] A mindig eleven Scholes legalább nem vesztette el humorérzékét. A Nobel-díjas szárazon bejelentette az ünneplők előtt, hogy a felesége nem veszi fel az ő nevét, hanem majd ő veszi fel a feleségéét.

Ami JM-et illeti, érzéseit soha nem fedte fel nyilvánosan, és nem sokat beszélt az „extrém eseményről” – ahogyan maga az alap hivatkozott az összeomlásra. A reflektorfénytől irtózó és az ajtaján kopogtató riporterektől rettegő Meriwether[4] személyes tragédiájára úgy reagált, mint

nagyon kevesen a média abszolút nyilvánossága uralta világunkban: tökéletes hallgatással. Persze, mint ahogy Allisonnak is elmondta, sajnálta a történteket. Talán elmerengett azon, hogyan válhatott a telhetetlenség és gátlástalan spekuláció szimbólumává azok után, hogy egy életen át kínos óvatossággal keverte a lapokat a piacon, és kerülte a rivaldafényt. Sokkal inkább rá vallana azonban, ha egyszerűen kiűzte volna a fejéből a katasztrófát. A Long-Term rossz ügylet volt; lesznek helyette újak.

Szeptember 29-én, kedden, a mentőakció másnapján a Federal Reserve kamatcsökkentéstjelentett be. Csakhogy a Fed lépése nem hozott megkönnyebbülést a Long-Termnek és az új tulajdonosoknak. Alig írták alá a szerződéseket, az Egyesült Államokban a swapkamatrések 96,5 pontra szélesedtek, Nagy-Britanniában pedig 120 pontra szöktek. A Royal Dutch, illetve-Shell részvények árfolyama közti spread 22 százalékosra ugrott – pedig alig 8 százalékon állt, amikor a Long-Term az ügyletbe belépett. A kétféle Volkswagen-részvény – amelyekbe a Long-Term 40 százalékos árfolyamkülönbségen fektetett be – több mint 60 százalékra feszült szét.

A friss 3,65 milliárddal feltőkésített Long-Term tovább esett, mint az ejtőernyős, aki hiába rántja meg a kioldó zsinórt, mégis tovább zuhan. A konzorcium az első két hétben 750 millió dollárt vesztett. Újra megtörtént. A konzorcium számára lehető legrémesebb forgatókönyv vált valóra.

Október közepére úgy tűnt, az egész Wall Street elkapta a Long-Term-féle kórt. A Merrill Lynch, a Bankers Trust, a UBS, a Credit Suisse First Boston, a Goldman Sachs és a Salomon Smith Barney – az új konzorcium tengelyét alkotó bankok – sorrajelentettek be a greenwichiekéhez hasonló veszteségeket. A bankok részvényei zuhantak, jelezve a Long-Term megmentésére siető intézményeket

érintő általános bizalomvesztést. A mentőakció utáni első pillanatokban a befektetők megrettenve ismerték fel, milyen felelőtlenül finanszírozza a Wall Street a fedezeti alapokat. A bankok sorra visszanyesték kitettségüket ezekkel a kártékony képződményekkel szemben – amelyek egykor a Wall Street irigyelt kasztját alkották, míg most páriasorba süllyedtek.

Az utóbbi – ugyan valóban tetemes – kitettségek azonban nem voltak olyan vészesek, mint ahogy azt a vészharangot megkongató kommentátorok hirdették. Nem ketyegett egy „második Long-Term bomba". Ennek ellenére persze a Long-Term (és más fedezeti alapok) bomlasztó hatással voltak a Wall Streetre. A bankok mm tudtak ellenállni az alapok mesés profitjainak – ha mégoly tünékenynek is látszottak. Fürödtek a tőkében, és lélekszakadva állították fel saját hasonló, a fedezeti alapok legkülönfélébb stratégiáit utánzó kereskedési részlegeiket. A Long-Term bukásának mellékhatásaként a bankok szintén veszteségeket szenvedtek a kötvényarbitrázsban, Oroszországban és a származékos részvényügyletekben. A bankok „kitettségének" valódi oka az volt, hogy a sikerek látványa vágyat ébresztett bennük az utánzásra.

A Merrill Lynch-részvények árfolyama pusztán három hónap leforgása alatt kétharmadával zuhant – nem olyan elsöprő és nyilván nem olyan visszafordíthatatlan veszteség, mint a Long-Term 92 százalékos zuhanása a mennyből a pokolba, de azért megrázó. Komansky és Allison ugyan büszkén óvta cégét a saját számlás kereskedés buktatóitól, csakhogy ennek dacára kötvénykereskedői kis híján egymilliárd dollárt vesztettek. Attól tartva, hogy a Merrill saját hitelbesorolásán is csorba eshet, a cég Allison vezérletével hirtelen elbocsátotta 3500 alkalmazottját, nagyrészt a kötvényosztályról. Október közepére már nem csak a Long-Term roppant meg újra, de a Wall Street-i vezető bankok is bajba kerültek.

Ekkor Alan Greenspan úgy érezte, eleget látott. Október 15-én ismét csökkentette a kamatlábakat, jelezve, hogy addig kíván újra élni ezzel az eszközzel, míg vissza nem áll a rendszer likviditása. A Wall Street magához tért, és csökkentek a kamatrések. Hónapok óta első ízben folyamatos nyereséget produkáltak a kötvényarbitrazsőrök. Greenwichben megfordult a portfólió. Az előbb nyomasztó, majd elképesztő, aztán letaglózó és végül megsemmisítő hat hónap után a Long-Term – amely április óta példátlan módon 5 milliárd dollárt vesztett – végre feléledt. A vihar elült.*

A katasztrófa hatásai sokakat érintettek, de – ahogy az már lenni szokott – eltérő mértékben sújtották a Long-Term különféle befektetőit, alkalmazottait, üzleti partnereit és Wall Street-i barátait. Herb Allisont – aki mindenkinél többet telt az alap megmentéséért – a Merrill elszánt költségcsökkentési programjában betöltött szerepe miatt a cégen belülről hamarosan heves támadások érték. Amikor elmúlt a krízis, és a pánik emlékei elhalványodtak, Allisont a helyzet túlreagálásával vádolták. Miután világosan kiderült számára, nem számíthat elég támogatásra ahhoz, hogy Komansky utódja lehessen, lemondott, és csatlakozott John McCain szenátor elnöki kampányának stábjához. A Merrill veszteségei miatt a bank kockázatmenedzserén, Daniel Napolin csattant az ostor. Leváltása után határozatlan időre szabadságra ment.

A Goldmannél Jon Corzine valamivel tovább folytatta viharos románcát a Long-Termmel. A Goldman tudatta, hogy Warren Buffett megfelelő áron még mindig pályázik

* 2000-ben – mintegy a Long-Term bukásának visszhangjaként – Soros és a Tiger Management bénító veszteségeket szenvedett; olyannyira, hogy a Tiger arra kényszerült, hogy portfóliója egy részét felszámolja – *a szerző.*

az alapra. Corzine felhívta Alvalíd herceget, és a szaúdiak egy esetleges újabb kivásárlási ajánlattétel iránti hajlandóságáról puhatolózott. Október végére azonban az alap stabilizálódott, és a konzorcium már nem szorult rá a Goldman vándorbefektetőire.

A Goldman feltámasztotta részvénykibocsátási terveit, és 1999 májusában tőzsdére vonult. Corzine azonban – aki karrierjét feltette a korábbi tőzsdére vonulási kísérletre, majd pedig Meriwetherre – elbukott, mielőtt a csatát megnyerhette volna. Partnereijanuárban, egy ritkaságszámba menő tárgyalótermi puccsal kirúgták.

Corzine még egy utolsó kalandba bocsátkozott Meriwetherrel, akit olyan sokáig szeretett volna üzlettársaként látni. Tavasszal a két férfi összeállt, hogy pénzt hajtson fel, és kivásárolja a Long-Termet Wall Street-i tulajdonosainak kezéből. Tervük szerint együtt vezették volna a céget, pénzszerzési kísérletük azonban hamar meghiúsult. Aztán Corzine – aki a Goldman tőzsdére vonulásán 230 millió dollárt keresett – otthagyta a Wall Streetet, és New Jerseyben ringbe szállt a demokrata párti szenátori jelöltségért. A pályájához fűződő seregnyi ellentmondás dacára Corzine tisztességes tudott maradni egy gyilkos versenyt diktáló cég ölelésében. Olyan bankár, aki tartani tudta magát a magasabb normákhoz az egyedül a profit kizárólagosságát valló világban. Olyan vetélytárs, aki a kardjába dőlt Meriwetherért, a riválisáért, akiben csalódott, de aki mégis lenyűgözte.

A UBS romokban hevert. Nemcsak a Long-Termnél elúszott befektetései rendítették meg, de a Ramy Goldstein által vezetett részvényalapú származékos termék üzletág veszteségei is. Lemondott Mathis Cabiallavetta, a svájci bankélet hajdani hercege és a UBS kétséges stratégiájának építésze. Marcel Ospel, a korábban jóval megfontoltabb Swiss Bankot vezető vezérigazgató gyorsan kisöpörte a házat. Az egyik szerencsétlen áldozat

Andrew Siciliano lett, a partnerek barátja, a UBS-nek épp az a menedzsere, aki először fejezte ki kétségeit a Long-Term gyanús warrantötletével szemben. Elbocsátották, mert nem tudott ügyének utat találni a csúcsvezetésig.

A Bankers Trust katasztrofális veszteségeket szenvedett Oroszországban; ahol agresszíven vásárolta fel a rubelalapú államkötvényeket. Éppígy vesztett Brazíliában és a feltörekvő piacokon is. A bank kénytelen volt magát német riválisának, a Deutsche Banknak eladni, megszégyenítve ezzel Frank Newmant, a bank gőgös elnökét. Bár a veszteségekért egyértelműen felelőssé tették, a Long-Term megmentését kis híján megtorpedózó Newman a körülményekhez képest hatalmas, jogtalanul szerzett jutalommal, becslések szerint 100 millió dolláros arany ejtőernyővel ugrott ki a zuhanó gépből.[5]

Sandy Weill, mint látszólag mindig, győztesen szállt ki a felfordulásból. A Citicorp és a Travelers/Salomon menetrend szerint egyesült. A pletykák által megtépázott Lehman Brothers gyorsan magához tért. A Chase Manhattan – amelynek segítsége nélkül aligha maradhatott volna állva a Long-Term – visszakapta kölcsöneit, és ép bőrrel úszta meg a kalandot. Hála a mentőakciónak, a Long-Term eleget tett a finanszírozó bankok minden letétemelési követelésének. Kölcsöneit minden hitelezőjével szemben hiánytalanul törlesztette.

A Long-Term legtöbb külső befektetője épkézláb került ki a vesszőfutásból – megmentette őket, hogy 1997 végén tőkéjüket erőszakosan visszavetették velük. Mintegy harmincnyolc befektető, akik szerencsés módon az alap indulásakor fektettek be, és 1997-ben nagyrészt kifizették őket, évi 18 százalékos átlagos haszonnal zártak – ami nem olyan pazar, mint a vezető részvényátlagok az adott időszakban, de azért még mindig szép teljesítmény. Még

jobban járt nagyjából ugyanennyi befektető, akiket az 1998-as katasztrofális veszteségek előtt *teljesen* kifizettek.

