

*Роберт Хагстром*

# Уоррен Баффет



Как 5 долларов  
превратить  
в 50 миллиардов.  
Простые правила  
великого инвестора

Robert G. Hagstrom

# The Warren Buffett Way



John Wiley & Sons, Inc.

Роберт Хагстром

# Уоррен Баффет

Как 5 долларов превратить  
в 50 миллиардов

Простые правила великого инвестора

Перевод с английского Натальи Яцюк

2-е издание

Издательство «Манн, Иванов и Фербер»  
Издательство «Эксмо»  
Москва, 2015

УДК 336.767  
ББК 65.263.12  
Х13

*Издано с разрешения Projex и Alexander Korzhenevski Agency*

**Хагстром, Роберт**

X13 Уоррен Баффет. Как 5 долларов превратить в 50 миллиардов. Простые правила великого инвестора / Роберт Хагстром; пер. Натальи Яцюк. — 2-е изд. — М. : Манн, Иванов и Фербер; Эксмо, 2015. — 352 с.

ISBN 978-5-00057-588-8

Книга, которую вы держите в руках, — это второе издание бестселлера Хангстрема, значительно переработанное и дополненное. В нем проанализированы принципы, составляющие сущность подхода Баффета к инвестициям и представляющие собой своеобразный свод правил ведения бизнеса, управления финансами и людьми, определения стоимости компании.

Среди десятков книг о правилах Баффета, эту книгу выделяет аналитический подход и глубокий анализ. Если у вас есть время прочесть одну книгу по инвестициям, прочтите эту.

УДК 336.767  
ББК 65.263.12

Все права защищены.  
Никакая часть данной книги не может быть воспроизведена в какой бы то ни было форме без письменного разрешения владельцев авторских прав.  
Правовую поддержку издательства обеспечивает юридическая фирма «Вегас-Лекс»

**VEGAS LEX**

ISBN 978-5-00057-588-8

© 2005 by Robert G. Hagstrom. All rights reserved  
© Перевод на русский язык, издание на русском языке, оформление. ООО «Манн, Иванов и Фербер»,  
ООО «Издательство “Эксмо”», 2015

# Оглавление

Вступительная статья . . . . .	7
Предисловие ко второму изданию . . . . .	13
Предисловие к первому изданию . . . . .	16
Введение . . . . .	23
Глава 1. Величайший инвестор в мире . . . . .	31
Глава 2. Образование Уоррена Баффета . . . . .	44
Глава 3. «Страхование — главный бизнес нашей компании». . . . .	71
Глава 4. Как следует приобретать компании . . . . .	86
Глава 5. Руководство по инвестированию: что следует знать о бизнесе интересующей вас компании . . . . .	113
Глава 6. Руководство по инвестированию: что следует знать . . . . . о руководстве интересующей вас компании . . . . .	137
Глава 7. Руководство по инвестированию: что следует знать о финансах интересующей вас компании . . . . .	176
Глава 8. Руководство по инвестированию: что следует знать о стоимости интересующей вас компании . . . . .	191
Глава 9. Инвестиции в ценные бумаги с фиксированным доходом . . . . .	215
Глава 10. Как управлять инвестиционным портфелем . . . . .	237
Глава 11. Психология инвестирования . . . . .	263
Глава 12. Неблагоразумный человек . . . . .	280
Послесловие . . . . .	293
Приложение . . . . .	310
Примечания . . . . .	328
От автора . . . . .	340



# Вступительная статья

Около двадцати лет назад, во время подготовки к работе инвестиционным брокером в компании Legg Mason, вместе с другими учебными материалами я получил годовой отчет о деятельности Berkshire Hathaway. Это было мое первое знакомство с Уорреном Баффетом.

Как и на большинство людей, читающих годовые отчеты Berkshire, на меня произвела большое впечатление ясность стиля, в котором Уоррен Баффет излагает свои мысли. В 1980-х годах, будучи молодым специалистом, я почувствовал, что у меня голова идет кругом от всевозможных данных о состоянии фондового рынка и экономики в целом, а также от непрерывного процесса купли-продажи ценных бумаг. И все же каждый раз, когда я читал истории об Уоррене Баффете или написанные им статьи, мне казалось, что его благоразумный голос возвышается над всем этим рыночным хаосом. Именно умиротворяющее влияние Уоррена Баффета вдохновило меня на написание этой книги.

Самая сложная проблема, с которой я столкнулся при написании книги «Уоррен Баффет», заключалась в необходимости подтвердить или опровергнуть следующее утверждение Баффета: «Все, что я делаю, не выходит за рамки возможностей любого другого человека». Некоторые критики доказывают, что, несмотря на громадный успех Уоррена Баффета, наличие у этого человека особого склада ума и индивидуальных отличительных особенностей означает невозможность широкого применения его принципов инвестиционной деятельности. Я не согласен с этим утверждением. Безусловно, Уоррен Баффет — уникальная личность, во многом отличающаяся от других, однако его методологию, при условии ее глубокого понимания, могут применять как отдельные инвесторы, так и инвестиционные компании. Цель,

которую я преследовал при написании этой книги, заключалась в том, чтобы помочь инвесторам применить в своей деятельности стратегии, принесшие успех Уоррену Баффету.

В книге «Уоррен Баффет» представлено описание основных принципов этой концепции инвестиционной деятельности. Здесь нет никаких компьютерных программ, которые необходимо было бы освоить, нет ссылок на толстые учебники по инвестициям, в которых пришлось бы разбираться. Независимо от того, способен инвестор купить 10% акций компании или только сотню-другую, эта книга поможет ему обеспечить получение значительной прибыли на инвестированный капитал.

Однако инвесторам не следует сопоставлять свои достижения с тем, чего удалось добиться Уоррену Баффету. Пятьдесят лет, в течение которых он занимается инвестициями, делают крайне маловероятной возможность воспроизведения кем бы то ни было результатов, полученных его компанией. Вместо этого необходимо сопоставлять достижения свои и других инвесторов того же уровня, независимо от того, занимаются они активным управлением открытыми инвестиционными фондами, инвестируют капитал через индексные фонды или покупают ценные бумаги самостоятельно.

Первое издание этой книги завоевало широкую популярность среди читателей, и я испытываю глубокое удовлетворение от того, что книга оказалась полезной для такого большого количества людей. Следует отметить, что книга «Уоррен Баффет» обязана своим успехом, в первую очередь, самому Уоррену Баффету. Его мудрость и высокие моральные качества очаровали миллионы людей во всем мире. Его интеллект и выдающиеся достижения в инвестиционной сфере на протяжении многих лет буквально гипнотизировали специалистов по инвестициям, в том числе и меня. Такое редкое сочетание характеристик делает Уоррена Баффета единственным и самым популярным образцом для подражания в современной инвестиционной сфере.

До выхода этой книги я никогда не встречался с Уорреном Баффетом, я не консультировался с ним в процессе ее написания. Безусловно, такие консультации дали бы книге дополнительное преимущество. Тем не менее у меня была прекрасная возможность воспользоваться многочисленными работами Уоррена Баффета по инвестициям, написанными им за более чем сорокалетний период. В процессе

изложения материала я интенсивно использовал цитаты из годовых отчетов о деятельности компании Berkshire Hathaway, особенно из знаменитых обращений председателя совета директоров компании к ее акционерам. Г-н Баффет дал разрешение на использование этих материалов, защищенных авторским правом, но только после того, как он просмотрел практически готовую книгу. Это разрешение ни в коем случае не означает, что он принимал участие в работе над книгой, предоставил в мое распоряжение секретные документы о деятельности Berkshire Hathaway, раскрыл стратегии, упоминания о которых пока нет в его официальных отчетах.

Практически все, что делает Уоррен Баффет, имеет публичный характер, но при этом его действия не описаны ни в одном печатном издании. По моему мнению, что действительно необходимо и что представило бы большую ценность для инвесторов — это тщательный анализ всех размышлений и стратегий Уоррена Баффета, наряду с анализом всех инвестиций, сделанных компанией Berkshire Hathaway за многие годы. Кроме того, такой многосторонний анализ деятельности Уоррена Баффета целесообразно было разместить в одном печатном источнике. Эта необходимость и стала отправной точкой написания первого издания книги «Уоррен Баффет».

Пересмотренное и исправленное издание книги, подготовленное спустя десять лет после публикации первого, имеет примерно ту же цель — проанализировать уроки в инвестиционной сфере, которые можно извлечь из самого последнего периода деятельности Уоррена Баффета, а также изучить влияние изменений финансового климата на принципы инвестиционной деятельности Уоррена Баффета.

Некоторые аспекты удалось выяснить достаточно быстро. В последние годы активность Уоррена Баффета на фондовом рынке существенно снизилась. Он чаще покупал целые компании, чем акции. Время от времени он также покупал различные облигации (корпоративные облигации инвестиционного класса, государственные облигации и даже высокодоходные облигации), но впоследствии, как только стоимость этих облигаций начинала падать, он избавлялся от них.

В данной книге приведена краткая характеристика некоторых компаний, которые в последнее время были приобретены Berkshire Hathaway, а также изложен анализ того, каким образом характеристики этих компаний отображают принципы инвестиционной

деятельности Уоррена Баффета. Многие из этих компаний принадлежали частным лицам до того, как их приобрел Уоррен Баффет, поэтому к точным данным об их деятельности не было открытого доступа. Следовательно, я не могу с полной уверенностью утверждать, что Уоррен Баффет детально анализировал экономические показатели их работы. Я могу отметить только то, что ему однозначно нравилась видимая сторона их деятельности.

В процессе написания второго, переработанного и дополненного издания книги «Уоррен Баффет» я воспользовался возможностью добавить в него некоторые материалы, не представленные в предыдущем издании. В частности, я включил сюда главу, посвященную методике управления инвестиционным портфелем, которой руководствуется Уоррен Баффет, — методики, которая получила название «концентрированные инвестиции». Она представляет собой краеугольный камень успеха Уоррена Баффета, поэтому я настоятельно рекомендую обратить на этот раздел особое внимание. Кроме того, в это издание включена глава, посвященная психологии денег, в которой проанализированы многочисленные аспекты губительного влияния эмоционального отношения к деньгам на принятие правильных решений. Для того чтобы разумно инвестировать капитал, необходимо научиться поступать мудро вопреки всем возможным соблазнам. Эта необходимость обусловлена двумя причинами: во-первых, если человек знает, как распознать эмоциональные ловушки, он может избежать их. А во-вторых, это позволяет вовремя распознать ошибочные шаги, предпринятые другими инвесторами, для того чтобы извлечь из них выгоду.

Десять лет можно расценивать как очень или не очень длительный период времени, в зависимости от обстоятельств и личного восприятия окружающего мира каждым человеком. С точки зрения инвесторов, на протяжении этих десяти лет изменился контекст инвестиционной деятельности, но основные ее принципы остались прежними. Это хорошо, поскольку за последующие десять лет этот контекст снова может вернуться к прежнему состоянию или даже измениться в прямо противоположную сторону. Те инвесторы, которые останутся верными основополагающим принципам инвестиционной деятельности, смогут пережить такие потрясения намного легче тех, кто этого не сделает.

В течение десяти лет, прошедших после написания книги «Уоррен Баффет», шумиха на фондовом рынке продолжает усиливаться и в некоторых случаях доходит до оглушающего визга. Телевизионные комментаторы, авторы книг по финансам, аналитики и специалисты в области маркетинговых стратегий изо всех сил пытаются привлечь внимание инвесторов. В то же время многие инвесторы чрезмерно увлеклись организованными на различных сайтах дискуссионными форумами и электронными досками объявлений, обмениваясь сомнительной информацией и советами, которые только вводят других в заблуждение. Тем не менее, несмотря на доступность такой информации, инвесторы считают, что в современных условиях становится все труднее и труднее получать прибыль на инвестированный капитал. Некоторым из них трудно даже продолжать заниматься своим делом. Курсы акций резко поднимаются без видимых причин, после чего так же быстро и неожиданно падают. Люди, решившие заняться инвестициями для того, чтобы накопить денег на обучение детей или на собственное пенсионное обеспечение, находятся в постоянном страхе. Кажется, что в последнее время на фондовом рынке нет никаких осмысленных действий — сплошной хаос.