A kivételes elbánásban részesülő befektetők, akiknek megengedték, hogy tőkéjük nagyobb részét hagyják befektetve az alapnál, végül pénzt vesztettek. A sors fintora, hogy Jimmy Cayne, a Bear első embere, aki a Long-Termet csaknem padlóra küldte, egyike volt az utóbbi „kiváltságos" veszteseknek. Szintén a vesztesek közé tartozott Komansky, a Merrill elnöke, aki a csúcson fektetett be. Körülbelül tucatnyi bank csak egy számjegyű éves hozamot könyvelhetett el, és tucatnyi másik – beleértve mindenekelőtt a UBS-t, a Credit Suisse First Bostont és a Dresdnert – veszteséggel zárt.

A külső befektetők vegyes eredményei a Long-Term hibájának súlyát semmiképp sem mérsékelhetik. Az alap veszteségei még az első négy, káprázatosan sikeres év fényében is hajmeresztők. 1998 áprilisáig a Long-Term indulásakor befektetett minden dollár 4,11 dollárra hízott, a mentőakció idejére azonban az összegből már csak 33 cent maradt. A partnerek díjait levonva még szomorúbb eredmény rajzolódik ki: minden befektetett dollár, miután 2,85 dollárra gyarapodott, sovány 23 centre fogyott. Nettó értelemben véve a valaha volt legnagyobb – és bizonyára a legmagasabb IQ-átlagú – alap tőkéjének 77 százalékát vesztette el, miközben egy átlagos részvénybefektető legalább megduplázta pénzét.

Az alap alkalmazottai – akárcsak a legtöbb Wall Street-i cégnél – keresetük zömét év végi prémiumok formájában kapták kézhez. Ez utóbbi bónuszpénzek nagy részét azonban az dolgozók az alapnál fektették be, így az az alap többi pénzével együtt semmivé lett. „Mindannyian elvesztettük a pénzünket" mondta a Long-Term egyik elemzője. „Végül kiderült, hogy a semmiért dolgoztunk" – mondta egy kötvénykereskedő.

Októberben az alkalmazottak kisebb lázadást szítva kikövetelték, hogy a jövőben a bónuszpénzeket zárolt alapba helyezzék, amit nem lehet eljátszani. A dolgozók amellett elvártak volna némi bűnbánatot főnökeik részéről, valamiféle jelét annak, hogy belátják: hibáztak azzal, hogy teljes sötétségben tartották őket. Csakhogy a partnerek titkolózása mélyen a természetükbe ivódott. Amikor az egyik megbeszélésen, amelyet a partnerek és a dolgozók közt tartottak, megkérdezte az egyik alkalmazott: „Elmondanák nekünk, miért üljünk itt ölbe tett kézzel, ahelyett hogy valahol munkát keresnénk?" Az egyik partner azt felelte: „Jogos kérdés. Visszatérünk rá később." Az alkalmazottak minden tehetségük és hűségük ellenére sohasem tudták elnyerni főnökeik bizalmát.

A mentőakció után egy hónappal a Long-Term harminchárom dolgozóját bocsátotta el – az alkalmazotti gárda csaknem negyedét.[6] Ezt követően folyamatossá váltak a kilépések. Az alap a távozók számára kisebb összegű végkielégítési csomagot biztosított, de JM és társai még ennek is megkérték az árát. A céget elhagyó munkatársakkal a végkielégítés fejében olyan kilépési nyilatkozatot írattak alá, amelyben azok megerősítették esküjüket, miszerint soha egy szót nem árulnak el az alapról – mintha a partnerek attól tartottak volna, napvilágra hozhatnak valamiféle titkos szégyenfoltot.

Mihelyt az alap stabilizálódott, boldogtalan börtönben találták magukat a partnerek. Bár még mindig egy hatalmas alapot kormányoztak, kezüket megkötötték Wall Street-i uraik, akik szigorú tanító nénik módjára ellenőrizték az alap minden egyes pozícióját. Új ügyletekbe való befektetésekről szó sem lehetett – a konzorciumot egyedül pénze visszaszerzése érdekelte. Keserűen csalódtak a korábban még arról ábrándozó partnerek, hogy alapjukat az korábbihoz hasonlóan irányíthatják. A kon-

zorcium utasításai szerint céltudatosan leépítettek, visszszanyesve a pozíciókat és csökkentve a kitettségeket. Haghani drága idejét az ügyletek piacra dobásával töltötte. A felügyelőbizoltság az eladások szabotálásával gyanúsította, és néhány tagját kénytelen volt Londonba küldeni, hogy meggyőződjön róla, az engedetlen bróker beáll-e a sorba.

A partnerek huszonnegyedik órában folytatott kemény alkudozása nagyvonalú prémiumot garantált számukra – átlag 500 ezer dollárt – feltéve, hogy maradnak az év végéig. Egyéb téren úgy kezelték őket, mint amikké valójában lettek: fizetett alkalmazottakként. Le kellett nyelniük a keserű pirulát, hogy saját lassú kivégzésükhöz asszisztáljanak. A bankokkal való nézeteltéréseik a teljhatalmat gyakorló konzorciumjavára dőltek el. A konzorcium, amely az öntörvényű arbitrazsőrök részéről nem akart több kényelmetlenséget, magához ragadta az alap arculatának formálását is. A szerepeket megalázó módon a feje tetejére állítva arra kötelezték a partnereket, hogy új főnökeikkel cenzúráztassák nyilvánosjelentéseiket, ezzel érzékeltetve, hogy bennük mostantól már nem lehet megbízni.

Még fájdalmasabb volt – kiváltképp egy olyan cégre nézve, amely büszke volt a maga ügyes adóelkerüléseire –, hogy az amerikai adóhivatal általános vizsgálatot indított az LTCM-mel és különféle leányvállalataival szemben. Az 1996-ra és 1997-re koncentráló ellenőrzés – amely az alap bukása tizennyolc hónappal után még mindig folyamatban volt – azzal fenyegette a partnereket, hogy egy szép napon még kiszámlázzák nekik tetemes halasztott adófizetési kötelezettségeiket.

A válság után felbomlott a csoport különleges egysége. Több partner úgy vélte, a cég érdekében távoznia kellene Hilibrandnek és Haghaninak, nemcsak a pénz elvesztésében betöltött szerepük, de leküzdhetetlen uralkodási vá-

gyuk miatt is. Csapatmunkára egyik sem volt alkalmas. Meriwether panaszokat hallott rájuk Hawkinstól, McEnteetől, Modesttől és Mullinstól. Csakhogy Meriwether egyáltalán nem volt felkészült ahhoz, hogy megfékezze őket. JM tartott néhány megbeszélést, ahol megpróbálta megbékíteni a lázadókat, de túl kimért maradt és túlságosan lojális régi bajtársként tisztelt főbrókereihez, semhogy harcba szálljon velük. Hawkins végül rárontott főnökére, és közölte: vagy ő, vagy Hilibrand. JM, aki soha nem pazarolta a szavakat, azt felelte: „Sok szerencsét", és otthagyta Hawkinst.

A mentőakciót követő évben a csalódott partnerek lassan elhagyták a céget (a konzorcium engedélyével). A legtöbbnek sikerült régi kapcsolatai révén állást találnia, és visszatért a normális hétköznapokba. Nem tapadt rájuk szégyenfolt; a „fátylat a múltra" szellemében való újraindulás éppolyan szokványosjelenség a Wall Streeten, mint a politikában. A közvélemény talán tényleg csak egyetlen ciklus távlataiban képes visszaemlékezni, legyen szó akár választási, akár konjunkturális ciklusról.

Scholes, akiben keserű emlékeket hagyott az egész eset, visszavonult Jannel San Franciscóba, ahol írni kezdett, és alkalmanként a Stanfordon adott elő. Felkérte őt Chi-fu Huanggal, a Long-Term tokiói irodájának hajdani vezetőjével együtt a texasi olajmágnás Bass család pénze menedzselésére. Merton tovább tanított a Harvardon. A mentőakció után egy évvel – a súlyos áron, de első kézből szerzett tapasztalatainak hála – konzultánsként alkalmazta a J. P. Morgan kockázatkezelési osztálya.

Modest, az intellektuális modellező a Morgan Stanleynél lett ügyvezető igazgató. Mullins, a központi bankár egy harmadik karrierváltással tanácsadói munkát vállalt néhány induló vállalatnál, amelyek az interneten keresztül nyújtottak pénzügyi szolgáltatásokat. Hawkins és McEntee egy befektetési alap létrehozására szövöget-

tek terveket. A szókimondó Scholes kivételével – aki soha nem rejtette véka alá véleményét még a Long-Termről sem, ahol munkája során mindvégig részletes jegyzeteket készített –, a kilépett partnerek elégedetten tűntek el a nyilvánosság látóköréből.

Meriwether soha nem kételkedett abban, hogy ő és csoportjának Salomonból való magva újra megpróbál majd pénzt szerezni, és újrakezdik. Alig száradt meg a tinta a kivásárlási szerződésen, JM és hűséges követői máris feszegetni kezdték a konzorcium korlátozásait. Folyamatosan lobbizni próbáltak gondnokaiknál, hogy engedjék őket új pénzt gyűjteni. JM zúgolódni kezdett, hogy Allison – aki ragaszkodott hozzá, hogy még váljanak egy kicsit – nem teljesíti ígéretét, mintha a csoport megmentője tartozna *nekik.*

A partnerek 1998 végén és 1999 elején elkezdték sorra felkeresni a befektetőket. Látszólag azért, hogy elmagyarázzák a katasztrófát, de a valódi céljuk az volt, hogy elhintsék a jövőbeli pénzszerzés magvait. Allison elképedve értesült arról, hogy JM a katasztrófáról szóló jelentést keringet az európai befektetőknél – mintegy előjátékaként következő vállalkozásának. A konzorcium azonnal leállította.

„Hát ezek az alakok *tényleg* komolyan azt hiszik, hogy tisztára moshatják magukat?" – hitetlenkedett a konzorcium egyik bankára. Igen, komolyan hittek benne. Egyetlen sajtótájékoztatójukon, amelyet még kipellengérezésük előtt tartottak, a partnerek – csoportjukról idealizált és felmentő képet festve – briliáns ultraracionalistáknak állították be magukat, akikkel szerencsétlen módon elbánt az ésszerűtlen és számító világ.[7]

A partnerek *látszólag* vállalták a felelősséget – ezt sűrű bocsánatkérések közepette jó pár alkalommal hangoztatták –, csakhogy soha nem fejtették ki, pontosan miért is kérnek bocsánatot. JM és társai többnyire tagadták, hogy a tőkeáttét mértéke vagy akár a portfólió méreteje-

lentős szerepet játszott volna a tragédiában. Sőt még azt is tagadták, hogy az alapstratégiájuk lett volna hibás.[8] Ehelyett megbeszélésről megbeszélésre *a többi* bróker irracionalitását és kapzsiságát okolták. A Long-Termet külső események áldozataként tüntették fel, nevezetesen az augusztusban bekövetkező likviditáshiányának és az azt követő szeptemberi ellenséges kereskedési hullámnak.