И в этом хаосе фондового рынка, как айсберг среди океана, возвышается здравый смысл и мудрость Уоррена Баффета. В среде, которая, по всей видимости, благоприятна скорее для спекулянтов, чем для инвесторов, мудрые советы Уоррена Баффета по вопросам инвестиций снова и снова оказываются спасательным кругом для миллионов инвесторов, потерпевших неудачу. Время от времени те, кто придерживается других взглядов на инвестиционную деятельность, заявляют: «Но на этот раз все обстоит совсем по-другому», и в некоторых случаях они оказываются правы. Политики предпринимают неожиданные действия, рынок реагирует и, это, в свою очередь, в какой-то степени сказывается на состоянии экономики. Непрерывно появляются новые компании, тогда как старые прекращают свою деятельность. Происходит развитие и адаптация различных отраслей экономики к новым условиям. Перемены носят непрерывный характер, однако принципы инвестиционной деятельности, изложенные в этой книге, остаются неизменными.

Я хотел бы привести здесь краткий, но убедительный урок, взятый из годового отчета Berkshire Hathaway за 1996 год. «Инвестор должен

поставить перед собой простую цель — приобрести по разумной цене долю в капитале компаний, бизнес которых ему понятен и прибыли которых с большой степенью вероятности будут увеличиваться на протяжении следующих пяти, десяти, двадцати лет. С течением времени на рынке останется очень мало компаний, отвечающих этим требованиям. Именно поэтому, как только инвестор найдет компанию с такими характеристиками, ему следует немедленно приобретать как можно больше ее акций».

Какие бы средства ни имел в своем распоряжении инвестор, какая бы отрасль или компания ни представляла для него интерес как объект для инвестиций, он не сможет найти более подходящего критерия для принятия правильного решения.

*Роберт Хагстром*

# Предисловие ко второму изданию

В 1994 году, когда Роберт Хагстром впервые опубликовал свою книгу «Уоррен Баффет», она стала большим событием в деловом мире. Продано уже более 1,2 млн экземпляров книги, популярность которой свидетельствует о точности представленного в ней анализа и ценности предложенных советов.

Каждый раз, когда речь заходит о деятельности Уоррена Баффета, больше всего поражают огромные цифры. В то время, когда большинство инвесторов мыслят категориями сотен и, возможно, тысяч, Уоррен Баффет действует в мире миллионов и миллиардов. Однако это совсем не означает, что ему нечему научить других инвесторов. Совсем наоборот. Внимательный анализ текущей и предыдущей деятельности Уоррена Баффета, а также понимание его образа мышления позволяет любому из нас моделировать свои собственные действия на этой основе.

Именно в этом и заключается значение книги Роберта Хагстрона. Он тщательно изучил деятельность, высказывания и решения Уоррена Баффета за достаточно длительный период, после чего на основании проделанного анализа сделал ряд обобщающих выводов. В данной книге автор изложил суть этих выводов в виде двенадцати неподвластных времени принципов инвестиционной философии Уоррена Баффета, которые не теряют своей актуальности при любых обстоятельствах и на любых рынках. Эти принципы, составляющие суть руководства по инвестированию Уоррена Баффета, настолько универсальны, что их может взять на вооружение любой инвестор.

Непреходящая ценность книги Роберта Хагстрона заключается в следующем: несмотря на то что в ней рассказывается о конкретных

методах инвестирования на фондовом рынке, по существу речь идет именно об универсальных принципах инвестиционной деятельности. И эти принципы неизменны. Здесь я представляю себе, как Уоррен Баффет со своей характерной улыбкой говорит: «Именно поэтому они и называются принципами».

Прошедшие десять лет представляют собой яркую иллюстрацию этой основополагающей истины. На протяжении этих десяти лет тенденции на фондовом рынке неоднократно менялись. Мы были свидетелями возникновения спекулятивного рыночного «пузыря» (который сделал многих людей богатыми), после чего последовал затяжной период резкого, болезненного спада на фондовом рынке, и в итоге весной 2003 года фондовый рынок опустился до самого низкого уровня, а затем начал постепенно расти.

Тем не менее независимо от обстоятельств Уоррен Баффет неизменно придерживался одной и той же концепции инвестиционной политики, которая построена на следующих основополагающих принципах:

- покупка акций должна рассматриваться с точки зрения приобретения части бизнеса компании;
- формирование оптимального (с низкой оборачиваемостью) инвестиционного портфеля;
- целесообразность инвестиций только в то, что инвестор может понять и проанализировать;
- обеспечение маржи безопасности инвестиций между ценой покупки акций и их долгосрочной стоимостью.

Инвесторы Berkshire Hathaway неизменно извлекают выгоду из такого подхода к вложению капитала. С тех пор как в 2003 году начался процесс оживления экономики, цена каждой акции Berkshire Hathaway выросла на 20 тыс. долл. (более чем на 30%), существенно опередив средние темпы роста акций на фондовом рынке.

В современной инвестиционной деятельности существует прямая преемственность идей — от Бенджамина Грэхема, Уоррена Баффета и его современников к специалистам-практикам следующего поколения (таким как Роберт Хагстром). Эти идеи могут стать серьезной опорой в деятельности инвесторов, вкладывающих капитал тогда,

когда рыночная стоимость акций падает ниже их реальной стоимости. Уоррен Баффет, самый известный ученик Бенджамина Грэхема, часто советует инвесторам почитать книгу «Разумный инвестор»\*. Я и сам часто даю такой совет. Я убежден, что у книги Роберта Хагstromа и этого классического труда есть одно общее важное качество: чтение этих книг не сделает человека богатым, но и вероятность того, что оно сделает его бедным, ничтожно мала. Понимание и разумное применение методов и принципов инвестиционной деятельности, изложенных в данной книге, поможет читателю стать успешным инвестором.

*Билл Миллер,  
CEO компании Legg Mason Capital Management*

---

\* Бенджамин Грэхем. Разумный инвестор. Инвестирование с учетом реальной стоимости бизнеса. Издано на русском языке. Вильямс. Киев, 2007

# Предисловие к первому изданию

Воскресным вечером в начале 1989 года я был дома — зазвонил телефон. Наша средняя дочка Энни, которой в то время исполнилось 11 лет, первой подошла ответить. Она сказала мне, что звонит Уоррен Баффет. Я был уверен, что это шутка. Однако звонивший начал свой разговор так: «Это Уоррен Баффет из Омахи (как будто я мог спутать его с каким-либо другим Уорреном Баффетом). Я только что закончил читать вашу книгу, мне она понравилась, и я хотел бы процитировать одно из ваших высказываний в своем ежегодном обращении к акционерам компании Berkshire. Я всегда хотел написать книгу, но так и не нашел для этого времени». Он разговаривал очень быстро, с большим воодушевлением, и, наверное, произнес больше сорока слов за 15–20 секунд, включая смех и шутки. Разумеется, я тут же согласился на его просьбу. Наша беседа продолжалась, думаю, от 5 до 10 минут. Помню, что Уоррен Баффет закончил разговор словами: «Если вы когда-нибудь посетите Омаху и не зайдете ко мне, я вам этого не прощу».

Разумеется, я воспользовался его предложением примерно полгода спустя. Уоррен Баффет лично показал мне каждый квадратный метр своего офиса (что не заняло много времени, поскольку все офисные помещения могли бы поместиться на площади, которая не заняла бы и половины теннисного корта), и я поздоровался с каждым из одиннадцати служащих. Во всем офисе не оказалось аппарата, передающего котировки ценных бумаг, и не было ни одного компьютера.

Примерно через час мы отправились в местный ресторан, где, следуя примеру Уоррена Баффета, а съел ужасный бифштекс, а также

впервые за тридцать лет выпил кока-колу. Мы поговорили о работе, детях, бейсболе, бридже и обменялись рассказами о компаниях, в которые мы делали инвестиции в прошлом. Уоррен Баффет рассказывал сам или отвечал на мои вопросы обо всех акциях и всех компаниях, которыми владела компания Berkshire (он никогда не называл ее Berkshire Hathaway).

Почему Уоррен Баффет стал величайшим в мире инвестором? Что он представляет собой как человек, держатель акций, менеджер и владелец многих крупных компаний? Что особенного в годовом финансовом отчете о деятельности Berkshire Hathaway, если Баффет уделяет ему так много сил и внимания, какую информацию можно из него почерпнуть? Пытаясь найти ответы на эти вопросы, я поговорил с самим Уорреном Баффетом, прочитал еще раз последние пять годовых отчетов, а также более ранние из них, за период, когда он был председателем совета директоров (отчеты с 1971 по 1972 год состояли всего из двух страниц). Кроме того, я побеседовал с людьми, которые тесно сотрудничали с Уорреном Баффетом в различных областях на протяжении последних десятилетий, и выяснил их мнение по интересующим меня вопросам (моими собеседниками были: Джек Бирн, Роберт Денхэм, Дон Кью, Кэрол Лумис, Том Мэрфи, Чарли Мангер, Карл Рейхардт, Фрэнк Руни и Сет Шофилд).

Что касается личностных характеристик Уоррена Баффета, мнение всех этих людей оказалось единогласным. Они считали его основной чертой удовлетворенность жизнью. Он с любовью относится ко всему, что делает, начиная от общения с людьми, изучения годовых и квартальных отчетов, переполненных большим количеством цифр, и заканчивая чтением многочисленных газет и других периодических изданий. Уоррену Баффету как инвестору свойственны дисциплинированность, терпение, гибкость, смелость, убежденность и решительность. Он всегда ищет такие объекты для инвестиций, которые обеспечивали бы полное отсутствие или минимальный уровень риска. Кроме того, Уоррен Баффет мастерски определяет вероятность тех или иных событий и шансы на успех. По моему глубокому убеждению, эта способность Баффета основывается на его пристрастии к простым математическим вычислениям, увлеченности игрой в бридж и активном участии в карточных играх, а также большим опытом в страховой деятельности и принятии на себя больших рисков

в сфере страхования и перестрахования. Уоррен Баффет готов рисковать там, где вероятность полного провала достаточно низкая, а потенциальный выигрыш значителен. Он всегда фиксирует все свои неудачи и ошибки, но никогда не приносит извинений. Он любит подшучивать над собой и всегда положительно отзывается о коллегах.

Уоррен Баффет, выдающийся специалист в сфере бизнеса, всегда внимательно выслушивает собеседника. Он способен быстро и точно определить ключевую компетенцию компании или решить сложную проблему. Уоррен Баффет может принять решение об отказе от инвестиций в ту или иную компанию менее чем за две минуты. Ему также требуется всего несколько дней для того, чтобы выполнить необходимые исследования и принять решение о необходимости сделать во что-либо серьезные инвестиции. Уоррен Баффет всегда готов к любым неожиданностям, в одном из своих годовых обращений к акционерам он напомнил об основном правиле Ноя: «Зачтется не тому, кто предсказывает дождь, а тому, кто строит ковчег».

Как руководитель Уоррен Баффет никогда не вызывает к себе в кабинет начальников отделов или других высших менеджеров компании, но с удовольствием предоставляет им право в любое время дня и ночи звонить ему, чтобы сообщить о чем-то или попросить совет. После инвестирования капитала в акции компании или после приобретения всей компании Уоррен Баффет берет на себя функцию поддержки ее деятельности и в случае необходимости консультирует руководство компании. Пользуясь бейсбольной терминологией, он говорит: «В Berkshire не принято указывать самым результативным подающим игрокам, как правильно бить по мячу».

Искусство выступать перед аудиторией и компьютерная грамотность — вот два примера готовности Уоррена Баффета постоянно обучаться и адаптироваться к изменяющимся условиям. В 1950-х годах за 100 долларов он прошел курс ораторского искусства у Дейла Карнеги. Сам Баффет высказался об этом так: «Я сделал это не для того, чтобы у меня не дрожали колени, когда я выступаю перед публикой, а для того, чтобы продолжать выступление, даже когда колени дрожат». На ежегодном собрании акционеров Уоррен Баффет вместе с Чарли Мангером сидит за столом на сцене перед аудиторией численностью более двух тысяч человек и без каких бы то ни было запи-

сей произносит свою речь или отвечает на вопросы в стиле, который доставил бы удовольствие таким мастерам публичных выступлений, как царь Соломон, Филип Фишер, Уилл Роджерс, Бенджамин Грэхем, Дэвид Латтерман и Билли Кристалл. Для того чтобы иметь возможность чаще играть в бридж, в начале 1994 года Уоррен Баффет научился пользоваться компьютером. Это дало ему возможность присоединиться к компьютерной сети, с помощью которой можно было играть с другими любителями игры, живущими в разных уголках страны. Возможно, в ближайшем будущем Уоррен Баффет начнет использовать компьютеры для сбора информации о компаниях, данные о которых доступны в сети Интернет и открыты для изучения возможности инвестировать в них.

По мнению Уоррена Баффета, важнейший фактор, определяющий целесообразность инвестиций в ту или иную компанию — это фактическая стоимость компании и ее приемлемая цена. Его не интересует, что происходило на фондовом рынке в недавнем прошлом или что произойдет на нем. В 1988 и 1989 годах, после того как курс акций на фондовом рынке поднялся в пять раз по сравнению с предыдущими шестью годами и в пятьдесят раз по сравнению с предыдущими шестидесятью годами, Баффет приобрел акции компании Coca-Cola на 1 млн долл. За три года он в три раза увеличил свое состояние и планирует заработать на этих акциях намного больше на протяжении последующих пяти, десяти и двадцати лет. В 1976 году Уоррен Баффет приобрел очень большой пакет акций компании GEICO; произошло это именно в тот момент, когда стоимость акций этой компании упала с 61 до 2 долл. и, по всеобщему мнению, должна была упасть до нуля.

Каким образом методы Уоррена Баффета могут быть использованы обычными инвесторами? Уоррен Баффет никогда не делает инвестиций в компании, бизнес которых ему непонятен, то есть которые находятся вне «круга его компетентности». Следуя этому подходу, каждый инвестор с течением времени может сформировать и расширить свой «круг компетентности» в той отрасли, в которой он разбирается профессионально, или в любой другой, изучение которой доставляет ему удовольствие. По мнению Уоррена Баффета, в этот круг нет необходимости вносить многочисленные коррективы. Он утверждает, что за его собственную сорокалетнюю карьеру все, что действительно

имело значение, — это принятые им двенадцать инвестиционных решений.

Риск инвестиций может быть значительно сокращен за счет концентрации внимания инвесторов на небольшом числе ценных бумаг, поскольку это заставляет его тщательно анализировать каждую их них. Как правило, в портфель Berkshire входят акции только пяти компаний. Один из принципов инвестиционной деятельности, несколько раз отчетливо проиллюстрированный в данной книге, заключается в покупке акций крупных компаний в тот момент, когда они переживают временные трудности, или в момент падения фондового рынка, когда создаются условия для установления выгодных цен на акции незаурядных компаний. Инвесторам не следует пытаться прогнозировать тенденции на фондовом рынке и в экономике в целом, динамику процентных ставок и результаты выборов. Им не нужно напрасно тратить деньги на тех, кто занимается составлением таких прогнозов, зарабатывая этим на жизнь. Напротив, следует изучить реальные факты о деятельности компании, о ее финансовом состоянии, определить ценность будущих перспектив развития — и покупать ее акции, если все полученные данные говорят о целесообразности инвестиций. Несмотря на очевидность необходимости такого подхода, многие люди делают инвестиции так, будто они в течение всей игры в покер ни разу не заглянули в свои карты.

Очень немногим инвесторам хватило бы компетентности и смелости, чтобы купить акции GEICO по цене 2 долл. за одну акцию (или акции Wells Fargo, или General Dynamics) в тот момент, когда эти компании переживали трудные времена, — многие авторитетные специалисты заявляли о том, что эти компании находятся в глубоком кризисе. Тем не менее все компании, акции которых приобрел Уоррен Баффет — Capital Cities/ABC, Gillette, Washington Post, Affiliated Publications, Freddie Mac и Coca-Cola (она принесла компании Berkshire Hathaway более 6 млрд долл. прибыли, или 60% от общей стоимости акционерного капитала компании, составляющего 10 млрд долл.), — оказались хорошо организованными, незаурядными компаниями, имеющими устойчивые результаты деятельности за прошедший период.

Уоррен Баффет готовит годовые отчеты о деятельности Berkshire Hathaway не только для того, чтобы ознакомиться с ее деятельностью,

но и для того, чтобы помочь более широкому кругу инвесторов усовершенствовать свой подход к инвестиционной деятельности.

Баффет происходит из семьи редакторов газет (родители). Его тетушка Эллис на протяжении тридцати лет была учительницей в средней школе. Уоррен Баффет в равной степени любит и обучать других людей методам ведения бизнеса вообще и методам инвестиционной деятельности в частности, и писать об этом. Когда ему исполнился 21 год, он преподавал на общественных началах в университете в Омахе. В 1955 году, когда Уоррен работал в Нью-Йорке, он преподавал курс для взрослых «Фондовый рынок», организованный при средней школе в Скарсдейле. На протяжении десяти лет, начиная с конца 1960-х годов, Уоррен Баффет читал бесплатный курс лекций в университете Крейтона. В 1977 году он работал в комитете, возглавляемом Элом Соммером — младшим, задача которого состояла в консультировании Комиссии по ценным бумагам и биржевым операциям (Securities and Exchange Commission) по вопросам раскрытия информации о ценных бумагах компаний. После участия в работе этого комитета Уоррен Баффет существенно изменил объем годовых отчетов о деятельности Berkshire Hathaway: первым в новом формате был опубликован отчет за 1977 год, составленный в конце 1977 — начале 1978 года. Этот формат во многом напоминал отчеты за период с 1956 по 1969 год.

Начиная с 1980-х, годовые отчеты о деятельности Berkshire содержали данные об эффективности использования активов компании, сведения о новых инвестициях, обновленные данные о состоянии отрасли страхования и перестрахования. С 1982 года в годовых отчетах перечисляются критерии отбора тех компаний, акции которых руководство Berkshire хотело бы приобрести. Эти отчеты дополнены многочисленными примерами, аналогиями, историями и метафорами относительно того, как правильно инвестировать.

Уоррен Баффет установил высокие темпы повышения эффективности работы компании Berkshire в будущем, поставив перед компанией цель увеличивать ее действительную стоимость на 15% ежегодно, на протяжении длительного периода времени. Добиться таких темпов роста удалось очень немногим компаниям, а в период с 1956 по 1993 год — только Уоррену Баффету. В свое время он заявил, что будет очень трудно поддерживать такие темпы развития

компании, но есть много благоприятных возможностей, а в распоряжении Berkshire всегда есть достаточно денежных средств для очередных инвестиций и обеспечения дальнейшего развития компании. Эта убежденность Уоррена Баффета в какой-то степени подчеркнута в последних нескольких словах годового отчета, опубликованного в июне 1993 года: «Начиная с 1967 года компания Berkshire не объявляла о выплате дивидендов».

Однажды Уоррен Баффет сказал, что всегда хотел написать книгу об инвестиционной деятельности. Будем надеяться, что когда-нибудь он это сделает. Однако пока этого не случилось, роль такой книги выполняют отчеты о деятельности Berkshire Hathaway, публикуемые раз в год. Это в какой-то степени напоминает творчество писателей девятнадцатого столетия — Эдгара Алана По, Вильяма Теккерея и Чарльза Диккенса, которые публиковали свои романы сериями. Годовые отчеты Berkshire Hathaway за период с 1977 по 1993 год можно назвать семнадцатью главами книги об истории развития компании. А в качестве дополнения читатели имеют в своем распоряжении книгу Роберта Хагстрема «Уоррен Баффет». В этой книге автор в общих чертах дает описание карьеры главного героя, приводит примеры того, как развивались его методы инвестиционной деятельности, рассказывает о наиболее значительных личностях, принимавших участие в этом процессе. В книге приведено также подробное описание принятых Уорреном Баффетом ключевых решений об инвестициях, которые обеспечили не имеющую себе равных эффективность деятельности этого величайшего в мире инвестора. И наконец, изложена суть способа мышления и философии инвестора, который неизменно делал деньги, пользуясь только доступными каждому человеку средствами, независимо от уровня его благосостояния.

*Питер Линч,  
CEO компании Fidelity Magellan Fund*

# Введение

Мой отец, Филип Фишер, очень гордился тем, что Уоррен Баффет разделял некоторые его взгляды, и высоко ценил многолетние дружеские взаимоотношения с ним. Если бы мой отец был еще жив и сам писал это введение, он обязательно воспользовался бы возможностью поделиться с читателями теми положительными впечатлениями, которые он испытывал на протяжении нескольких десятков лет знакомства с одним из очень немногих людей, чья «инвестиционная звезда» блистает так ярко, что никакое сравнение не может затмить ее свет. Мой отец искренне любил Уоррена Баффета и ценил то, что он принял на вооружение некоторые его идеи. Отец умер в возрасте 96 лет, ровно за три месяца до того, как я неожиданно получил письмо, в котором мне предлагали написать об отце и об Уоррене Баффете. При написании этого введения я получил возможность свести воедино некоторые факты и прекратить некоторые дискуссии относительно моего отца и мистера Баффета. Я надеюсь, что мне удастся донести до читателей книги «Уоррен Баффет» мое личное видение одного из важнейших этапов истории инвестиций, а также некоторые размышления относительно того, как лучше всего применить знания, полученные в результате прочтения этой прекрасной книги.

Во введении я не буду много говорить об Уоррене Баффете, поскольку именно ему посвящена вся книга, да и Роберту Хагстрому удалось раскрыть эту тему с большой глубиной и изяществом. Хорошо известно, что мой отец имел большое влияние на Уоррена Баффета и, как пишет автор книги, это влияние наиболее ярко стало проявляться в мышлении Баффета именно в последние годы. Со своей стороны, мой отец, по мере того как он лучше узнавал Уоррена Баффета, все больше и больше восхищался теми его качествами, которые,

по мнению отца, имели огромное значение для достижения успеха в инвестиционной сфере, но которые, к сожалению, так редко можно наблюдать среди инвестиционных менеджеров.

Уоррен Баффет познакомился с моим отцом около сорока лет назад. В то время использовались весьма примитивные (по сегодняшним стандартам) средства обмена информацией, но у моего отца был собственный метод сбора необходимых сведений. Он медленно, на протяжении десятилетий создавал свой круг знакомств, в который входили избранные специалисты по инвестициям. Отец относился к этим людям с уважением, а они, в свою очередь, знали его достаточно хорошо, чтобы понимать круг его интересов, и поэтому могли поделиться с ним интересными идеями. Для того чтобы сгруппировать вокруг себя именно таких людей, отец решил, что будет встречаться с любым молодым специалистом по инвестициям всего один раз. Если такой специалист производил впечатление, отец мог назначить ему еще одну встречу и завязать с ним взаимоотношения. Отец редко встречался с кем бы то ни было во второй раз, — у него были очень высокие критерии отбора! По его мнению, если человек, сдав экзамен, не получил «А», это равносильно полному провалу. А раз уж отец составлял о человеке такое мнение, он навсегда исключал его из круга своего общения. Одним словом, у собеседника моего отца был всего один шанс завязать с ним взаимоотношения — отец очень ценил свое время.

Уоррен Баффет, будучи тогда молодым человеком, принадлежал к числу тех немногих профессионалов, которые уже при первой встрече произвели на отца большое впечатление и оказались достойными последующих встреч. Отец хорошо разбирался в людях и умел безошибочно определять их способности. Невероятно, но он построил всю свою карьеру на умении составить правильное мнение о человеке. Это было одним из его лучших качеств, и именно в нем заключалась причина того, почему он придавал такое большое значение качественной оценке управления компанией в процессе анализа ценности ее акций. Отец всегда гордился тем, что он распознал необычайные способности Уоррена Баффета еще до того, как тот достиг заслуженной славы и всеобщего уважения.