A Fednél tartott történelmi tanácskozás első évfordulóján a New York-i Windows on the World étteremben Myron Scholes beszédet tartott. Vehemensen érvelt amellett, hogy az alacsony besorolású kötvények kamatrései jobban tágultak, mint azt pusztán a fizetésképtelenségi kockázat indokolta volna. Ezért aztán, vonta le a következtetést Scholes, a kamatrések valójában „likviditáshiány-rések" voltak, vagyis azt a felárat képviselték, amelyet a befektetők a likvidebb értékpapírokért voltak hajlandók fizetni. Az efféle eszmefuttatások a gazdaságtörténet folyton visszatérő motívumai: amikor esnek az árak, bűnösként mindig felhozható a vevők szerepe és ennélfogva a „likviditás" hiánya. Mint ahogy Scholes maga is elismerte: a vevőket valós, tényszerű események riasztották el – a befektetők arra számítottak, hogy az IMF mentőövet dob a fejlődő világnak. Csakhogy az IMF képtelen volt mindenkit egyszerre megmenteni:

> „Szemléltetésképpen egy olyan apa példáját szeretném felhozni, akinek sok fia van. Mindegyik fiú úgy gondolja, az apja támogatni fogja, ha arra alkalomadtán rászorul. Ám ha az egyik testvérnek segítségre van szüksége, az apának kevesebb ereje marad saját dolgaira és a többi testvérre. Csökken a támogatási opció értéke. Részben ez volt az oka az augusztusi likviditáshoz való menekülésnek. Egy újabb »gyermeket«, Oroszországot már nem lehetett kellőképpen kisegíteni, és ennek következtében az összes többi »fiú« – a fejletlen országok – kevésbé tűntek hitelképesnek."[9]

Scholes sajnálatát fejezte ki, amiért a tudósok és a gyakorlati szakemberek elmulasztották modellezni a „súlyos veszteség esetén jelentkező likviditási komponenst” és annak árakra gyakorolt következményeit. Csakhogy a likviditáshiány egészen nyilvánvalóan nem oka, pusztán *megnyilvánulása* volt a problémának. Ezekből az önigazoló szólamokból kimarad mindennemű utalás arra nézve, hogy a legcsekélyebb hibát elkövette volna a Long-Term azzal, mert kitette magát ennek a veszélynek. Egy ötvennel haladó autós alighanem jogosan róhatja fel az útnak, ha egy jégbordán megpördül; egy százhatvannal száguldó viszont már aligha.

Scholes nem tért ki arra, vajon *miért* hagyták figyelmen kívül a „tudósok és gyakorlati szakemberek” a régóta ismert és nyilvánvalóan magától értetődő likviditási kockázatot. A Long-Term partnerei még történelmi veszteségeik után sem ismerték el, hogy bármi lényegi baklövést csináltak volna. Mint állították, egy előre nem látható esemény söpörte el őket – egy százévente egyszer pusztító hurrikán. „Úgy vélem – magyarázta Rosenfeld a krach után –, valóban azt hiszem, hogy olyasmi történt, mint ami soha azelőtt.”[10] Persze megtörtént száz év alatt nemcsak egyszer, hanem jó néhányszor – Mexikóban, a Wall Streeten, a részvénypiacon, a kötvénypiacon, az ezüstpiacon, Thaiföldön, Oroszországban, Brazíliában. Akiket egy-egy ilyen pénzügyi kataklizma magával ránt, azok jellemzően úgy érzik: egyedülállóan szerencsétlen sorsüldözöttek. Pedig a pénzügyi história zsúfolva van a „duzzadt vállak” (meglepő és szélsőséges áringadozások) példáival, amelyek a korábbi árakat tekintve csakugyan hihetetlennek tűnhetnek.

A partnerek bármit is tanultak a traumából, változatlanul — akárcsak a mentőakció előtt — kitartottak amellett, hogy az árfolyamrések indokolatlanul szélesek, hogy ez a legjobb idő a befektetésre, hogy a lehetőségek

sohasem tűntek fényesebbnek. A modellek állították! Tévedtek – legalábbis egy évvel a megmentésük után még nem bizonyították be véleményük helyességét. Bár a Wall Street magához tért, a Long-Term arbitrázsügyletei visszaestek. 1998-ban az alap az új tulajdonosok szárnyai alattjó utolsó negyedévet zárt, és jól startolt a következő évben – aztán ismét lefelé örvénylett. 1999 nyarán ismét felugrottak az amerikai swapkamatrések 112 pontra, az előző évi pánik csillagászati számainál is magasabbra. A százévente egyszer pusztító hurrikán két éven belül kétszer csapott le.

1999. szeptember 28-án, pontosan egy évvel a mentőakció után a swapkamatrések 93 ponton álltak, a részvényvolatilitás pedig 30 százalékon – mindkettő jóval magasabb szinten, mint amikor a Long-Term beszállt ezekbe az ügyletekbe. A megmentését követő első évben a Long-Term 10 százalékot keresett – ami aligha mondható drámai felépülésnek. Végül a szerény profiton túl az alap visszafizette a konzorcium 3,65 milliárdos tőkéjét. A Long-Termet 2000 elején felszámolták.

Az alap problémája nem csak a likviditáshiányban rejlett. Valószínűleg az egész stratégiájuk elhibázott volt és a világ (beleértve a Long-Termet) hitelpiaci előrejelzései túl rózsásak. A tapasztalat tanúsága szerint mindkét tényező hatott: a Long-Term rosszul becsülte fel a piacokat, és tévedésének következményei vészesen feltorlódtak szeptemberben, amikor – védeni igyekezve magukat a Long-Term hirtelen bukásának hullámaitól – a többi bróker sztrájkolni kezdett, és eltűnt a „likviditás”.

Alan Greenspan készségesen elismerte, hogy a Long-Term megmentésével a Fed bátorította a kockázatvállalást, és talán növelte egy majdani katasztrófa esélyeit. „Be kell látnunk, némi erkölcsi kockázat, ha mégoly csekély is, talán előállt azzal, hogy a Federal Reserve az akcióban sze-

repet vállalt”[11] – jelentette ki a Fed első embere. Tagadta azonban, hogy az efféle negatívumok többet nyomtak volna a latban, mint „a piaci árak azon súlyos torzulása, amely bekövetkezhetett volna, ha a Long-Termet hirtelen csődbe kényszerítik”.

A Long-Term-epizódra elszigetelten tekintve ésszerűnek tűnik elismerni, hogy a Fedjogosan avatkozott be – éppúgy, ahogy egy mentálisan hirtelen instabillá vált betegnek a legtöbb orvos aggályok nélkül nyugtatót írna fel. Csakhogy a Long-Term esetét a maga teljes valóságában kell vizsgálni. Nem egy elszigetelt példa, hanem a legutolsó epizód egy olyan sorozatban, amelyben egy kormányzati szerv (vagy az IMF) spekulációba bocsátkozó magánbefektetők megmentésére siet. A szerencsétlen trend nyomán egyetlen évtized leforgása alatt a kedvezményezettek listájára kerültek takarékszövetkezetek, túlzott mértékben ingatlanhiteleket folyósító nagy kereskedelmi bankok, Mexikóban, Thaiföldön, Dél-Koreában és Oroszországban érdekelt befektetők (bár az utóbbi esetben a mentőakció megrekedt a tervek szintjén), végül pedig a Long-Term Capital és üzletfelei. Igaz ugyan, hogy a Fed korlátozott szerepet vállalt, és nem vontak be közpénzt, de a bankok nem ültek volna egy asztalhoz, ha nem áll a háttérben a Fed roppant hatalma és befolyása – márpedig együttes erőfeszítéseik nélkül a Long-Term bizonyosan elbukott volna. A bankok és mások feltehetőleg súlyosabb veszteségeket szenvedtek volna – bár talán nem akkorát, mint ahogy azt néhányan sejtették. A Long-Termnek óriási volt a kitettsége, de minthogy egyenletesen oszlott el a Wall Streeten, azt egyes cégekre vetítve aligha lehetett apokaliptikus mértékűnek nevezni. Egy ponton talán megálltak volna az eladások. Egy ponton talán visszatértek volna a vásárlók, és stabilizálódtak volna a piacok. Meglehet, más bankok is elbuktak volna, de ennek igen kicsi a valószínűsége.

A magánbefektetőket és -intézményeket a gondatlan kockázatvállalástól éppen az rettentheti el, ha hagyjuk az efféle veszteségeket megtörténni. Talán nem árthatott volna némi intelem arra nézve – különösen egy olyan évtized végén, amelyet mindvégig a bőség és a pénzügyi piacok virágzása kísért –, hogy bizony az ostobaságnak ára van. Vajon a következő problémás „gyermek" befektetői a Long-Term számára komponált puha földet érésen felbuzdulva majd szintén a Fedre számítanak? Mindent egybevetve: szerepvállalásával a Fed – bár lépése az 1998 szeptemberében uralkodó pánik fényében érthető volt – sajnálatos módon elvesztegette az alkalmat, hogy kellően hatásos leckét adjon a piacoknak.

McDonough mindig megvédte tettét, bár úgy tűnt, kellemetlen, sőt kínos számára az alap fennmaradása. Egy évvel a mentőakció után a Fed-elnök meggondolatlan őszinteségi rohamában kijelentette: „Az LTCM közel áll ahhoz, hogy eltűnjön az üzleti életből. Biztosíthatom önöket, rendkívüli módon örülök a ténynek."[12]

Greenspan súlyosabb és hosszabb távú hibája volt, hogy a származékos termékekkel kapcsolatban következetesen elhessegette azokat a kezdeményezéseket, amelyek a szabályozás és jelentéstételi kötelezettség szigorításának szükségességét feszegették. Csalatkoznia kellett hitében, miszerint a bankok képesek magukat még a válság előtt megóvni a bajtól, mégis mindössze hat hónappal a krízis után *kevésbé* terhes felügyeleti rendszer kialakítására tett javaslatot.[13] Megrögzött ellenállása a jelentési kötelezettségek kiterjesztésével szemben – amely lehetővé téve, hogy a befektetők saját vagyonuk felelt őrködjenek, a legjobb barátja a szabad tőkepiacoknak – Greenspannek arra az ifjúkori zsengéjére emlékeztet, melyben (Ayn Rand rajongójaként) azt írta: „A kormányzati felügyelet alapja a fegyveres erő."[14] Valójában csak

az átláthatóságot nélkülöző országok (mint amilyen Oroszország) szorulnak rá arra, hogy katonákkal védjék meg piacaikat.

Ha a Long-Term epizódja bármit is bizonyított, annyit mindenképpen, hogy a hagyományos értékpapíroknál jól bevált jelentési rendszer a származékos ügyletek terén *képtelen* betölteni a feladatát. A befektetők viszonylag pontos fogalmakat alkothatnak azokról a kockázatokról, amelyeknek nyoma van az egyes cégek mérlegében, de teljesen a sötétben tapogatóznak a származékos kockázatok tekintetében. Bár – Greenspan és a bankok tiltakozása ellenére – reformok indultak a jelentési rendelkezések némelyikében, fehér foltok azért bőven vannak. Márpedig a származékos ügyletek térnyerésével ezek a hiányosságok szakadatlanul kísérteni fognak minket.

A származékos ügyletek jelentési rendszerének szigorításán túl nyomós érvek szólnak az abszolút kitettség korlátozása mellett. Jogszabályok állapítják meg például a Chase Manhattan és a Citibank által nyújtható hitelek maximális mértékét, gondoskodva arról, hogy azok ne haladhassák meg a bankok tőkéjének bizonyos százalékát. A hatóságoknak jó okuk van erre: a bankok ismételten megmutatták, ha tehetik, könnyűszerrel áthágják a józan ész határait. Akkor vajon Greenspan miért olyan rendszert erőltet, amelyben a bankok tetszőleges kitettséget magukra vállalhatnak, amennyiben ez származékos ügyletek formájában jelentkezik?