Отношения между Уорреном Баффетом и моим отцом не были испорчены даже тем, что время от времени отец ошибочно называл м-ра Баффета Говардом. Это необычная история, о которой не знает почти

никто и которая в какой-то степени характеризует и моего отца, и Уоррена Баффета.

Отец был человеком небольшого роста; он имел огромный интеллект. По существу добрый человек, он все же часто нервничал, испытывал беспокойство и остро ощущал свою незащищенность. Кроме того, во многом отец был человеком привычки. Он ежедневно читал Библию и тщательно изучал ее, поскольку это давало ему чувство умиротворения. Он очень любил спать — когда он спал, то успокаивался, и его не мучило чувство тревоги. Таким образом, когда ночью отец не мог усмирить ход своих мыслей (что случалось достаточно часто), он играл в игры на запоминание, а не считал овечек. Одна из таких ночных игр заключалась в том, чтобы запоминать имена всех членов Конгресса и названия подведомственных им округов, пока не придет сон.

Начиная с 1942 года отец в числе прочих начал заучивать имя Говарда Баффета, связывая его с городом Омаха, — и так повторялось многократно каждую ночь на протяжении более десяти лет. Мозг отца механически объединил слова «Омаха», «Баффет» и «Говард» в ряд, и это произошло задолго до того, как он впервые встретился с Уорреном Баффетом. Прошло еще двадцать лет, возшла звезда Уоррена, и он начал делать карьеру, прежде чем отец смог окончательно разорвать связь между словами «Баффет», «Омаха» и «Говард». Собственные постоянные ошибки очень раздражали отца, для него это свидетельствовало о том, что он не всегда мог контролировать свой мозг, к тому же он очень любил Уоррена Баффета и ценил его дружбу. Отец, конечно же, хорошо знал, кто такой Уоррен Баффет, но иногда при разговоре непроизвольно говорил что-нибудь в таком роде: «Этот талантливый молодой Говард Баффет из Омахи». Чем чаще случались такие оговорки, тем труднее ему было исключить их из речи. И это вызывало у него чувство досады.

Однажды утром, когда Уоррен и мой отец должны были встретиться, отец твердо решил не допустить очередную ошибку и не перепутать снова имена «Говард» и «Уоррен». И все же во время разговора он обратился к Уоррену по имени «Говард». Даже если Уоррен это заметил, он не подал виду и, само собой разумеется, не стал исправлять отца. Подобное время от времени случалось на протяжении 1970-х годов. К началу 1980-х отец сумел избавиться от имени «Говард» в своих обращениях к Уоррену Баффету. Он действительно

гордился тем, что это ему удалось. Через много лет я спросил отца, объяснял ли он когда-нибудь происходящее самому Уоррену Баффету. Он ответил, что не делал этого, потому что это поставило бы его в неловкое положение.

Моему отцу и Уоррену Баффету удалось сохранить хорошие отношения благодаря тому, что они были построены на довольно прочной основе. Я считаю, что связующим элементом в их общении стала общая философия, ориентированная на взаимодействие с людьми, обладающими высокими моральными качествами и демонстрирующими высокий профессионализм. Г-н Баффет говорит: «В Berkshire не принято указывать самым результативным подающим игрокам, как правильно бить по мячу», — эта фраза о контроле над работой менеджеров Berkshire Hathaway взята, кажется, из записей Фила Фишера. Этот принцип можно интерпретировать так: нанимайте на работу лучших специалистов, не допускайте ошибок при их подборе и не регламентируйте их действия. Через многие годы на моего отца произвело большое впечатление то, что Уоррен Баффет сделал карьеру инвестора и ни разу не изменил своим основным принципам. Каждые десять лет г-н Баффет предпринимал что-нибудь такое, чего никто не мог предсказать исходя из его предыдущей деятельности, — и делал это очень хорошо. В сфере профессиональной инвестиционной деятельности большинство людей занимаются инвестициями как ремеслом, они никогда не меняют своих методов работы. Инвесторы покупают акции с низким соотношением между рыночной ценой и чистой прибылью в расчете на одну акцию или акции ведущих компаний, работающих на базе высоких технологий. Люди овладевают своим ремеслом и никогда больше не меняют подхода к инвестициям или изменяют его в самой незначительной степени. Уоррен Баффет, напротив, десятилетие за десятилетием использовал новые подходы, поэтому невозможно было предвидеть, каким окажется его следующий шаг. В частности, нельзя было предугадать стратегию ориентации на незаурядные компании, которой Уоррен Баффет придерживался в 1970-х годах, только на основании его первоначальной, достаточно строгой ориентации на ценовые факторы принятия решений об инвестициях. Исходя из предыдущих подходов нельзя было также предвидеть стратегию, которой Уоррен Баффет стал следовать в 1980-х годах, — ориентацию на инвестиции в компании по произ-

водству продуктов питания, даже если соотношение между ценой акций и чистой прибылью в расчете на акцию превышало средний показатель по всей отрасли. Способность Уоррена Баффета успешно изменять используемые подходы могла бы стать темой отдельной книги. Но когда другие инвесторы пытаются повторить путь, пройденный Уорреном Баффетом, они терпят поражение. Сам же Уоррен Баффет, по мнению моего отца, смог добиться таких больших успехов только благодаря тому, что никогда не забывал, кто он есть на самом деле. Он всегда оставался верен себе.

Мой отец всегда держал под рукой знаменитое стихотворение Киплинга «Если...». Книга с этим стихотворением всегда находилась рядом с ним — в письменном столе, на прикроватной тумбочке, в рабочем кабинете. Я тоже храню ее в своем столе как напоминание об отце. При всей своей незащищенности отец был смелым человеком. Думаю, он в стиле Киплинга посоветовал бы инвесторам очень обстоятельно относиться к своей карьере и к инвестициям, но при этом воспринимать все не слишком серьезно, размышлять над критическими замечаниями в свой адрес со стороны других людей, но не считать этих людей своими судьями. Он убеждал бы в необходимости бросать вызов самому себе, но не судить себя слишком строго в случае неудачи и всегда предпринимать еще одну попытку. И отец призвал бы идти выбранной дорогой, даже если на ней ждет много неизведанного.

О, если разум сохранить сумеешь,  
Когда вокруг безумие и ложь,  
Поверить в правоту свою — посмеешь,  
И мужество признать вину — найдешь,  
И если будешь жить, не отвечая  
На клевету друзей обидой злой,  
Горящий взор врага гасить, встречая,  
Улыбкой глаз и речи прямою,  
И если сможешь избежать сомненья,  
В тумане дум воздвигнув цель-маяк...\*

---

\* Отрывок из стихотворения Редьярда Киплинга «Если» в переводе С. Маршака. *Прим. перев.*

Эти слова полностью характеризуют Уоррена Баффета. Он постоянно развивался, не изменяя при этом своим ценностям и своему прошлому, и предпринимал совершенно неожиданные действия на каждом очередном этапе. Именно эти качества Уоррена Баффета так восхищали моего отца. Его принцип — двигаться вперед, освободившись от прежних ограничений, высказываний, условностей и гордости. По мнению моего отца, Уоррену Баффету свойственны некоторые качества, увековеченные в стихотворении Киплинга.

К сожалению, в обществе всегда найдется небольшой (который, впрочем, выражается в достаточно больших абсолютных числах) процент недалеких, завистливых негодяев, не способных устроить собственную жизнь и пытающихся компенсировать это тем, что они обливают грязью других людей. Если эти заблудшие души не могут ничего добиться, сеять смуту становится для них смыслом всей жизни. К моменту завершения успешной карьеры практически каждый, кто смог чего-то достичь в жизни, оказывается облитым такой грязью. И если сам человек допустит, эта грязь обязательно к нему прилипнет. Мой отец, всегда чувствовавший себя незащищенным, постоянно ожидал, что могут опорочить его или близких ему людей. Однако он всегда надеялся, что это не запятнает честь тех, кем он восхищался. И когда случалось, что люди, близкие моему отцу, подвергались такому обливанию грязью, он, как и Киплинг, надеялся на то, что они смело посмотрят в глаза критике и обвинениям в свой адрес, но не чувствуют вины за свои поступки. Мой отец смотрел на мир глазами Киплинга!

На протяжении своей карьеры, более продолжительной, чем у кого бы то ни было, Уоррен Баффет вел себя безукоризненно — за все это время практически не делалось попыток очернить его, а если кто-то когда-то и бросил в него ком грязи, то эта грязь к нему не прилипла. Киплинг был бы доволен: это полностью соответствует его «заповеди». Этим был доволен и мой отец. В основе такой безукоризненной репутации Уоррена Баффета лежит его верность своим основным ценностям, он всегда помнит о том, кто он такой и чем занимается. Он никогда не допускал конфликта интересов, который мог бы подорвать его принципы и нанести ущерб его достоинству. Не существует грязи, которую можно было бы бросить в Уоррена Баффета, поэтому его репутация всегда остается незапятнанной. И именно в этом каждому

инвестору следует подражать примеру Уоррена Баффета. Человек должен знать, кто он такой.

Цель написания этого введения отчасти состоит в том, чтобы научить читателей пользоваться этой книгой. На протяжении всей моей карьеры мне часто задавали вопрос о том, почему я не действую так же, как это делал мой отец или г-н Баффет. Ответ прост: я не один из них и должен использовать свои собственные относительные преимущества. Ведь я не так хорошо разбираюсь в людях, как мой отец, и не так гениален, как Уоррен Баффет.

Эту книгу очень важно использовать для того, чтобы чему-то научиться, но не следует даже пытаться копировать путь Уоррена Баффета. Ни один человек не может стать вторым Уорреном Баффетом, а если он попробует это сделать, то неизбежно потерпит неудачу. Эта книга поможет читателям понять идеи Уоррена Баффета, а затем взять их на вооружение и интегрировать в свою собственную концепцию инвестиционной деятельности. Только собственные идеи могут стать базой для больших достижений. Знания, изложенные в этой книге, могут принести пользу только в том случае, если читатель сможет адаптировать их к своей личности, а не станет ломать свою личность, подгоняя ее под те или иные идеи. (Инвестор, допускающий нарушение собственных принципов, — это плохой инвестор, если только процесс изменения принципов не происходит естественно, без насильственного вмешательства.) В любом случае я гарантирую, что ни один человек не сможет повторить путь Уоррена Баффета, что бы он ни читал и как бы настойчиво он этого ни добивался. Каждый должен оставаться самим собой.

Самый серьезный урок, которому я научился у своего отца (великого учителя в полном смысле слова), заключается в следующем: не нужно стараться быть похожим ни на него, ни на кого-либо еще, но надо прилагать все усилия к тому, чтобы развить свои лучшие способности, никогда не прекращать процесс самосовершенствования. Самый большой урок, который можно получить у Уоррена Баффета, заключается в том, чтобы учиться на его примере, но не пытаться в точности повторить его путь. Для молодого читателя — определить свою сущность. Для читателя зрелого возраста — понять: он намного моложе, чем думает о себе, и должен действовать соответственно. Способность так смотреть на жизнь — редкий дар, но, если бы это было

невозможно, Уоррен Баффет не смог бы добиваться таких блестящих результатов в возрасте, который многие считают пенсионным. К Уоррену Баффету следует относиться как к учителю, а не как к образцу для подражания, а книгу о нем расценивать как единственно верное толкование его принципов инвестиционной деятельности, которые изложены в доступной для понимания форме и легко поддаются изучению. Эта книга может многому научить читателя и станет основой для формирования его собственной философии инвестиционной деятельности.

*Кеннет Фишер,  
CEO компании Fisher Investments*

# Глава 1

## Величайший инвестор в мире

Журнал Forbes ежегодно публикует список самых богатых людей Соединенных Штатов Америки — элитный рейтинг Forbes 400. Каждый год этот список изменяется: одни люди покидают его, на смену им приходят другие. Иначе и быть не может: изменяются личные обстоятельства, расцветают или приходят в упадок отдельные сферы бизнеса и т. п. Однако кто-то неизменно остается в этом списке из года в год. К числу тех, кто на протяжении многих лет возглавляет рейтинг Forbes 400, относятся мультимиллиардеры. Один из них сделал свое состояние благодаря производству успешных товаров (компьютерных программ и самих компьютеров), другой достиг успеха в сфере услуг (розничная торговля), третий обязан своим богатством полученному наследству. Из тех, кто неизменно входит в пятерку самых богатых людей страны, только один человек взошел на вершины богатства благодаря своим исключительным способностям в сфере инвестиционной деятельности. Это Уоррен Баффет.

В начале 1990-х годов Уоррен Баффет возглавлял рейтинг Forbes 400. Затем на протяжении нескольких лет он попеременно занимал то первое, то второе место, уступая лидерство молодому человеку по имени Билл Гейтс. В 2000 году, в период бурного развития интернет-компаний, многие участники Forbes 400 сделали состояние на базе феноменального развития технологий. Тем не менее даже в этот период Уоррен Баффет, который с иронией относится к новым технологиям и избегает их использования, занимал прочное четвертое место в рейтинге. Он по-прежнему был единственным из пяти лидеров Forbes 400, в графе «источник богатства» которого указано: «фондовый рынок». В 2004 году Уоррен Баффет снова уверенно занял второе место.

В 1956 году Баффет основал свой первый инвестиционный фонд, вложив в него всего 100 долл. Тринадцать лет спустя его капитал составлял 25 млрд долл. К моменту написания этой книги (середина 2004 года) его личное богатство составило 42,9 млрд долл. Акции его компании продаются по цене 92 900 долл. за штуку, а миллионы инвесторов во всем мире внимательно прислушиваются к каждому его слову.

Чтобы в полной мере оценить деятельность Уоррена Баффета, необходимо проанализировать ее более глубоко, заглянув за фасад его успеха — деньги, восторги по поводу эффективности инвестиций и его репутацию.

## Инвестиции: начало

Уоррен Эдвард Баффет родился 30 августа 1930 года в городе Омахе. Дед Уоррена Баффета был владельцем продуктового магазина (и однажды нанял на работу молодого Чарли Мангера), отец — брокером на фондовой бирже. Еще в детстве Уоррена очаровывали цифры, он мог легко выполнять сложные математические вычисления в уме. В восьмилетнем возрасте Уоррен начал читать книги из библиотеки отца, в которых рассматривались операции на фондовом рынке. В возрасте одиннадцати лет он занимался тем, что писал курсы акций на котировочной доске в торговом зале брокерской фирмы, в которой работал его отец. Ранние годы Уоррена Баффета пришлись на оживленный рост венчурных компаний, и некоторые из них были настолько успешны, что Уоррен сообщил своему отцу о намерении бросить колледж и всерьез заняться бизнесом. Разумеется, ему запретили это делать.

Уоррен Баффет посещал занятия в бизнес-школе университета штата Небраска. Во время учебы он прочитал новую книгу по инвестициям, которую написал профессор Колумбийского университета Бенджамин Грэхем. Конечно же, это была книга «Разумный инвестор». Баффет так увлекся изложенными в книге идеями, что подал заявление на обучение в школу бизнеса Колумбийского университета, — для того чтобы слушать лекции самого Бенджамина Грэхема.

Билл Руан, в настоящее время занимающий пост председателя совета директоров фонда Sequoia, учился в одной группе с Уорреном Баффетом. Он вспоминает, что Бенджамин Грэхем и Уоррен Баффет

при каждой встрече сразу же начинали активную дискуссию, а остальные студенты с удовольствием наблюдали за ними [1].

Вскоре после того, как Уоррен Баффет окончил Колумбийский университет с дипломом магистра экономики, Грэхем пригласил бывшего студента на работу в свою компанию — Graham-Newman Corporation. На протяжении двух лет службы в этой компании Баффет полностью овладел концепцией инвестиционной деятельности, которой придерживался его наставник (более подробный анализ взглядов Бенджамина Грэхема изложен во второй главе).

В 1956 году компания Graham-Newman прекратила свое существование. Бенджамин Грэхем, которому в то время исполнился 61 год, решил уйти в отставку, а Уоррен Баффет вернулся в Омагу. Вооруженный знаниями, которые он получил от Грэхема, а также финансовой поддержкой членов своей семьи и друзей, имея на руках 100 долларов собственных сбережений, Баффет основал инвестиционное товарищество с ограниченной ответственностью. В то время ему исполнилось двадцать пять лет.

## **Buffet Partnership, Ltd.**

Товарищество с ограниченной ответственностью учредили семь партнеров, совместный вклад которых составил 105 тыс. долл. Они получали по 6% годовых на вложенные средства и 75% прибыли. Оставшиеся 25% получал Баффет, который, будучи главным партнером, обладал правом принятия решений по вопросам инвестирования средств других участников товарищества.

На протяжении следующих тринадцати лет Уоррен Баффет приумножал капитал товарищества с темпом роста в среднем 29,5% в год. Это была далеко не легкая задача. За этот период индекс Dow Jones Industrial Average падал пять раз, однако товарищество Уоррена Баффета по-прежнему получало стабильную прибыль на инвестированный капитал. В действительности Баффет основал товарищество, поставив перед собой честолюбивую цель — ежегодно опережать среднегодовые темпы роста индекса Dow Jones на 10%. И Баффету удалось сделать это, но не на десять, а на двадцать два пункта!

По мере роста репутации Уоррена Баффета все больше и больше людей обращались к нему с просьбой о том, чтобы он взял на себя управление их деньгами. На средства товарищества Баффет купил

контрольные пакеты акций нескольких государственных и частных компаний, а в 1962 году начал покупать акции угасающей текстильной компании, которая называлась Berkshire Hathaway.

В этом же году Уоррен Баффет перевел офис товарищества из своего дома в помещение на Киевит-плаза в Омахе, где он расположен и по сей день. В следующем году он сделал ошеломляющую покупку.

Курс акций компании American Express, чья репутация оказалась запятнана скандалом, в который был вовлечен один из ее клиентов, начал стремительно падать. Практически за одну ночь рыночная стоимость акций компании снизилась с 65 до 35 долл. Баффет хорошо усвоил один из уроков Бена Грэхема: когда рыночная стоимость акций сильной компании падает ниже их действительной стоимости, необходимо приступать к решительным действиям. Баффет принял смелое решение о вложении 40% всех активов товарищества (что составило 13 млн долл.) в покупку акций American Express. На протяжении двух последующих лет цена акций компании увеличилась в три раза, а партнеры Buffett Partnership получили 20 млн долл. чистой прибыли. Это было исключительно в стиле Грэхема — и в стиле Баффета.

К 1965 году совокупная стоимость активов товарищества увеличилась до 26 млн долл. Четыре года спустя Уоррен Баффет принял решение о прекращении деятельности инвестиционного товарищества, мотивируя это решение тем, что современный фондовый рынок приобрел крайне спекулятивный характер, а также что на рынке становится все меньше и меньше акций, в которые стоило бы вкладывать деньги.

После того как товарищество расформировали, каждый партнер получил свои проценты пропорционально вложенным средствам. Некоторые из них по рекомендации Уоррена Баффета пригласили квалифицированного менеджера для управления своим капиталом — этим менеджером стал Билл Руан, однокурсник Баффета по Колумбийскому университету. Руан согласился заниматься вопросами управления капиталом бывших партнеров Уоррена Баффета, и в результате был создан фонд Sequoia. Другие партнеры, в том числе сам Уоррен Баффет, вложили средства, полученные от роспуска товарищества, в компанию Berkshire Hathaway. К этому времени доля Баффета в компании выросла до 25 млн долл. — этой суммы было достаточно, чтобы получить контроль над Berkshire Hathaway.

Что произошло впоследствии, известно всему инвестиционному миру. Даже те люди, которые поверхностно интересуются фондовым рынком, знают имя Баффета и некоторые факты из истории его потрясающего успеха. В следующих главах описано развитие компании Berkshire Hathaway на протяжении сорока лет. Все это время компанией управлял Уоррен Баффет. Возможно, важнее всего то, что в этих главах предпринята попытка глубокого анализа философии здравого смысла, которая стала основой успеха Уоррена Баффета.

## Баффет и его компания

Описать личность Уоррена Баффета — задача непростая. С точки зрения физических данных он ничем не примечателен, у него внешность скорее добродушного старика, а не величайшего инвестора. Многие считают Уоррена Баффета гением. При этом его характер начисто лишен сложности. Уоррену Баффету свойственны простота в общении, прямолинейность, откровенность и честность. Его характеризует приятное сочетание утонченного, холодного интеллекта и сентиментального юмора. Он очень уважает все, что поддается логическому анализу, и испытывает сильную неприязнь к человеческой глупости.

На того, кто читает годовые отчеты компании Berkshire Hathaway, производит большое впечатление тот факт, что Уоррен Баффет свободно цитирует Библию, Джона Мейнарда Кейнса или Мей Уэст. К годовым отчетам, которые составляет Уоррен Баффет, наиболее применима такая характеристика: чрезвычайно интересное чтение. Каждый отчет состоит из 60–70 страниц предельно сжатой информации: никаких рисунков, никаких цветных графиков, никаких диаграмм. Тот, у кого хватит сил начать чтение годового отчета компании Berkshire с самой первой страницы и, не отрываясь, дочитать его до конца, будет вознагражден значительной порцией финансовой пронительности, непринужденного юмора и смелой честности. Баффет очень откровенен в своих отчетах. Он подчеркивает как положительные, так и отрицательные аспекты состояния дел в компании Berkshire Hathaway. По глубокому убеждению Уоррена Баффета, люди, которые владеют акциями Berkshire Hathaway, являются полноправными владельцами всей компании. Именно поэтому он сообщает им ровно столько информации, сколько сам хотел бы знать, если бы был на их месте.

Когда Уоррен Баффет взял на себя управление Berkshire Hathaway, собственный капитал компании составлял 22 млн долл. Сорок лет спустя эта сумма выросла до 69 млрд долл. На протяжении длительного периода времени целью Баффета было увеличение балансовой стоимости акций Berkshire Hathaway на 15% ежегодно, что существенно превышало показатели среднестатистической американской компании. После того как Баффет начал руководить Berkshire в 1964 году, фактические темпы роста компании превышали запланированные: балансовая стоимость акции компании увеличилась с 19 до 50 498 долл., что соответствовало росту стоимости акций в среднем на 22,2% в год. Такая относительная эффективность производит еще большее впечатление, если принять во внимание невыгодное положение компании Berkshire Hathaway: ей приходится платить как подоходный налог, так и налог на прирост рыночной стоимости капитала (при этом следует отметить, что доходность индекса Standard & Poor's 500 определяется до вычета налогов).

Время от времени уровень годовой доходности Berkshire Hathaway колеблется. Изменения на фондовом рынке сказываются на курсе акций в портфеле компании, что, в свою очередь, приводит к существенным изменениям стоимости ее акций (см. табл. 1.1).

Табл. 1.1

**Сравнительный анализ доходности Berkshire Hathaway  
и доходности индекса S&P500**

Изменение уровня доходности за год, %			
Год	Балансовая стоимость одной акции Berkshire (1)	Индекс S&P500, включая дивиденды (2)	Относительные результаты (1) – (2)
1965	23,8	10,0	13,8
1966	20,3	(11,7)	32,0
1967	11,0	30,9	(19,9)
1968	19,0	11,0	8,0
1969	16,2	(8,4)	24,6
1970	12,0	3,9	8,1

Продолжение табл. 1.1

Изменение уровня доходности за год, %			
Год	Балансовая стоимость одной акции Berkshire (1)	Индекс S&P500, включая дивиденды (2)	Относительные результаты (1) – (2)
1971	16,4	14,6	1,8
1972	21,7	18,9	2,8
1973	4,7	(14,8)	19,5
1974	5,5	(26,4)	31,9
1975	21,9	37,2	(15,3)
1976	59,3	23,6	35,7
1977	31,9	(7,4)	39,3
1978	24,0	6,4	17,6
1979	35,7	18,2	17,5
1980	19,3	32,3	(13,0)
1981	31,4	(5,0)	36,4
1982	40,0	21,4	18,6
1983	32,3	22,4	9,9
1984	13,6	6,1	7,5
1985	48,2	31,6	16,6
1986	26,1	18,6	7,5
1987	19,5	5,1	14,4
1988	20,1	16,6	3,5
1989	44,4	31,7	12,7
1990	7,4	(3,1)	10,5
1991	39,6	30,5	9,1
1992	20,3	7,6	12,7
1993	14,3	10,1	4,2
1994	13,9	1,3	12,6

Окончание табл. 1.1

Изменение уровня доходности за год, %			
Год	Балансовая стоимость одной акции Berkshire (1)	Индекс S&P500, включая дивиденды (2)	Относительные результаты (1) – (2)
1995	43,1	37,6	5,5
1996	31,8	23,0	8,8
1997	34,1	33,4	0,7
1998	48,3	28,6	19,7
1999	0,5	21,0	(20,5)
2000	6,5	(9,1)	15,6
2001	(6,2)	(11,9)	5,7
2002	10,0	(22,1)	32,1
2003	21,0	28,7	(7,7)
Среднегодовой прирост за период 1965–2003 гг.	22,2	10,4	11,8
Совокупный прирост за период 1965–2003 гг.	259,485	4,743	

Источник: отчет Berkshire Hathaway за 2003 год.