A Fed kétarcú politikája – egyrészt homokba dugni a fejünket a válság előtt, másrészt közbelépni az eset után – egységes stratégiaként szemlélve még szerencsétlenebb. *A kormányzatnak az aktív közbelépés helyett mindig a megelőzésre kell hangsúlyt helyeznie.* Teljességgel helyénvaló, ha a kormány, illetve a hatóságok a bajnak elébe menve törvényi eszközökkel szabályozzák a bankokat és a hozzá-

juk hasonló intézményeket; kétséges viszont, mennyire helyes beavatkozni szabályozatlan fedezeti alapok megmentése érdekében.

A Fehér Ház több hivatal – köztük a Fed – részvételével pénzügyi piaci munkacsoportot állított fel azzal a szándékkal, hogy kivizsgálják a Long-Term bukásának körülményeit. A csoport jelentése szerint: „Az LTCM-epizód által felvetett legfontosabb kormányzati kérdés az, hogy hogyan korlátozható hatékonyabban az aránytalanul nagy tőkeáttétel." Emellett a származékos ügyletek növekvő szerepére rámutatva megjegyezte: „A mérlegadatokban tükröződő tőkeáttétel önmagában nem alkalmas a kockázat mérésére."[15] Ugyanakkor a megoldási javaslatok tekintetében már gyengébb volt a beszámoló. Indítványozta a fedezeti alapok szigorúbb beszámoltatását, ajobb banki kockázatkezelést és hitelmenedzsmentet és ajogszabályi előírások szigorítását. Csakhogy az óvatosan fogalmazó jelentésben, amelyet 1999 áprilisában hoztak nyilvánosságra, nem volt annyi tűz, hogy a Long-Term iránti érdeklődését amúgy is gyorsan elvesztő Kongresszust cselekvésre buzdítsa. „Múlt szeptemberben és októberben még ügy volt – mondta a válság utáni nyáron David Runkel, a képviselőház bankügyi bizottságának szóvivője. – Ma már nem az."[16]

Szintén elhalt – teljes joggal – a fedezeti alapok körüli hűhó. A Long-Term-válság ugyan egy fedezeti alap körül lobbant ki, de a válság szülőatyjai a nagy Wall Street-i bankok voltak. Ezek, ahogy zsebeik megteltek pénzzel, lazítottak kihelyezési fegyelmükön. A mentőakció idején áldozatként mutatták be a bankokat, amelyeket vaksötétben tartott a Long-Term legendás titkolózása. Ezt a nézetet csak erősítették a különféle bankárok ártatlanságukat hangoztató megnyilvánulásai. (Komansky például a Federal Reserve-től távozóban felhívta az egyik barátját, és

azt mondta: „A lábam is beleremegett, amikor megláttam a megveszekedett pozícióikat.”) Az idő múlásával az efféle kijelentések egyre komolytalanabbnak tűnnek. Mindegyik bank ügyletről ügyletre ismerte saját kitettségét, és nem kellett hozzá túl nagy fantázia, hogy ebből rájöjjenek: a Long-Term máshol is hasonló ügyleteket köthetett.

Néhány hónappal a mentőakció után egy szenátusi bizottság előtt a következőkel mondta Patrick Parkinson, az elnöki munkacsoport Fed által delegált tagja:

> „Úgy tűnik, az LTCM az általa vállalt kivételes kockázatok ellenére roppant nagyvonalú hitelfeltételekben részesült... Üzletfelei az alaptól olyan információkhoz jutottak, amelyek tőkéjéhez mérten hatalmas pozíciókról árulkodtak. Mégis úgy látszik, nagyon kevesen akadtak, ha akadlak egyáltalán, akik valóban megértették az LTCM kockázati profilját.”[17]

Így aztán felmerül a kérdés: akkor hát miért adtak kölcsön a bankárok? Egy 1999 elején tartott nyilvános szimpóziumon Walter Weiner, a Republic bank korábbi elnöke annak a véleményének adott hangot, hogy – legalábbis az üzlet visszautasításának ritka és bátor tettén kívül – nem maradt más választásuk: „Aki klubtag akart lenni, annak az LTCM szabályai szerint kellett játszania. A feltételekről nem lehetett alkudozni. Vagy egy az egyben elfogadta valaki azokat, vagy kerek perec elutasította.”[18] A bankok elfogadták. Mohók voltak ők is, lenyűgözte őket a Long-Term teljesítménye és elkápráztatta a partnerek híre, képzettsége és dicsőséglistája. „Talán megbabonáztak minket a szupermenek” – ismerte el Weiner. Az alap a Wall Street történetében egyedülálló módon, fényes rakétaként szökött fel a pénzügyi élet egére, mint a világot kőkemény valószínűségekre redukáló félig ember, félig gép.

Úgy látszott, a partnerek úgy hajtják uralmuk alá a piacok sötét mélyén munkáló véletlen szerencsét és balsorsot, akár a távoli jövőből érkezett látogatók.

A Long-Term mesés gazdagságból pénztelenségbe való aláhullásának története bővelkedik a befektetőknek szóló leckékben. Szédítő nyereségei a későbbi veszteségek fényében már messze nem tűnnek annyira lenyűgözőnek. Mint a biztosító, amely busás díjakat szed, de mindet visszaadja egy nagyobb vihar pusztítását követően – a Long-Term a maga profitjait nem „kereste" meg teljes egészében: részben kölcsönvette arra a napra, amikor a ciklus majd megfordul. Semmiféle befektetést – beleértve az internet csodagyerekeit – nem lehet csupán egy fél konjunktúraciklus alapján megítélni.

A Long-Term valójában pontosan látta, hogy fordulóban van a gazdasági széljárás, kitettségeit mégis megmagyarázhatatlan módon elmulasztotta visszanyesni. Ahogy szűkültek a kamatrések, és ezzel óhatatlanul nőtt az üzleti kockázat, a Long-Term *növelte* tőkeáttétét. Mintha azzal, hogy még inkább eladósodik nemcsak kockázatosabbá, hanem vonzóbbá is tehetne egy ellaposodó üzletet. A Long-Term elkerülhette volna az utóbbi hibát, ha nem szenved egy súlyos vezetési gyengeségben: a brókerek fölötti független ellenőrzés hiányában. Végül is mindegyik partner végigülte a kockázatkezelési értekezleteket, és végül mindegyik beleegyezett az ügyletekbe. Bizonyos értelemben mindegyik partnert felelősség terhelte.

A Long-Term vakon bízott a modern befektetés egyik vesszőparipájának számító – de túlbecsült értékű – diverzifikációban. Mint ahogy Keynes megjegyezte: egyetlen alaposan megfontolt ügylet többet ér sok gyengén átlátottnál. A Long-Term-epizód megmutatta, hogy más-más kosárban lévő tojások is összetörhetnek egyszerre. A Long-Term emellett abban a hitben ringatta magát,

hogy minőségileg diverzifikált, miközben valójában csak formailag tette. Az alap lényegében minden elképzelhető variációban ugyanazokat a fogadásokat kötötte meg az alacsonyabban értékelt kötvényekre. Aligha meglepő, hogy amikor a ciklus völgymenetbe fordult és a hitellehetőségek szűkültek – ami az írott történelem során mindig újra meg újra rendszeresen előfordult –, a Long-Term ügyletei szinkronban omlottak össze.

Érdemes összevetni azokat a veszteségeket, melyeket a Long-Term 1998. január 1-jétől megmentésének idejéig az egyes kategóriákban elszenvedett:[19]

Oroszország és egyéb feljövő piacok:	430 millió dollár
Közvetlen spekulációs ügyletek a fejlett országokban (pl. japán kötvények megshortolása):	371 millió dollár
Részvénypárügyletek (például Volkswagen és Shell):	286 millió dollár
Hozamgörbe-arbitrázs:	215 millió dollár
Standard & Poor's 500 részvények:	203 millió dollár
Arbitrázsügyletck magas hozamú (bóvli) kötvények piacán:	100 millió dollár
Fúziós arbitrázs:	a mérleg durván nulla

E hét kategória 1,6 milliárd dollárnyi veszteséget termelt – katasztrofális eredmény. Ennek ellenére az általuk okozott károkat átvészelhette volna a Long-Term. Most nézzük a két legnagyobb ügyletcsoportban keletkező veszteségeket:

Swapok:	1,6 milliárd dollár
Részvényvolatilitás:	1,3 milliárd dollár

A céget az utóbbi két ügylet tette tönkre. Túlságosan nagy tételben fogadott ezeken a piacokon – tanulságos hiba. Olyan nagy tételben, hogy eltorzította a piacokat, amelyek hatékonyságában bízott. Mindez még nem lett volna baj, ha a Long-Term nem emeli tőkeáttétét 30:1-re – nem beszélve a származékos könyvében lappangó hatalmas tőkeáttétről. Lehet egy befektető nagy (és ezért

kevéssé likvid), és lehet a tőkeáttétele magas (ésszerű határokon belül). Ámde az a befektető, amelyik óriási tőkeáttétellel működik *és egyben* nem likvid, az orosz rulettet játszik, hiszen nemcsak a játék végére kell előre jeleznie pontosan a piaci helyzetet, hanem minden egyes napra. (Elég egy rossz nap, és kiesett az üzletből.) A Long-Term a maga végtelen magabiztosságában azt hitte, hogy a piacok *soha* nem térnek el jóslataiktól – még csak az augusztusihoz és szeptemberihez hasonló vad kilengés erejéig sem.

A Merton és Scholes hatékony piacokról alkotott elméletén felnövő professzorok valóban azt hitték, hogy az árak folyton úgy mozognak, ahogyan azt a modelljeik előírják. Abban az illúzióban éltek, hogy modelljeik képesek a piaci viselkedés korlátait előre jelezni. Valójában ezek csak azt mutathatták meg, hogy a múlt alapján mire lehetett következtetni, illetve mi látszott ésszerűnek. Elsiklottak a tény felett, hogy az emberek, beleértve a brókereket, nem mindig viselkednek ésszerűen. Ez a Long-Term porba hullásának igazi tanulsága. Bármit is mondanak a modellek, a brókerek nem szilíciumcsipek vezérelte gépezetek. Befolyásolhatók, egymást utánozzák, falkában vadásznak és csordákban menekülnek.

Még ha a brókerek „jól" is ítélik meg a folyamatokat, aligha várható el, hogy a piacok szinuszhullámok szabályosságával oszcilláljanak. Az árak és árrések a vállalatok, kormányok, sőt a civilizációk bizonytalan haladását követve változnak. Semmivel sem biztosabbak, mint a társadalmak, amelyek gazdasági aktivitása kifejeződik bennük. A kockadobások viselkedése tizedes pontossággal megjósolható. Oroszországé nem és még kevésbé az, ahogyan a brókerek reagálnak Oroszországra. Szemben a dobókockákkal, a piacok nemcsak a kockázatnak, ennek a számtani fogalomnak vannak kitéve, hanem egyben a jövőt általában beárnyékoló szélesebb értelemben

vet bizonytalanságnak. Sajnos a kockázattal ellentétben a bizonytalanság határozatlan körülmény, amelyre nem húzható rá matematikai kényszerzubbony.

A professzorok elmázolták ezt a döntő különbséget; rettenthetetlenül a világra szabadították matematikai Frankensteinjüket, mintha az képes lett volna megszelídíteni az élet véletlen összetevőit. Nem fogták vissza őket kétségek, nem türtőztette őket távlati szemlélet, ahogy elképesztő összegeiket feltolták az asztalra.