Примечания: данные приведены по календарным годам, за следующими исключениями: 1965 и 1966 гг. закончились 30.09; 1967 год длился 15 месяцев и закончился 31.12.

Начиная с 1979 года согласно новым правилам бухгалтерского учета страховые компании должны оценивать обыкновенные акции, которыми они владеют, по их рыночной стоимости, а не по наименьшей из двух величин (цене покупки или рыночной стоимости), как предписывали прежние правила. В этой таблице результаты Berkshire за период после 1978 года изменены в соответствии с новыми требованиями. Во всех других отношениях вычисление этих результатов производилось с использованием первоначальных данных, представленных компанией.

Данные о доходности Berkshire определены до вычета налогов, а данные по индексу S&P500 — после вычета налогов. Если бы результаты Berkshire вычислялись по той же методике, что и индекс S&P500, они отставали бы от индекса S&P500 в те годы, когда этот индекс показывал положительную доходность, и превысили бы S&P500 в тот период, когда индекс показывал отрицательную доходность. С течением времени накопление затрат на выплату налогов привело бы к значительному совокупному отставанию.

Для того чтобы правильно оценить колебания уровня доходности Berkshire Hathaway по сравнению с доходностью индекса S&P500, целесообразно сопоставить результаты за 1998 и 1999 годы. В 1998 году стоимость акций Berkshire выросла более чем на 48%. Затем, в 1999 году, этот показатель упал на 0,5%, в то время как индекс S&P вырос на 21%. Подобная ситуация обусловлена двумя факторами: результаты Berkshire можно объяснить недостаточно высокой доходностью акций компаний по выпуску потребительских товаров повседневного спроса (Coca-Cola и Gillette), тогда как повышение индекса S&P500 связано с чрезвычайно высокой доходностью акций высокотехнологичных компаний, которых не было в портфеле Berkshire Hathaway.

В годовом отчете за 1999 год Уоррен Баффет со свойственной ему откровенностью признал: «Поистине значительное опережение индекса [S&P500] осталось в прошлом» [3]. Однако при этом он предположил, что через некоторое время доходность Berkshire будет «умеренно» превышать доходность индекса S&P500. Именно так и произошло на протяжении трех следующих лет. Затем в 2003 году, несмотря на то что этот год был для компании Berkshire весьма благоприятным (доходность ее акций выросла на 21%), темпы роста индекса S&P500 оказались еще выше.

## **Деятельность Уоррена Баффета в современных условиях**

На протяжении последних лет, начиная с конца 1990-х, активность Уоррена Баффета на фондовом рынке была значительно ниже по сравнению с 1980-ми и началом 1990-х. Многие специалисты заметили этот спад активности и попытались выяснить, не свидетельствует

ли это о том, что фондовый рынок достиг своей высшей точки. Другие высказывали предположения о том, что отсутствие новых сделок по приобретению акций просто означает, что те акции, которые любит покупать Баффет, больше не продаются на рынке по привлекательным для него ценам.

Всем известно, что Уоррен Баффет предпочитает покупать акции стабильных компаний с дисконтом, то есть по цене, которая значительно ниже их действительной стоимости. Стабильность компании определяется прогнозируемостью ее экономических показателей. Чем более прогнозируемы эти показатели, тем более достоверной может оказаться оценка стоимости акций. Если внимательно проанализировать список акций, принадлежащих Уоррену Баффету, а также компаний, которые полностью являются собственностью Berkshire Hathaway, то можно поразиться высокой прогнозируемостью отображенных в нем экономических показателей.

Зная методику Уоррена Баффета, можно сделать следующий вывод: отказ Баффета покупать новые акции свидетельствует об отсутствии привлекательных предложений на фондовом рынке. Я совершенно уверен в том, что если бы сейчас курс акций компаний Coca-Cola, Gillette или других компаний аналогичного класса был бы в два раза меньше их действительной стоимости, то Баффет прикупил бы еще.

Кроме того, всем известна строгая дисциплина Уоррена Баффета, подразумевающая его действия исключительно в рамках определенного «круга компетентности». Такой круг компетентности можно расценивать как совокупный опыт инвестора в той или иной сфере. Если инвестор на протяжении одного или двух десятилетий успешно действовал в одной из отраслей бизнеса, можно утверждать, что он достиг высокого уровня компетентности в решении соответствующих задач. Однако, если опыт инвестора в новой отрасли бизнеса исчисляется всего несколькими годами, вполне закономерно, что его компетентность может быть поставлена под сомнение. Что касается Уоррена Баффета, то, возможно, его суммарный деловой опыт в изучении бизнес-процессов и управлении компаниями поднял планку компетентности так высоко, что, по его мнению, ему достаточно трудно так же глубоко проникнуть в суть того, что происходит в новых видах бизнеса.

Следовательно, Уоррен Баффет, по всей видимости, столкнулся с проблемой. В настоящее время акции тех компаний, бизнес которых находится в рамках его круга компетентности, больше не продаются на фондовом рынке по ценам, которые были бы ниже их действительной стоимости. В то же время в новых отраслях бизнеса создаются быстро развивающиеся компании, деятельность которых не входит в круг компетентности Уоррена Баффета, и еще не достигшие высокого уровня экономической стабильности, который мог бы его заинтересовать. Если такой анализ ситуации корректен, то это объясняет, почему на протяжении нескольких последних лет Berkshire Hathaway не покупает крупных пакетов обыкновенных акций.

Было бы неразумно предполагать, что поскольку на фондовом рынке сократился список акций, представляющих интерес для Уоррена Баффета, то у него больше нет возможностей для инвестиций. Несомненно, Баффет предпринимает активные действия на рынке ценных бумаг с фиксированным доходом. В частности, в 2002 году он купил достаточно большой пакет высокодоходных облигаций. Кроме того, Уоррен Баффет время от времени проводит арбитражные операции на фондовом рынке, но, учитывая тот объем капитала, который Баффету необходимо задействовать для получения значительной прибыли, можно сделать вывод о том, что арбитражные сделки не приносят таких высоких результатов, как в прежние времена.

Тем не менее у акционеров Berkshire Hathaway не должно быть ощущения, что они лишены новых благоприятных возможностей. Слишком часто акционеры забывают один из важнейших принципов ведения бизнеса с точки зрения владельца — каждый год Уоррен Баффет обращает внимание акционеров на этот принцип в своих годовых отчетах. Итак, он гласит: «Тот подход к инвестиционной деятельности, которому отдает предпочтение наша компания, позволит нам достичь поставленной цели [максимизации среднегодовых темпов прироста реальных активов Berkshire по их действительной стоимости] посредством прямого владения диверсифицированной группой компаний, обеспечивающих поступления свободных денежных средств и дающих возможность выйти на такой уровень рентабельности капитала, который превышает средние показатели. Второе направление деятельности нашей компании заключается

во владении частью капитала аналогичных компаний посредством покупки ликвидных обыкновенных акций».

На ранних этапах деятельности компании Berkshire Hathaway владение обыкновенными акциями было наиболее целесообразным с экономической точки зрения. В современных условиях, когда цены на акции резко возросли, а покупательная способность нераспределенной прибыли Berkshire также существенно увеличилась, стратегия полного приобретения компаний, которой отдается предпочтение в Berkshire, вышла на первый план.

Помимо всего прочего, деятельность компании Berkshire Hathaway определяется также и некоторыми личностными факторами. Широко известно, что Уоррен Баффет очень ценит взаимоотношения с менеджерами, которые работают в его компании, и очень гордится тем, какими компаниями напрямую владеет Berkshire. Напротив, участие в качестве акционера в компаниях, акции которых свободно обращаются на открытом рынке, вызывает у Уоррена Баффета сильное беспокойство. По его глубокому убеждению, в компаниях такого типа существуют большие проблемы с оплатой труда высших менеджеров. Он также подвергает сомнению их стратегии реинвестирования капитала. Все это может привести к тому, что статус акционера таких компаний станет для Баффета менее привлекательным, чем раньше. Если высшее руководство таких компаний неспособно обеспечить достижение достаточно высоких экономических показателей, зачем Баффету брать на себя как на самого крупного акционера компании ответственность за провал корпоративного руководства?

Уоррен Баффет предоставляет большую свободу действий высшему руководству компаний, которыми прямо владеет Berkshire Hathaway. Единственное, что он берет на себя, — это вопросы оплаты труда топ-менеджеров и распределения прибыли. В мире Berkshire эти решения принимаются исключительно на базе принципа экономической целесообразности. За пределами этого мира, на фондовом рынке, решения руководства компаний по вопросам вознаграждения руководящих работников, так же как и решения о перераспределении капитала, не всегда удовлетворяют принцип экономической целесообразности.

Какие выводы могут сделать индивидуальные инвесторы из всех изложенных выше фактов? Следует ли им выводить свои средства

с фондового рынка только на том основании, что Уоррен Баффет снизил на нем свою активность? Одна из стратегий Баффета заключается в покупке компании целиком — для большинства инвесторов такая стратегия недостижима. Как же в таком случае им следует поступить?

По всей видимости, перед индивидуальными инвесторами есть два альтернативных варианта дальнейших действий на рынке. Один из них сводится к тому, чтобы купить акции Berkshire Hathaway и таким способом участвовать в получении прибылей от деятельности крупнейших компаний, которыми полностью или частично владеет Berkshire. Другой вариант заключается в том, чтобы взять на вооружение принципы инвестиционной деятельности Уоррена Баффета, расширить свой круг компетентности посредством тщательного изучения моделей ведения бизнеса в тех компаниях, которые образуют основу новой экономики, — и действовать.

Я убежден в том, что фундаментальные принципы, которыми Уоррен Баффет руководствуется при принятии решений об инвестициях, практически не изменились и по-прежнему открывают перед инвесторами благоприятные возможности для того, чтобы превзойти по эффективности индекс S&P500. Задача данной книги заключается в описании этих принципов таким образом, чтобы вдумчивые инвесторы смогли их понять и применить на практике.

## Глава 2

# Образование Уоррена Баффета

Очень немногим инвесторам удалось добиться таких результатов, которые хотя бы приблизительно могли бы сравниться с результатами инвестиционной деятельности Уоррена Баффета, и ни один из них не может превзойти эти результаты. На протяжении сорока лет взлетов и падений фондового рынка Уоррен Баффет настойчиво продвигается по избранному пути, добиваясь успехов, которые не имеют себе равных. Действия, предпринимаемые Баффетом, не имели ничего общего с авантюризмом даже в самые неблагоприятные периоды — и все же снова и снова ему удается опережать других инвесторов, игры которых на фондовом рынке дают им временное, недолговечное превосходство. Уоррен Баффет с улыбкой наблюдает за происходящим и продолжает свой путь.

Под влиянием каких факторов сформировалась философия инвестиций, которой придерживается Уоррен Баффет? Какие люди оказали влияние на формирование интеллекта этого человека и как он использовал их идеи в своей деятельности? Другими словами, как случилось, что гений этого человека оказался непревзойденным?