Az egészben az a legironikusabb, hogy a professzorok ízekre bontva elemezni és végül minimalizálni igyekeztek a kockázatot, nem pedig – legalábbis hitük szerint – spekulálni a legyőzésére. Ezzel a Long-Term nem volt egyedül. A Long-Term a huszadik század végének emblematikus alapja volt, amely sűrítve foglalta magába a korszak törekvéseit: a piac lefölözésére tett kísérlet a pénzügyek és a számítástechnika összeházasításával. Az eszme, miszerint a holnap kockázatai levezethetők a múltbéli árakból és volatilitásokból, gyakorlatilag uralkodó hit minden befektetési banknál és kereskedési asztalnál. Ez a hit volt a Long-Term alapvető hibája, és a döbbenetes veszteségek a felszínre hozták a modern pénzügy szívében – vagy inkább agyában – gyökerező alapvető tévképzetet.

Nem kisebb cég, mint a Merrill Lynch állapította meg 1998-as éves jelentésében: „A Merrill Lynch matematikai modellek alkalmazásával igyekszik a piaci kockázatokkal szembeni kitettségét felbecsülni." Majd a következő mondatban, amelyből kicseng némi halványan derengő felismerés az efféle modellek veszélyeire nézve, a bank hozzáteszi: „Minthogy a valósnál talán nagyobb biztonságérzetet nyújtanak, célszerű ezekre a modellekre csak korlátozott mértékben hagyatkozni."[20] Ha csak egyetlen lecke létezne, amit a Wall Streetnek a Long-Term bukásából meg kellene tanulnia, akkor ez volna az. Ha legközelebb jön egy Merton, és elegáns modellt javasol a kockázatok

kezelésére és az esélyek megjövendölésére, ha legközelebb feltűnik valaki a múlt minden eseményét feldolgozó tökéletes adatbázissal felszerelt számítógéppel, akkor minden befektető jobban teszi, ha futásnak ered – gyorsan – az ellenkező irányba.

A Wall Street azonban ritkán tanul a múltból. 1999 novemberében a JWM Partners – amelynek fő tulajdonosai Meriwether, Haghani, Hilibrand, Leahy, Rosenfeld és Arjun Krishnamachar voltak – ajánlattételi dokumentumot küldött szét az alapításra váró „Relative Value Opportunity Fund II" nevében. A körlevél szerint az új alap tőkeáttételét a viszonylag szerény 15:1 arányon fogják tartani, szigorúbb fegyelmet érvényesítenek, és újonnan kifejlesztett „kockázat-ellenőrző rendszert" alkalmaznak majd. Ez utóbbi „segítségével ésszerű kereteken belül biztosítható, hogy a portfóliókezelő kiállhasson az 1998-ban tapasztaltakhoz hasonló eseményeket". Az, hogy egy korábbi válság alapján tervezett matematikai rendszer mennyire nyújthat védelmet a jövőbeli összeomlások ellen, erősen kétséges. De akárhogy is, Meriwether a JWM sikeres rajtjával újabb megdöbbentő visszatérést produkált, egyikét azoknak, amelyekről a Wall Street méltán híres. Decemberben – tizenöt hónappal azután, hogy 4,5 milliárd dollárt veszteit a drámai zuhanásban, amelyben könnyen magával ránthatta volna a Wall Streetet és még talánjóval többet – Meriwether 250 millió dollárt szerzett, jelentős részét a balsorsú Long-Term Capital befektetőitől. Újra teljes gőzzel zakatolt a gépezet.

Jegyzetek

Mottó: Henry T. C. Hu: Misunderstood Derivatives: The Causes of Informational Failure and the Promise of Regulatory Incrementalism. The Yale Law Journal, vol. 102 (April 1993) no. 6. p. 1477.

1. Meriwether

1. A szerző interjúja Thomas E. Creevyvel.
2. Gretchen Morgenson: The Man Behind the Curtain. The New York Times, October 2, 1998.
3. Uo.
4. Michael Lewis: Liar's poker. New York, 1989, Penguin, p. 15. (Magyar kiadása Uő: Brókerpóker. Budapest, 2005, Alinea Kiadó. p. 12.)
5. Roger Lowenstein: Buffett: The making of an American Capitalist. New York, 1995, Random House. p. 371.
   Megjegyzés: az epizódtól maga Lewis is visszatáncol egyik későbbi, a The New York Times Magazine-ban megjelent publikációjában, ahol már úgy fogalmaz, hogy Meriwether kihívását „állítólagosnak" nevezi (Michael Lewis: How the Eggheads Cracked. The New York Times Magazine, January 24, 1999).
6. Morgenson: The Man Behind the Curtain.
7. A szerző interjúja Mitchell Kaporral és William Sahlmannal.
8. Michael Siconolfi – Anita Raghavan – Mitchell Pacelle: All Bets Are Off: How the Salesmanship and Brainpower Failed at Long-Term Capital. The Wall Street Journal, November 16, 1998.
9. Az idézet második része: Kevin Muehring: John Meriwether by the Numbers. Institutional Investor, November 1996.

10. Lewis: How the Eggheads Cracked.
11. Douglas Frantz – Peter Truell: Long-Term Capital: A Case of markets over Minds. The New York Times, October 11, 1998.
12. Lewis: How the Eggheads Cracked.
13. Randall Smith – Michael Siconolfi: Roaring '90s? Here Comes Salomon's $23 Million Man. The Wall Street Journal, January 7, 1991.
    Martin Mayer: Nightmare on Wall Street: Salomon Brothers and the Corruption of the Marketplace. New York, 1993, Simon & Shuster. p. 36.
14. A Mozer-botrány részletes elbeszélése: Lowenstein: Buffett. p. 374–385.
15. Leah Nathans Spiro: Dream Team. Business Week, August 29, 1994.

16. A szerző interjúja Charlie Mungerrel.

2. Fedezeti Alap

Mottó: Fielding-idézet: Oxford English Dictionary. Vol. 7. 2nd ed. Oxford, 1989, Clarendon Press. p. 94.
Holmes-idézet: uo. p. 96.
1. Franklin R. Edwards: Hedge Funds and the Collapse of Long-Term Capital Management. Journal of Economic Perspectives, vol. 13 (Spring 1999) no. 2. p. 193.
2. Gary Weiss: Fall Guys?. Business Week, April 25, 1994.
3. Shakespeare: King John, 2. 1. 26, 1595. Idézi Oxford English Dictionary. Vol. 7. p. 96. (Arany János fordításában: „tengersövényü Anglia". Magyar kiadása: Uő: János Király, 2. felv. 1. szín 26. sor. Ford. Arany János. Budapest, 1986, Európa.)
4. Edwards: Hedge Funds and the Collapse of Long-Term Capital Management. p. 189–190.
   Ted Caldwell: Introduction: The Model for Superior Performance. In Jess Lederman — Robert A. Klein (eds.): Hedge Funds: Investment and Portfolio Strategies for the Institutional Investor. New York, 1995, Irwin Professional Publishing, p. 5–10.
5. Caldwell: uo.

6. Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management. Report of the President's Working Group on Financial Markets. April 1999. p. 1. (Fedezeti alapok, tőkeáttét és a Long-Term Capital Management tanulságai. A pénzügyi piacok vizsgálatával megbízott elnöki munkacsoport jelentése.)
7. Robert K. Merton: The Self-Fulfilling Prophecy. Antioch Review, vol. 8. (June 1948) no. 2. p. 194–195.
8. Robert C. Merton kiadatlan önéletrajza, May 1998.
9. Gretchen Morgenson – Michael M. Weinstein: Teachings of Two Nobelists Also Proved Their Undoing. The New York Times, November 14, 1998.
10. Peter L. Bernstein: Against the Gods: The Remarkable Story of Risk. New York, 1996, John Wiley & Sons. p. 310–316.
    Bernstein elemzése a Black-Scholes-modellel kapcsolatban: Uő: Capital Ideas: The Improbable Origins of Modern Wall Street. New York, 1992, Free Press, p. 207–216.
11. A szerző interjúja Maxwell Bublitzcal.
12. A szerző interjúja Eugene F. Famával.
    Bernstein: Capital Ideas. p. 212.
13. Mike Shahin: The Making of a Nobel Prize Winner: Myron Samuel Scholes Never Felt the Need to Be Conventional. Ottawa Citizen, October 25, 1997.
    Bernstein: Capital Ideas. p. 212.
14. Shahin: uo.
15. A szerző interjúja William F. Sharpe-pal.
16. Kenneth H. Bacon: Fed Says Clinton Bank-Regulation Plan Would Limit Its Ability to Handle Crises. The Wall Street Journal, December 3, 1993.
17. James Blitz: Bank of Italy Put $250m into LTCM. Financial Times, October 2, 1998.
18. A szerző interjúja Walter Weinerrel.
19. A szerző interjúja Terence Sullivannel.
    Michael Siconolfi – Anita Raghavan – Mitchell Pacelle: All Bets Are Off: How the Salesmanship and Brainpower Failed at Long-Term Capital. The Wall Street Journal, November 16, 1998.
20. Peter Truell: An Alchemist Who Turned Gold into Lead. The New York Times, September 25, 1998.

3. Beindul a gépezet

Mottó: Douglas Breeden. In John Muehring: John Meriwether by the Numbers. Institutional Investor, November 1996.

1. Keith Bradsher: No. 2 Official Is Resigning from the Fed. The New York Times, February 2, 1994.
2. A fejezet sokat merít a The Wall Street Journal kötvénypiaci felfordulásról készített kitűnő elemzéséből: David Wessel – Laura Jereski – Randall Smith: Stormy Spring: Three-Month Tumult in Bonds Lays Bare New Financial Forces. The Wall Street Journal, May 20, 1994.
3. LTCM: levél a befektetőknek, July 12, 1994.
4. Wessel – Jereski – Smith: Stormy Spring.
5. Uo.
6. John M. Keynes: The General Theory of Employement, Interest and Money. New York, 1973, Cambridge University Press. p. 155.
7. André F. Perold: Long-Term Capital Management, L. P. (A). Harvard Business School, case N9-200-007, October 27, 1999. p. 3.
8. A szerző interjúja Eric Rosenfelddel.
9. Perold: LTCM (A). p. 6.
10. Uo. p. 14.
11. Leah Nathans Spiro: Dream Team. Business Week, August 29, 1994.
12. Perold: LTCM (A). p. 3.
13. A szerző interjúja Michael How-val.
14. Michael Lewis: How the Eggheads Cracked. The New York Times Magazine, January 24, 1999.
15. A szerző interjúja Michael Friedlanderrel.
    Gary Weiss: Meriwether's Curious Deed. Business Week, October 19, 1998.
16. Perold: LTCM (A), p. 3.
17. A szerző interjúja Eric Rosenfelddel.
18. LTCM: levél a befektetőknek, October 11, 1994.
19. Muehring: Meriwether by the Numbers.
20. A szerző interjúja Eric Rosenfelddel.
21. LTCM: levél a befektetőknek, July 12, 1994.
22. Seth A. Klarman, Baupost 1993 Partnership Letter, Jan. 26, 1994.

4. Kedves befektetők

Mottó: A szerző interjúja Merton H. Millerrel.

1. LTCM: levél a befektetőknek. Addendum #1, Volatility and Risk Characteristics of Investments in Long-Term Capital Portfolio L. P., October 10, 1994. (A Long Term Capital Portfolio L. P. befektetéseinek volatilitási és kockázati jellemzői.)
2. Leah Nathans Spiro: Dream Team. Business Week, Aug. 29, 1994.
3. Peter L. Bernstein: Against the Gods: The Remarkable Story of Risk. New York, 1996, John Wiley & Sons. p. 141–142. (Magyar kiadása Uő: Szembeszállni az istenekkel: A kockázatvállalás különös története. Budapest, 1998, Panem.)
4. Fischer Black — Myron Scholes: The Pricing of Options and Corporate Liabilities. Journal of Political Economy, May–June 1973. p. 637–654.