Подход к инвестиционной деятельности, которого придерживается Уоррен Баффет, уникален по своей сути, и его авторство принадлежит исключительно самому Баффету. Однако в основе формирования его подхода лежат знания, которые Баффет почерпнул у таких выдающихся личностей, как Бенджамин Грэхем, Филипп Фишер, Джон Бэрр Уильямс и Чарльз Мангер. Именно эти люди несут как формальную, так и неформальную ответственность за образование Уоррена Баффета как финансиста. Первые три из названных выше людей — это учителя Баффета в классическом понимании этого слова, а последний — его партнер, его второе «я» и близкий друг. Все эти люди оказали большое влияние на формирование интеллекта Уоррена Баффета. Их идеи полезны и для современных инвесторов.

## Бенджамин Грэхем

Бенджамин Грэхем считается отцом финансового анализа. Он получил это звание потому, что «до него не было такой области деятельности, как финансовый анализ, а после него эта дисциплина появилась, и ее начали называть именно так» [1]. Самые выдающиеся труды Бенджамина Грэхема — это книга «Анализ ценных бумаг»\*, написанная в соавторстве с Дэвидом Доддом и впервые опубликованная в 1934 году, а также книга «Разумный инвестор», которая впервые увидела свет в 1949 году.

Книга «Анализ ценных бумаг» написана через несколько лет после краха фондового рынка в 1929 году, в разгар жесточайшей депрессии, поразившей экономику Соединенных Штатов Америки. В то время, когда другие ученые пытались разобраться в причинах кризиса, Грэхем помогал людям восстановить свое финансовое положение и наметить прибыльный курс действий на фондовом рынке.

Бенджамин Грэхем начал свою карьеру на Уолл-стрит в качестве посыльного в брокерской фирме Newburger, Henderson & Loeb. За 12 долл. в неделю, помимо обязанностей посыльного, он должен был отмечать курсы облигаций и акций на котировочной доске. С должности посыльного он поднялся до подготовки аналитических докладов и вскоре получил статус партнера компании. К 1919 год ежегодная заработная плата Грэхема составляла уже 600 тыс. долл., — в то время ему было двадцать пять лет.

В 1926 году Бенджамин Грэхем вместе с Джеромом Ньюменом организовал инвестиционное товарищество. Именно эта фирма тридцать лет спустя наняла Уоррена Баффета на работу. Компания Graham-Newman пережила кризис 1929 году, Великую депрессию, Вторую мировую войну и Корейскую войну, и в 1956 году прекратила свое существование.

В период с 1928 по 1956 год, занимаясь делами компании Graham-Newman, Бенджамин Грэхем одновременно преподавал и курс «Финансы» в Колумбийском университете. Немногие люди знали о том, что во время кризиса 1929 году Грэхем был разорен. Во второй раз

---

\* Бенджамин Грэхем, Дэвид Додд. Анализ ценных бумаг. Издана на русском языке: Киев: Вильямс, 2012

в своей жизни Грэхему пришлось снова с нуля заняться построением своего материального благополучия (впервые это случилось, когда его отец умер и оставил семью без средств к существованию). Академическое образование предоставило ему возможность поразмыслить над происходящим и по-новому взглянуть на финансовые аспекты сложившейся ситуации. По рекомендации Дэвида Додда, также профессора Колумбийского университета, Грэхем начал писать книгу, которая стала классическим научным трудом по вопросам выгодного вложения капитала, — книгу «Анализ ценных бумаг». Бенджамину Грэхему и Дэвиду Додду, за плечами которых было пятнадцать лет деятельности в сфере инвестиций, потребовалось четыре года на завершение написания книги.

Основное положение книги «Анализ ценных бумаг» состоит в том, что в качестве надежного объекта инвестиций можно рассматривать правильно скомпонованный диверсифицированный портфель обыкновенных акций, купленных по разумной цене. Скрупулезно, шаг за шагом Грэхем помогает инвесторам понять логику своего подхода к инвестиционной деятельности.

Первая проблема, которую предстояло решить Бенджамину Грэхему, заключалась в отсутствии универсального определения инвестиционной деятельности, которое позволило бы провести различие между нею и спекуляцией. Принимая во внимание сложность этой проблемы, Грэхем предложил собственное определение этих терминов: «Инвестиционная операция — это операция, основанная на тщательном анализе и обеспечивающая безопасность основной суммы инвестированного капитала и приемлемую доходность его использования. Операции, не удовлетворяющие этим требованиям, спекулятивны» [2].

Под тщательным анализом Бенджамин Грэхем имел в виду «внимательное изучение имеющихся фактов и формулировку выводов, основанных на заслуживающих доверия принципах и разумной логике» [3].

Вторая часть определения Грэхема имеет большое значение. В этой части определения утверждается, что инвестиционная операция должна обладать двумя качествами: способностью обеспечивать определенную степень безопасности основной суммы инвестированного капитала и приемлемую ставку доходности. При этом Грэхем

предупреждает, что такая безопасность не абсолютна. Какое-либо исключительное или маловероятное событие может привести к дефолту даже самых надежных облигаций. Правильнее было бы сказать, что инвесторы должны стремиться к обеспечению такой степени сохранности основного капитала, которая гарантировала бы отсутствие убытков при приемлемых условиях.

Второе необходимое условие — приемлемая доходность — подразумевает не только получение прибыли на инвестированный капитал, но и рост рыночной стоимости ценных бумаг. Грэхем обращает внимание на субъективность термина «удовлетворительная» доходность. Доходность может быть любой, сколь угодно низкой, до тех пор, пока инвестор действует с умом и пока эти действия не выходят за рамки приведенного выше определения инвестиций.

Если бы не низкая доходность облигаций на фондовом рынке в период с 1929 по 1932 год, определение инвестиций, данное Грэхемом, так и осталось бы незамеченным. Однако, когда в этот период индекс Dow Jones Bond Average упал с 97,70 до 65,78 пункта, облигации больше нельзя было бездумно относить к категории инвестиций. С облигациями произошло то же, что и с акциями: их стоимость значительно снизилась, и многие компании, выпускавшие их, обанкротились. Следовательно, в этот период крайне необходимо было иметь какой-либо механизм разграничения тех операций с акциями и облигациями, которые можно было отнести к категории инвестиционных операций, от их спекулятивных аналогов.

Бенджамин Грэхем определял правильность инвестиционных решений по критерию, которому он сам дал название «маржа безопасности». Пользуясь этим критерием, Грэхем попытался сформировать единый подход к проведению инвестиционных операций со всеми видами ценных бумаг — акциями и облигациями.

Фактически маржа безопасности имеет место в том случае, когда ценные бумаги по той или иной причине продаются по цене меньше их действительной стоимости. Идея покупки недооцененных ценных бумаг, безотносительно к уровню их рыночных цен, была в 1930-е и 1940-е годы весьма новой и необычной. Бенджамин Грэхем поставил перед собой цель сформулировать основные принципы такой стратегии инвестиционной деятельности.

С точки зрения Грэхема, применение концепции маржи безопасности по отношению к облигациям не представляла особых проблем. Он утверждал, что в этом случае нет необходимости максимально точно определять будущие доходы компании. Достаточно только определить разность между прибылью компании и ее фиксированными платежами за определенный период. Если такая разность достаточно велика, можно считать, что инвестор защищен от непредвиденного снижения прибыли компании. Например, если бы специалист по инвестициям, изучая ретроспективные данные о деятельности компании, обнаружил, что за последние пять лет компания в среднем получала ежегодную прибыль, объем которой в пять раз превышал ее фиксированные выплаты, в таком случае можно было бы считать, что облигации этой компании имеют достаточно высокий запас надежности инвестиций.

Настоящим испытанием для концепции инвестиционной деятельности, сформулированной Бенджамином Грэхемом, стала возможность использовать ее применительно к обыкновенным акциям. Грэхем считал, что если между рыночной стоимостью акций компании и их действительной стоимостью существует достаточно большой разрыв, концепцию маржи безопасности инвестиций можно использовать и применительно к определенным акциям.

Грэхем признавал, что, для того чтобы эта концепция стала универсальной, инвесторам необходимо иметь в своем распоряжении какой-либо способ выявлять недооцененные акции. А это, в свою очередь, означает потребность в наличии методики определения действительной стоимости компании. В книге «Анализ ценных бумаг» Грэхем определил действительную стоимость компании как «стоимость, которая определяется фактами». К числу этих фактов принадлежит размер активов компании, объем прибыли и дивидендов, а также будущие, достаточно ярко выраженные перспективы ее развития.

Грэхем признавал, что самым важным фактором определения стоимости компании является способность компании получать прибыль в будущем, однако оценка этого фактора может оказаться не совсем точной. Иными словами, действительную стоимость компании можно было бы определить в результате произведения объема ее прибыли на соответствующий коэффициент капитализации. Величина коэф-

фициента капитализации, в свою очередь, зависит от объема прибыли компании, размера ее активов, дивидендной политики и финансового положения.

Бенджамин Грэхем обратил внимание инвесторов на то, что действительная стоимость компании — это довольно расплывчатое, трудное для понимания понятие. Действительная стоимость акции компании не тождественна ее цене, установленной на фондовом рынке. Первоначально действительная стоимость компании рассматривалась как балансовая стоимость ее активов, или стоимость активов компании за вычетом текущих обязательств. Такой подход к вычислению действительной стоимости компании привел к тому, что первоначально это понятие рассматривалось как нечто детерминированное, поддающееся однозначному определению. Со временем специалисты по инвестициям осознали, что стоимость компании определяется не только ее чистыми материальными активами, но и величиной той прибыли, которую эти материальные активы генерируют. Грэхем высказал предположение о том, что нет необходимости определять точную действительную стоимость компании. Вместо этого инвесторам достаточно знать приемлемый диапазон действительной стоимости. Если инвестор имеет в своем распоряжении приближенную оценку действительной стоимости компании, то ее сопоставления с рыночной ценой компании достаточно для того, чтобы оценить маржу безопасности инвестиций.

Согласно теории Бенджамина Грэхема, существует два основных правила инвестирования. Первое правило заключается в том, чтобы *не допускать убытков*. Второе правило звучит так: *«Не забывать первое правило»*. Такая философия недопущения убытков от инвестиционных операций привела Грэхема к формулировке двух методов выбора обыкновенных акций в качестве объекта для инвестиций. Применение этих методов, по мнению Грэхема, должно обеспечить достаточную маржу безопасности инвестиций.

Первый метод заключается в покупке компании по цене, которая не превышает двух третей стоимости ее собственного капитала (чистых активов, балансовой стоимости акций). Второй метод состоит в сосредоточении усилий на покупке акций с низким значением коэффициента «цена акции / чистая прибыль на акцию» (price-to-earnings ratio, P/E).

Покупка акций по цене, которая не превышает двух третей стоимости чистых активов компании, в точности соответствовала представлению Грэхема о современном ему состоянии фондового рынка и удовлетворяла его стремление к использованию четких математических формул в процессе анализа целесообразности инвестиций. Для Грэхема не представляли никакого интереса производственные мощности, собственность и оборудование, которыми располагала компания. Более того, он исключил из своих рассуждений все краткосрочные и долгосрочные обязательства компании. То, что в результате осталось, и составляло чистые текущие активы компании. По мнению Грэхема, если курс акций не превышает стоимость чистых текущих активов в расчете на одну акцию, то это обеспечивает достаточную маржу безопасности инвестиций и делает покупку компании или ее акций стоящим делом.

Бенджамин Грэхем считал такой подход к инвестиционной деятельности надежной «защитой от дураков». В то же время он признавал, что не следует ждать, пока рынок скорректирует цены акций до необходимого уровня. Поэтому он приступил к разработке второго метода определения целесообразности покупки акций. На этот раз его внимание было сфокусировано на акциях, цена которых упала и которые характеризуются низким значением коэффициента  $P/E$ . Он выдвинул еще один дополнительный критерий: сумма обязательств компании должна быть меньше, чем ее активы, то есть у компании должен быть собственный капитал.