   Számos szerző rámutatott a formula kapcsolatára a fizikával, pl. „The Black-Scholes formula is a basic heat exchange equation from physics." (A Black-Scholes-formula egy alapvető hőcsereegyenlet a fizikából.) (Todd E. Petzel: Fisher Black and the Derivatives Revolution. Journal of Portfolio Management, December 1996. p. 87–91.)
5. Idézi Bernstein: Against the Gods. p. 331.
6. Peter L. Bernstein: Capital Ideas. The Improbable Origins of Modern Wall Street. New York, 1992, Free Press. p. 216.
7. A szerző interjúja William Sahlmannel.
8. A szerző interjúja Paul Samuelsonnal.
9. Eugene F. Fama: The Behavior of Stock-Market Prices. (Reprint Series, No. 39. Center for Mathematical Studies in Business and Economics, Graduate School of Business, University of Chicago.) Utánnyomás: The Journal of Business of the University of Chicago, vol. 38 (January 1965) no. 1.
10. Uo. p. 94.
11. A jelenségre először Benoit Mandelbrot figyelt fel, a vastag eloszlásvégeket a gyapotárak alakulásában dokumentálta. Mandelbrot, a lengyel származású matematikus az IBM-nél és a Yale-en dolgozott, és Fama témavezetője volt.
12. A szerző interjúja Eugene F. Famával.

13. Jens Carsten Jackwerth – Mark Rubinstein: Recovering Probability Distributions from Option Prices. The Journal of Pinance, vol. 51 (December 1996) no. 5. p. 1612.
14. Lawrence Summers, idézi Bruce I. Jacobs: Capital Ideas and Market Realities: Option Replication, Investor Behavior, and Stock Market Crashes. Maiden, Mass., 1990, Blackwell. p. 88.
15. Robert C. Merton kiadatlan önéletrajza, May 1998.
16. Terry. A. Marsh – Robert C. Merton: Dividend Variability and Variance Bounds Tests for the Rationality of Stock Market Prices. American Economic Review, vol. 76 (June 1986) no. 3. p. 483–484.
17. Idézi Christopher May: Nonlinear Pricing: Theory and Applications. New York, 1999, John Wiley & Sons. p. 29.
May könyve szellemes és részletes tanulmány a piaci zűrzavarról, a legjobb forrás mindenki részére, aki jobban meg akarja érteni, miért nem úgy viselkednek a piacok, mint a tejszín a kávénkban.
18. Till M. Guldimann, J. P. Morgan & Co., Global Research: RiskMetricsTM – Technical Document, October 1994. Különösen p. 1–28.
19. André F. Perold: Long-Term Capital Management, L. P. (A). Harvard Business School, case N9-200-007, October 27, 1999. p. 10.
20. A szerző interjúja Eric Rosenfelddel.
21. A számok két forrásból származnak. Egyrészt abból a pénzügyi jelentéséből, amelyet a Long-Term Capital Portfolio a Commodity Futures Trading Commissionhöz (az illetékes amerikai tőzsdefelügyelet – a fordító) nyújtott be, másrészt a Long-Term Capital Management 1999. január 13-án kelt belső jelentéséből, amely a cég 1998-ban bekövetkezett veszteségeit magyarázza.
22. LTCM: levél a befektetőknek, July 15, 1995.
23. A szám a szerző saját becslése az LTCM 1999. január 13-án kelt belső jelentésben szereplő havi összes eszközállományra vonatkozó adatok alapján.
24. A szerző interjúja Eric Rosenfelddel.

5. Kötélhúzás

Mottó: Robert C. Merton kiadatlan önéletrajza, May 1998.

1. Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management. Report of the President's Working Group on Financial Markets. April 1999. p. 14. (Fedezeti alapok, tőkeáttét és a Long-Term Capital Management tanulságai. A pénzügyi piacok vizsgálatával megbízott elnöki munkacsoport jelentése.)
2. Merrill Lynch: O&A on Financial Times Story. October 29, 1998.
3. Tracy Corrigan: Komansky Condemns Lack of Transparency. Financial Times, October 14, 1998.
4. A Long-Term Capital Portfolio CFTC-hez benyújtott pénzügyi jelentései.
5. Nikki Tait: Leverage of LTCM Was Well Known. Financial Times, November 19, 1998.
6. Robert Clow – Riva Atlas: Wall Street and the Hedge Funds: What Went Wrong. Institutional Investor, December 1998.
7. André F. Perold: Long-Term Capital Management, L. P. (A). Harvard Business School, case N9-200-007, October 27, 1999. p. 18.
8. A szerző interjúja Simon Bowdennel.
9. A szerző interjúja Daniel Tullyval.
10. A szerző interjúja Herbert Allisonnal.
11. Leah Nathans Spiro: Dream Team. Business Week, August 29, 1994.
12. Douglas Frantz – Peter Truell: Long-Term Capital: A Case of Markets over Minds. The New York Times, October 11, 1998.
13. Christopher Rhoads: A Prince Undone: UBS CEO's Fall from Grace Tells a Tale of Euroland. The Wall Street Journal Europe, January 25, 1999.
14. Clay Harris – William Hall: UBS Suffers Share Fall over LTCM Inquiry. Financial Times, October 1, 1998.
15. Az Long-Term Capital Portfolio CFTC-hez benyújtott pénzügyi jelentései.
16. LTCM: belsőjelentés, January 13, 1999.
17. Peter Truell: Losses Are Said to Continue at Troubled Hedge Fund. The New York Times, October 10, 1998.
18. LTCM: levél a befektetőknek, November 1, 1996.

6. Nobel-díj

Mottó: Robert Kuttner: What Do You Call an Economist with a Prediction? Wrong. Business Week, September 6, 1999.

1. Michael Lewis: How the Eggheads Cracked. The New York Times Magazine, January 24, 1999.
2. Burton Malkiel: A Random Walk down Wall Street. 5th ed. New York, 1990, W. W. Norton. p. 98.
3. A szerző interjúja Eric Rosenfelddel.
4. Lewis: How the Eggheads Cracked.
5. International Swaps and Derivatives Association, New York.
6. A szerző interjúja Nicholas Bradyvel.
7. Chester B. Feldberg, a Federal Reserve Bank of New York ügyvezető alelnöke: levél a Second Federal Reserve Districtbe (második szövetségi bankkörzet – a fordító) tartozó bankok, külföldi hitelintézetek Bókbankjai és a banktulajdonos társaságok vezérigazgatói részére, April 28, 1994. (Kiemelés a szerzőtől.)
8. Alan Greenspan: Private-sector refinancing of the large hedge fund, Long-Term Capital Management. Meghallgatás a Committee on Banking and Financial Services (a képviselőház banki és pénzügyi szolgáltatásokat felügyelő bizottsága – a fordító) előtt, October 1, 1998.
9. Alan Greenspan: levél Alfonse M. D'Amato szenátornak, October 20, 1998.
10. Alan Greenspan: meghallgatás a Subcommittee on Telecommunications and Finance, Committee on Commerce, U. S. House of Representatives (a képviselőház kereskedelmi bizottságának telekommunikációs és pénzügyi albizottsága – a fordító) előtt. November 30, 1995.
11. A megfogalmazás oly közel áll egy írótársam korábbi szavaihoz, hogy köszönetet kell mondanom érte apámnak, akinek alábbi könyvéből vettem Louis Lowenstein: What's Wrong with Wall Street: Short-Term Gain and the Absentee Shareholder. New York, 1988, Addison-Wesley. p. 67.
12. Patrick McGeehan — Gregory Zuckerman: High Leverage Isn't Unusual on Wall Street. The Wall Steet Journal, October 13, 1998. Az adat 1998. június 30-ai.

13. Robert Clow – Riva Atlas: Wall Street and the Hedge Funds: What Went Wrong. Institutional Investor, December 1998.
14. Another Fine Mess at UBS. Euromoney, November 1998. Michael Siconolfi – Anita Raghavan – Mitchell Pacelle: All Bets Are Off: How the Salesmanship and Brainpower Failed at Long-Term Capital. The Wall Street Journal, November 16, 1998.
15. A szerző interjúja Nicholas Bradyvel.
16. A szerző interjúja Eric Rosenfelddel.
    A befektetők feljegyzései az LTCM-mel folytatott 1999-es találkozójukról.
    Anita Raghavan – Michael R. Sesit: Fund Partners Got Outside Financing – Move to Boost Investments in Long-Term Capital Adds to Financial Woes. The Wall Street Journal, September 28, 1998.
17. Anita Raghavan: Long-Term Capital's Partners Got Big Loans to Invest in Fund. The Wall Street Journal, October 6, 1998.
18. Andrei Shleifer – Robert W. Vishny: The Limits of Arbitrage. Journal of Finance, vol. 52 (March 1997) no. 1. p. 35–54. Különösen p. 45.
19. A szerző interjúja John Campbell-lel.
20. Gregory Zuckerman: Credit Markets: Foreign Bonds Hit by Turmoil in Asia Markets. The Wall Street Journal, July 16, 1997.
21. Az idézet és a fejezet tartalmának forrása: Nicolas D. Kristof–David W. Sanger: How U. S. Wooed Asia to Let Cash Flow In. The New York Times, February 16, 1999.
22. Laura Jereski: Hedge Fund to Shrink Capital of $6 Billion by Nearly Half. The Wall Street Journal, September 22, 1997.
23. A szerző interjúja William F. Sharpe-pal.
24. André F. Perold: Long-Term Capital Management, L. P. (A). Harvard Business School, case N9-200-007, October 27, 1999. p. 16.
25. Steven Lipin: Travelers to Buy Salomon for $9 Billion: Deal to Create Securities Firm of Global Power. The Wall Street Journal, September 25, 1997.
26. Black-Scholes Pair Win Nobel: Derivative Work Paid Off for Professors Who Made Fortune from Investments in Wall Street Hedge Fund. Daily Telegraph, October 15, 1997.

27. Mike Shahin: The Making of a Nobel Prize Winner: Myron Samuel Scholes Never Felt the Need to Be Conventional. Ottawa Citizen, October 25, 1997.
28. Michael Phillips: Two U. S. Economists Win Nobel Prize – Merton and Scholes Share Award for Breakthrough in Pricing Stock Options. The Wall Street Journal, October 15, 1997.
29. The Right Option: The Nobel Prize for Ecomonics. The Economist, October 18, 1997.
30. David R. Henderson: Message from Stockholm: Markets Work. The Wall Street Journal, October 15, 1997.
31. Roger Lowenstein: Intrinsic Value: Why Stock Options Axe Really Dynamite. The Wall Street Journal, November 6, 1997.
32. Sara Webb – Bill Spindle – Pui-Wing Tam – Silvia Ascarelli: Hong Kong Plunge Triggers Global Rout. The Wall Street Journal, October 28, 1997.
33. Nicholas Brady: Talking Points. Brookings-Wharton Papers on Financial Services, October 29, 1997. (Kiadatlan.)
34. A szerző interjúja Eric Rosenfelddel.
35. Dirk Schutz: Excerpts from the Fall of UBS. Ford. Sigrid Stangl. Derivatives Strategy, October 1998. (Angol nyelvű kivonat Schutz: Der Fall der UBS. Zurich, 1998, Bilanz művéből.)
36. Robert C. Merton: Applications of Option-Pricing Theory: Twenty-five Years Later. American Economic Review, June 1998. Merton 1997. december 9-én, a stockholmi Nobel-díj kiosztó ünnepségen elmondott beszéde.
37. Douglas Frantz – Peter Truell: Long-Term Capital: A Case of Markets over Minds. The New York Times, October 11, 1998.
38. A szerző interjúja David Mullinsszal

7. A volatilitás bankja

1. A szerző interjúja Eric Rosenfelddel.
2. André F. Perold: Long-Term Capital Management, L. P (A). Harvard Business School, case N9-200-007, October 27, 1999. p. 12.
   Uő: Long-Term Capital Management, L. P. (C). Harvard Business School, case N9-200-009, October 27, 1999.
   Joe Kolman: LTCM Speaks. Derivatives Strategy, April 1999.
3. Kolman: LTCM Speaks.

4. Michael Siconolfi – Anita Raghavan – Mitchell Pacelle: All Bets Are Off: How the Salesmanship and Brainpower failed at Long-Term Capital. The Wall Street Journal, November 16, 1998.
5. A szerző interjúja Eric Rosenfelddcl.
6. Perold: LTCM (A). p. 17.
7. Riva Atlas – Hal Lux: Meriwether Falls to Earth. Institutional Investor, June 1998.
8. Franklin R. Edwards: Hedge Funds and the Collapse of Long-Term Capital Management. Journal of Economic Perspectives, vol. 13 (Spring 1999) no. 2. p. 199.
9. A szerző interjúja Steven Blackkel.
10. Kolman: LTCM Speaks.
11. Betsy McKay – Robert Bonte-Friedheim: Russian Markets Stabilize as Rates Ease Alter Rise. The Wall Street Journal, May 20, 1998.
12. Gregory Zuckerman: As Melds Drop to Historic Levels, Future of Rates Depends on Asia. The Wall Street Journal, June 15, 1998.
13. A Merrill Lynch jóvoltából rendelkezésre álló adatok az 1998. április végétőljúnius végéig bekövetkező változásokat tükrözik.
14. A bekezdés nagyrészt Joseph Kahn és Timothy L. O'Brien nagyszerű cikkére épül, amelyben a szerzők remekül foglalják össze a Goldman Oroszországgal kapcsolatos ügyleteit (J. Kahn – T. L. O'Brien: For Russia and Its U. S. Bankers, Match Wasn't Made in Heaven. The New York Times, October 18, 1998.).
15. Anita Raghavan: Salomon Shuts Down a Bond Unit. The Wall Street Journal, July 7, 1998.
16. Kolman: LTCM Speaks.
17. Perold: LTCM (C). p. 1.
18. Kolman: LTCM Speaks.
19. Michael R. Sesit — Robert Bonte-Friedheim: Investors' Confidence in Russia Fades Further – Bond Yields Jump to 120% and Stocks Fall Sharply amid Rush for IMF Aid. The Wall Street Journal, July 8, 1998.
20. A szerző interjúja Eric Rosenfelddel.
21. Michael Lewis: How the Eggheads Cracked. The New York Times Magazine, January 24, 1999.

22. Richard Spillenkothen: Lending Standard for Commercial Loans. June 23, 1998.
23. Alan Greenspan beszámolója a Committee on Agriculture, Nutrition, and Forestry, U. S. Senate (a szenátus mezőgazdasági, élelmezésügyi és erdőgazdálkodási bizottsága) előtt, July 30, 1998.
24. Gary Weiss – Barbara Silverbush – Karen Stevens: Meriwether's Curious Deed. Business Week, October 19, 1998.

8. A bukás

Mottó: Merton H. Miller: A Tribute to Myron Scholes. New York, January 4, 1999. Beszéd az American Economic Associaton (az amerikai közgazdasági társaság–a fordító) Nobel-díj fogadásán.
1. Robert O'Brien: Citicorp, J. P. Morgan and Chase Fall on Woes in Russia. The Wall Street Journal, August 21, 1998.
2. Mark Whitehouse – Betsy McKay – Bob Davis – Steve Liesman: Bear Tracks: In a Financial Gamble, Russia Lets Ruble Fall, Stalls Debt Repayment – Other Markets Face Pressure from Move, but So Far Their Reaction Is Modest – Blow to a Weary Citizenry. The Wall Street Journal, August 18, 1998.
3. Franklin R. Edwards: Hedge Funds and the Collapse of Long-Term Capital Management. Journal of Economic Perspectives, vol. 13 (Spring 1999) no. 2. p. 203.
4. Myron S. Scholes: Risk-Reduction Methodology: Balancing Risk and Rate of Return Targets. New York, September 22–23, 1999. Beszéd az Economist befektetői konferenciáján.
5. A szerző interjúja Jon Corzine-nal.
6. *A* szerző interjúja Michael Alixszel.
7. Michael Siconolfi – Anita Raghavan – Mitchell Pacelle: All Bets Are Off: How the Salesmanship and Brainpower Failed at Long-Term Capital. The Wall Street Journal, November 16, 1998.
8. André F. Perold: Long-Term Capital Management, L. P. (C). Harvard Business School, case N9-200-009, October 27, 1999. p. 3.
9. André F. Perold: Long-Term Capital Management, L. P. (A). Harvard Business School, case N9-200-007, Oct. 27, 1999. p. 12.

10. A szerző interjúja Eric Rosenfelddel
11. Uo.
12. A szerző interjúja Soros Györggyel.
13. A szerző interjúja Clayton Rose-zal.
    Tracy Corrigan – William Lewis: Merrill Lynch Details Contacts with LTCM. Financial Times, October 31. 1998.
14. A szerző interjúja Eric Rosenfelddel.
15. A szerző interjúja Joseph Brandonnal.
16. Carol J. Loomis: A House Built on Sand. Fortune, October 26, 1998.
17. Michael Lewis idéz egy mondatot a How the Eggheads Cracked című cikkében, miszerint az egyik partner azt mondta: „Buffettet csak egyvalami érdekli. A hírneve."
18. Sam Dillon: Economic Turmoil in Russia Takes Toll in Latin America. The New York Times, August 27, 1998.
19. Sheril WuDunn: Japan Stocks Fall 2% but Rebound from a 12 Year Low. The New York Times, August 28, 1998.
20. Russian to the Exits: 'A Global Margin Call' Rocks Markets, Banks – and Boris Yeltsin – Stocks Drop World-Wide; There's Sober News, Too, About the U. S. Economy. The Wall Street Journal, August 28, 1998.
21. A szerző interjúja Warren Buffett-tel.
22. A szerző interjúja Eric Rosenfelddel.
    Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management. Report of the President's Working Group on Financial Markets. April 1999. p. 11. (Fedezeti alapok, tőkeáttét és a Long-Term Capital Management tanulságai. A pénzügyi piacok vizsgálatával megbízott elnöki munkacsoport jelentése.)
23. Gary Weiss – Barbara Silverbush – Karen Stevens: Meriwether's Curious Deed. Business Week, October 19, 1998.
24. Greg Ip – E. S. Browning: The Bear Stirs: Stocks Plunge Again, Battering Stalwarts and Internet Stars — Dow Industrials' 6.37% Drop Wipes Out 1998's Gains; on Nasdaq, It's Worse – Some Say Bottom Is in Sight. The Wall Street Journal, September 1, 1998.
25. A szerző interjúja Jack Malvey-vel.
26. Kolman: LTCM Speaks. Derivatives Strategy, April 1999.

9. Az emberi tényező

1. John W. Meriwether: levél a befektetőknek, Bloomberg, September 2, 1998.
2. Anita Kaghavan – Matt Murray: Financial Firms Lose $8 Billion So Far – Global Fallout from Russia Hits Big Banks, Others; Meriwether Fund Hurt. The Wall Street Journal, September 3, 1998.
3. James J. Carmer: Wrong! Rear Echelon Revelations; Einstein Has Left the Building, http://thestreet.com, September 3, 1998.
4. A szerző interjúja Eric Rosenfelddel.
5. Michael Lewis: How the Eggheads Cracked. The New York Times Magazine, January 24, 1999.
6. A szerző interjúja Eric Rosenfelddel.
7. A szerző megkérdezte Dunleavytől, hogy egyenes volt-e vele szemben a Long-Term. Dunleavy a következő választ adta: „A kérdésre nem felelhetek. Minden, ami köztem és ügyfeleim közt történt, bizalmas információ, amelyről csak a Merrill Lynch engedélyével nyilatkozhatok.”
8. Lewis: How the Eggheads Cracked.
9. A szerző interjúja Marlon Pease-zel
   Michael Siconolfi – Anita Raghavan – Mitchell Pacelle: All Bets Are Off: How the Salesmanship and Brainpower Failed at Long-Term Capital. The Wall Street Journal, November 16, 1998.
10. Shawn Young: Risk Arbitragers [sic] Have Been Feeling the Pressure as Gyrating Stock Prices Affect Value of Mergers. The Wall Street Journal, September 14, 1998.
11. Steven M. Sears: IPO Outlook: Market’s Well Is Running Dry. The Wall Street Journal, September 8, 1998.
12. Suzanne McGee: Did the High Cost of Derivatives Spark Monday’s Stock Sell-Off?. The Wall Street Journal, September 2, 1998.
13. Steven M. Sears: Options Market Reflects Fear and Uncertainty Despite Yesterday’s Sharp Rebound in Stocks. The Wall Street Journal, September 2, 1998.

14. Franklin R. Edwards: Hedge Funds and the Collapse of Long-Term Capital Management. Journal of Economic Perspectives, vol. 13 (Spring 1999) no. 2. p. 199.
15. David Wessel: Credit Record: How the Fed Fumbled, and Then Recovered, in Making Policy Shift. The Wall Street Journal, November 17, 1998.
16. Brett D. Fromson: Farm Boy to Financier. The Washington Post, November 6, 1994.
17. Lisa Endlich: Goldman Sachs: The Culture of Success. New York, 1999, Alfred A. Knopf, különösen: p. 126–128.
18. Uo. p. 195–207.
19. A szerző interjúja Steven Blackkel.
20. A szerző interjúja Jon Corzine-nal.
21. Gretchen Morgenson – Michael Weinstein: Teachings of Two Nobelists Also Proved Their Undoing. The New York Times, November 14, 1998.
22. Steven Lipin – Matt Murray — Jacob M. Schlesinger: Bailout Blues: How a Big Hedge Fund Marketed Its Expertise and Shrouded Its Risks. The Wall Street Journal, September 25, 1998.
23. A szerző interjúja Rob Adriannel.
24. A szerző interjúja Steven Blackkel és Thomas Maherasszal.
25. Carol Loomis: A House Built on Sand. Fortune, October 26, 1998.
26. A szerző interjúja John Whiteheaddel.
27. Federal Reserve Bank of New York: Chronology of Material Events in the Efforts Regarding Long-Term Capital Portfolio, L. P.

    Alan Greenspan: level Alfonse M. D'Amato szenátornak (melléklet), October 20, 1998.
28. A szerző interjúja Jon Corzine-nal.
29. A szerző interjúja Warren Buffett-tel.

10. A Fednél

Mottó: William J. McDonough meghallgatása a Committee on Banking and Financial Services, U. S. House of Representatives (az Egyesüli Államok képviselőházának bank- és pénzügyi szolgáltatások bizottsága – a fordító) előtt, October 1, 1998.

1. A szerző interjúja Peter Fisherrel.
   Jacob Schlesinger: Long-Term Capital Bailout Spotlights a Fed 'Radical'. The Wall Street Journal, November 2, 1998.
2. A szerző interjúja Jon Corzine-nal.
3. A szerző interjúja Steven Blackkel.
4. A szerző interjúja Eric Rosenfelddel.
5. A szerző interjúja Richard Dunn-nal.
6. A szerző interjúja Andrew Sicilianóval.
7. A szerző interjúja Jon Corzine-nal és Herbert Allisonnal.
8. Alan Greenspan meghallgatása a Committee on Banking and Financial Services, U. S. House of Representatives (az Egyesült Államok képviselőházának bank- és pénzügyi szolgáltatások bizottsága – a fordító) előtt, October 1, 1998.
9. William J. McDonough meghallgatása a Committee on Banking and Financial Services, U. S. House of Representatives (az Egyesült Államok képviselőházának bank- és pénzügyi szolgáltatások bizottsága a fordító) előtt, October 1, 1998.
10. J. R. Wu: Treasurys Gains Are Trimmed After Yield Hits Low of 5.05%, as Stock Rally on Tape Release. The Wall Street Journal, September 22, 1998.
11. Robert Rubin: megjegyzések a Woodrow Wilson International Center for Scholars-ban. Washington, D. C, October 20, 1998.
12. A szerző interjúja David Komanskyval
13. A szerző interjúja James Cayne-nel.
14. A szerző interjúja Herbert Allisonnal.
15. Uo.
16. A Federal Reserve-nél tartott megbeszélésekről szóló beszámolók többnyire a szerző Jon Corzine-nal, Peter Fisherrel, David Pfluggal, David Komanskyval és Thomas Russóval készített interjúiból merítenek.
17. A levél megjelent a The Wall Street Journalben (Mitchell Pacelle – Leslie Seism – Steven Lipin: How Buffett, AIG and Goldman Sought Long-Term Capital, but Were Rejected. The Wall Street Journal. September 30, 1998.).
18. A szerző interjúja Herbert Allisonnal.
19. A szerző interjúja David Pfluggal.
20. Gretchen Morgenson: Seeing a Fund as Too Big to Fail, New York Fed Assists Its Bailout. The New York Times, September 24, 1998.

21. Michael Schroeder – Jacob M. Schlesinger: Fed May Face Recriminations over Handling of Fund Bailout. The Wall Street Journal, September 25, 1998.
22. Review & Outlook: Decade of Moral Hazard. The Wall Street Journal, September 25, 1998.
23. Gretchen Morgenson: Fallen Star: The Overview; Hedge Fund Bailout Ratdes Investors and Mardets. The New York Times, September 25, 1998
    Schroeder – Schlesinger: Fed May Face Recriminations over Handling of Fund Bailout.
24. Mullins Magic. Financial Times, September 25, 1998.
25. A szerző interjúja David Pfluggal és Herbert Allisonnal.
26. A szerző interjúja Steven Blackkel.
27. A szerző interjúja Herbert Allisonnal.

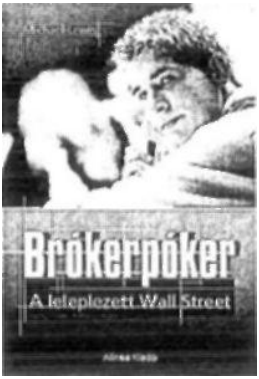
Epilógus

1. John Greenwald: The Brightest and the Brokest. Time, October 5, 1998.
   We Are So Rich, We Can Be Dumb. San Francisco Chronicle, October 1, 1998.
   Fast (and Suspect) Fix for a 'Long-Term' Problem. The Boston Globe, September 27, 1998.
   When a Hedge Fund Fails, All Investors Suffer – Is That Right?. The Philadelphia Inquirer, September 27, 1998.
   The Bolder They Are, the Softer They Fall. The Miami Herald, September 27, 1998.
2. Michael Lewis: How the Eggheads Cracked. The New York Times Magazine, January 24, 1999.
3. A szerző interjúja Eugene F. Famával.
4. Lewis: How the Eggheads Cracked.
5. Matt Murray: Bankers Trust is Hit by $488 Million Loss. The Wall Street Journal, October 23, 1998.
   P Beckett: Former Chairman of Bankers Trust Is Expected to Quit Deutsche Bank Post. The Wall Street Journal, June 25, 1999.
6. Peter Truell: Bailed-Out Hedge Fund Cutting 18% of Its Staff. The New York Times, October 28, 1998.
7. Lewis: How the Eggheads Cracked.

8. Uo.
Mitchell Pacelle – Randall Smith – Anita Raghavan: Investors May See 'LTCM, the Sequel'. The Wall Street Journal, May 20, 1999.
9. Myron S. Scholes: Risk-Reduction Methodology: Balancing Risk and Rate of Return Targets. New York, September 22–23, 1999. Beszéd az Economist befektető konferenciáján.
10. A szerző interjúja Eric Rosenfelddel.
11. Alan Greenspan: levél Alfonse M. D'Amato szenátornak, October 20, 1998.
12. Lynne Marek – Katherine Burton: Long-Term Capital Near to Being Out of Business, McDonough Says. Bloomberg, October 1, 1999.
13. Alan Greenspan megjegyzései a Futures Industry Association előtt, Boca Raton, Florida, March 19, 1999.
14. Capitalism: The Unknown Ideal, idézi Ayn Rand: Still Spouting. The Economist, November 27, 1999.
15. Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management. Report of the President's Working Group on Financial Markets. April 1999. p. 24, p. 29. (Fedezeti alapok, tőkeáttét és a Long-Term Capital Management tanulságai. A pénzügyi piacok vizsgálatával megbízott elnöki munkacsoport jelentése.)
16. John Cassidy: Annals of Finance: Time Bomb. The New Yorker, July 5, 1999.
17. Patrie M. Parkinson: Progress report by the President's Working Group on Financial Markets, meghallgatás a Committee on Agriculture, Nutrition, and Forestry, U.S. Senate (a szenátus mezőgazdasági, élelmezésügyi és erdőgazdálkodási bizottsága – a fordító) előtt. December 16, 1998.
18. Derivatives and Risk Management Symposium on Stability in World Financial Markets, Frodham University School of Law, January 28, 1999, megjelent Frodham: Finance, Securities & Tax Law Forum, vol. IV (1999) no. 1, p. 21.
19. Az adatok egy LTCM-jelentésből valók, melyet 1999 februárjában mutattak be az egyik befektetőnek.
20. Merrill Lynch: Annual Report, 1998, p. 50.

A szerzőről

Roger Lowenstein több mint egy évtizeden át volt a The Wall Street Journal riportere, és a lap Heard on the Street és Intrinsic Value rovatainak állandó publicistája. Első könyve a Buffett: The Making of an American Capitalist bestseller lett az Egyesült Államokban. A The Wall Street Journal mellett több ízben publikált a The New York Times és a New York Republic oldalain, és rovata van a Smart Money Magazine című lapban is. A New Jersey-i Westfieldben él, három gyermek apja.



Michael Lewis

Brókerpóker

Egy modern aranyláz korszaka volt. Soha annyi képzetlen huszonéves fickó nem keresett olyan rövid idő alatt annyi pénzt. Miután valaki megtanulta a trükköket, csak fel kellett vennie a telefont, és a pénz az ölébe hullott. Egy szem- és fültanú megmutatja, hogyan működik valójában a Wall Street. Lerántja a leplet egy megdöbbentő korszakról.

352 oldal, keménytáblás kötésben, 2950 Ft
ISBN: 963 86651 7 3

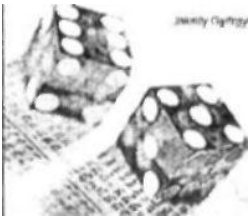
Szeles Nóra

A tőzsdesztori

„Szeles Nóra értékes és nagyon érdekes könyvet írt a magyar tőzsdevilág felélesztéséről, fejlődéséről és jelenlegi helyzetéről. Ez a könyv hosszú ideig kötelező olvasmánya lesz mindazoknak, akik közelről vagy távolról tájékozódni akarnak a magyar tőzsde világáról."

Lámfalussy Sándor
az Európai Monetáris Intézel volt elnöke

2. kiadás, 424 oldal, paperback, 3450 Ft
ISBN: 963 9659 01 0



A pénz természete

Jaksity György

A pénz könnyelmű természete

A pénz természete című, már több kiadásban megjelent nagy sikerű könyv rövidített és átdolgozott változata. Izgalmas szellemi utazás a pénz körül: a történetétől indulva, különböző tudományterületek szemüvegén keresztül – a pszichológiától a fizikán ál a filozófiáig – vizsgálva. Tanulságos, s egyben szórakoztató olvasmány a pénz (s az ember) természetéről.

398 oldal, paperback, 2900 Ft
ISBN: 963 86651 8 1

Fellegi Tamás

Bárki lehet tőzsdés

A befektetők körében már-már klasszikusnak számító könyvben a szerző a befektetések világába kalauzolja el az olvasót. Személyes tapasztalatain – sikerein éppúgy, mint kudarcain – keresztül ismerhetjük meg a különböző befektetések piacait. A könyv negyedik kiadása lényegesen kibővült a korábbi magyar és angol kiadásokhoz képest.

4. kiadás, 272 oldal, paperback, 2480 Ft
ISBN: 978-963-9659-10-0

Robert J. Shiller

Tőzsdemámor

A könyv újszerű megközelítésben elemzi a tőzsdei szárnyalásokat, segít abban, hogy megértsük a piacokat és a befektetőket befolyásoló tényezőket, a spekulációs buborékok természetét. Figyelmeztet, hogy bekövetkezhet az elmúlt években tapasztaltaknál jóval gyengébb teljesítmény is, s leírja, hogyan védekezhetünk ez ellen.

288 oldal, keménytáblás kötésben, 3950 Ft
ISBN: 963 20260 6 3

John Rolfe – Peter Troob

A Wall Street dzsungelében

Neves business schoolokban frissen végzett fiatalemberek boldogan vetik magukol egy befektetési bank karjaiba. Közlegényként állnak be az agyonhajszolt pénzhajhászok öltönyösnyakkendős seregébe, és elkeseredetten igyekeznek talpon maradni. Végül a még megmaradt ép eszükkel kiugranak – és megírják ezt a könyvet.

328 oldal, keménytáblás kötésben, 2950 Ft
ISBN: 963 9659 03 7

1882 2007
Készült a Gyomai Kner Nyomda Zrt.-ben,
a nyomda alapításának 125. esztendejében
Felelős vezető Papp Lajos vezérigazgató
Tel.: 66/887-400
http://www.gyomaikncr.hu
E-mail: knernyomda@gyomaikner.hu

Tapasztalt tőzsdeguruk és Nobel-díjas közgazdászok egy csoportja elhitte, hogy képesek legyőzni a piacot. Úgy gondolták – mint az alkimisták –, hogy a *tudás* birtokában határtalan vagyonra tehetnek szert. Kezdetben irigyelték őket és minden befektetőt, aki részesedhetett látványos sikereikből. Végül azonban ügyködésük eredményeként ezermilliárd dolláros lyuk tátongott a világ pénzügyi rendszerében.

A Long-Term Capital Management esete igaz történet a világ egyik legnagyobb pénzügyi bukását okozó elbizakodott, nagyravágyó emberekről. Kötelező olvasmány minden, saját vagy mások pénzét kockáztató befektetőnek.

„A pénzügyi piacokon túlmutató izgalmas számadás a kockázatról és a sikerről, az önhittségről és a bukásról."

The New York Times

„A világméretű mohóság és a mindenek feletti elbizakodottság mocskos, de egyben elbűvölő története."

Business Week

„Ez az egyik legjobb tényfeltáró könyv."

The Economist

2950 Ft

ISBN 978-963-9659-13-1