Длительное время многие инвесторы пытались отыскать упрощенные методы определения действительной стоимости акций. Первый из предложенных Грэхемом — покупка акций с низким значением коэффициента  $P/E$  получил самое широкое распространение. Тем не менее мы знаем, что принятие решений только на основании соотношения между рыночной ценой акции и чистой прибылью компании в расчете на одну акцию, не всегда обеспечивает приемлемый уровень доходности инвестированного капитала. В настоящее время большинство инвесторов руководствуются классическим определением действительной стоимости акций компании, которое сформулировал Джон Бэрр Уильямс (более подробно это определение анализируется ниже в текущей главе). Действительная стоимость акции равна дисконтированной, то есть приведенной, стоимости будущих дивидендов от этой акции.

Основополагающие идеи инвестиционной деятельности заключаются в следующем:

- стоимость акций компании необходимо оценивать таким же образом, как и стоимость самих компаний;
- колебания цен на рынке следует использовать в своих интересах;
- при принятии решений об инвестициях необходимо обязательно учитывать маржу безопасности инвестиций.

Именно этому учил нас Бенджамин Грэхем. И даже через сто лет именно эти идеи по-прежнему останутся основой инвестиционной деятельности [4].

*Уоррен Баффет, 1994 год*

Обе концепции инвестиционной деятельности, сформулированные Бенджамином Грэхемом, — покупка акций по цене, не превышающей две трети стоимости чистых активов компании в расчете на одну акцию, а также покупка акций с низким значением коэффициента P/E, — имеют одну общую черту. Акции, выбранные в качестве объекта инвестиций по обоим методам Грэхема, находились в большой немилости у участников фондового рынка. К падению курса акций ниже их стоимости могло привести любое неблагоприятное изменение в состоянии факторов макро- или микросреды бизнеса. Грэхем был убежден в том, что такие акции, на которые на фондовом рынке установилась «неоправданно низкая» цена, представляют большой интерес для инвесторов.

Такая убежденность Грэхема основывалась на определенных предположениях. Во-первых, он считал, что акции достаточно часто оцениваются рынком неправильно и в большинстве случаев это происходит из-за страха и алчности людей. Когда на рынке берут верх крайне оптимистичные настроения, алчность инвесторов приводит к превышению рыночной стоимости акций их действительной стоимости, что, в свою очередь, заканчивается установлением спекулятивных цен на рынке. Во-вторых, когда инвесторами овладевает страх, курс акций падает ниже их действительной стоимости, в результате чего на фондовом рынке появляются акции с заниженной стоимостью. Второе предположение Грэхема основывалось на статистической закономерности и получило название «возврат к среднему». Сам Грэхем не использовал этот термин, а высказывался более красноречиво, цитируя Горация: «Восстановится многое из того, что сейчас рушится,

и будет разрушено многое из того, что сейчас в почете». Однако, как бы ни была выражена идея Грэхема — статистическими терминами или словами поэта, ее сущность при этом не меняется. Грэхем был убежден в том, что инвестор может извлечь выгоду из действия корректирующих сил на неэффективном рынке.

## Филип Фишер

В то время когда Бенджамин Грэхем писал свою книгу «Анализ ценных бумаг», Филип Фишер только начинал свою карьеру консультанта по инвестициям. Окончив Высшую школу делового администрирования при Стэнфордском университете, Фишер поступил на должность аналитика в банк Anglo London & Paris National Bank в Сан-Франциско. Менее чем через два года он занял должность начальника статистического отдела банка. Именно в этом качестве Фишер стал свидетелем краха фондового рынка в 1929 году. После непродолжительной и безрезультатной карьеры в местной брокерской фирме Фишер принял решение о создании собственной компании по предоставлению консалтинговых услуг в сфере инвестиций. Первого марта 1931 года компания Fisher & Company начала обслуживать клиентов.

В начале 1930-х открытие компании по предоставлению консалтинговых услуг в сфере инвестиций могло показаться безрассудным шагом, однако Фишер считал, что у него есть два преимущества. Во-первых, те инвесторы, у которых остались деньги после кризиса 1929 года, по всей вероятности, не были удовлетворены работой своих брокеров. Во-вторых, в разгар Великой депрессии у многих бизнесменов было достаточно много времени для того, чтобы обсудить с Фишером свои дела.

Будучи студентом Стэнфордского университета, Фишеру приходилось, выполняя задания по одному из учебных курсов, сопровождать преподавателя во время его периодических визитов в различные компании, расположенные в районе Сан-Франциско. Профессор обсуждал с менеджерами их дела и часто помогал решать неотложные проблемы. На обратном пути в Стэнфорд Фишер и его профессор обсуждали, что они увидели в этих компаниях, а также что узнали во время общения с менеджерами. «Эти еженедельные часовые поездки, — гово-

рил впоследствии Фишер, — были самым плодотворным обучением, которое я когда-либо получал» [5].

На основании этого опыта Фишер пришел к выводу о том, что максимальную прибыль можно получить двумя способами: 1) вкладывая средства в компании с рыночным потенциалом выше среднего; 2) инвестируя в компании, работой которых руководят в высшей степени квалифицированные менеджеры. Чтобы выделить такие исключительные компании из всех фирм, Фишер разработал систему оценки по набранным баллам, в соответствии с которой деятельность компании оценивалась с точки зрения эффективности управления бизнесом.

Что касается первого способа определения целесообразности инвестиций (идентификации компаний с рыночным потенциалом выше среднего), Фишер считал наиболее впечатляющей характеристикой таких компаний их способность на протяжении ряда лет увеличивать объемы продаж темпами, превышающими средний отраслевой показатель [6]. Такой рост, в свою очередь, обычно обуславливался комбинацией двух факторов: большим размахом научно-исследовательских и опытно-конструкторских работ, а также эффективной организацией сбыта. Компания может выпускать товары или предоставлять услуги с исключительными характеристиками, но, до тех пор пока не будет организована эффективная система продажи этих товаров, результат научно-исследовательских и опытно-конструкторских работ никак не отразится на увеличении прибылей компании.

По мнению Фишера, сам по себе рыночный потенциал компании — только половина дела. Другая половина — это обеспечение устойчивой прибыли. «Никакой рост объема продаж продукции компании не оправдывает инвестиции в ее акции, если на протяжении нескольких лет прибыль компании не будет увеличиваться соответствующими темпами», — говорил он [7]. Для выбора привлекательных акций Фишер анализировал следующие аспекты работы компании: маржу прибыли и стремление компании поддерживать и увеличивать ее размер; систему бухгалтерского учета и анализа затрат.

По убеждению Фишера, ни одна компания не сможет поддерживать свою рентабельность на должном уровне, если ей не удастся разбить на компоненты все затраты на ведение бизнеса и проанализировать затраты на каждом этапе производственного процесса.

Фишер считал, что для этого в компании необходимо внедрить адекватную систему бухгалтерского учета и анализа издержек. Информация об издержках, отмечал Фишер, позволяет компании направлять свои ресурсы на производство товаров или предоставление услуг, обладающих максимальным потенциалом для получения прибыли. Кроме того, система бухгалтерского учета позволяет обнаружить препятствия на пути обеспечения эффективной деятельности компании. Выявление этих препятствий можно рассматривать как механизм раннего оповещения, имеющий своей целью сохранение общей прибыльности компании.

Особо внимательное отношение Фишера к прибыльности компании было связано с еще одним аспектом — способностью компании обеспечивать дальнейший рост экономических показателей без необходимости наращивания финансирования за счет выпуска новых акций. По мнению Фишера, если компания способна развиваться только за счет эмиссии акций, то увеличение количества акций, выпущенных в обращение, может перечеркнуть все преимущества, которые акционеры могли бы получить от дальнейшего роста экономических показателей компании. Компания с высокой маржой прибыли, — объясняет Фишер, — способна генерировать денежные средства за счет внутренних возможностей и, следовательно, обеспечивать дальнейшее развитие без разводнения имеющегося акционерного капитала.

Второй критерий, который Фишер использует для выявления неурядных компаний, — это качество менеджмента. Менеджеры высшего звена, по мнению Фишера, обязаны заниматься разработкой и выводом на рынок новых товаров или услуг, что обеспечит дальнейшее увеличение объема продаж даже после завершения жизненного цикла имеющихся товаров или услуг. Руководство компании должно придерживаться таких методов управления, которые обеспечат устойчивое получение прибыли на протяжении долгосрочного (10–20 лет) периода, даже если для этого придется пойти на снижение краткосрочной прибыли компании. Фишер подчеркивал, что речь идет о снижении краткосрочной прибыли, а не о том, чтобы пожертвовать ею. Менеджер со способностями выше средних может заниматься реализацией долгосрочных планов компании и в то же время не оставлять без внимания текущие дела.

Филип Фишер считал крайне важной еще одну характеристику менеджмента компании, — высокие моральные качества и несомненная

честность ее руководителей. По мнению Фишера, оценивая качество менеджмента, необходимо определить, ведут ли себя высшие менеджеры компании как доверенные лица и представители интересов ее акционеров или же они заботятся исключительно о повышении собственного благосостояния.

По мнению Фишера, один из способов определить намерения высших руководителей компании заключается в том, чтобы понаблюдать, как они общаются с акционерами. Любой компании, хорошей или плохой, рано или поздно приходится переживать периоды непредвиденных трудностей. При таких обстоятельствах, до тех пор пока дела в компании идут хорошо, высшие менеджеры охотно делятся с акционерами интересующей их информацией. Если же компания сталкивается с проблемами, то некоторые руководители компаний начинают скрывать те или иные факты от акционеров. Фишер был убежден в том, что реакция менеджмента на возникновение проблем может сказать о компании многое.

Филип Фишер утверждал, что, для того чтобы компания была успешной, высшее руководство должно формировать хорошие рабочие взаимоотношения со всеми сотрудниками компании. Необходимо сделать так, чтобы служащие искренне считали компанию лучшим местом для работы. «Синие воротнички» должны чувствовать уважительное и вежливое отношение со стороны руководства. Работники административного аппарата должны знать, что их продвижение по службе зависит от их способностей, а не от благосклонности руководства.

В процессе оценки качества менеджмента Фишер анализировал также глубину иерархической системы управления. При этом он пытался найти ответ на следующие вопросы: 1) есть ли у руководителя талантливая команда подчиненных ему работников; 2) в какой степени он способен делегировать членам этой команды свои управленческие полномочия?

Помимо всего прочего, Филип Фишер изучал конкретные характеристики бизнеса и менеджмента компании в сравнении с аналогичными характеристиками других компаний той же отрасли. В процессе такого анализа Фишер пытался понять, что именно дает компании превосходство над ее конкурентами.

Филип Фишер утверждал, что одного лишь чтения финансовых отчетов о деятельности компании совершенно недостаточно для того,

чтобы определить оправданность инвестиций в ее акции. По его мнению, важнейший этап принятия решений о целесообразности инвестиций — это сбор как можно большего количества информации о компании от тех людей, которые с ней хорошо знакомы. Фишер признавал, что его метод наводящих вопросов можно было бы назвать «сбором слухов». В наши дни это можно назвать методикой сбора неофициальной информации. Филип Фишер утверждал, что при правильном применении такая методика позволит инвестору получить информацию, имеющую большое значение для идентификации перспективных объектов для инвестиций.

Методика сбора неофициальной информации, разработанная Фишером, подразумевает необходимость опросить как можно большее количество людей, владеющих такой информацией. Фишер разговаривал с заказчиками и поставщиками компании. Он разыскивал бывших служащих и консультантов, которые работали на компанию. Кроме того, он обращался за информацией к научным сотрудникам, занимающимся исследовательской работой в университетах, правительственным служащим и сотрудникам профессиональных ассоциаций. Фишер разговаривал также и с руководством конкурирующих фирм. Хотя в некоторых случаях служащие не решались раскрывать информацию о своих компаниях, Фишер обнаружил, что они с готовностью высказывают свое мнение о конкурентах.

Инвесторы в большинстве случаев не склонны уделять достаточно времени и сил на то, чтобы понять происходящее в компании. Формирование сети сбора неофициальной информации и проведение опросов — достаточно трудоемкая процедура. Однако повторное ее проведение в контексте каждой компании, которая рассматривается в качестве возможного объекта для инвестиций, может оказаться задачей непосильной. Фишер нашел простой способ сократить объем такой работы: он сократил количество компаний, акциями которых владел. Филип Фишер всегда говорил, что он предпочитает инвестировать капитал в несколько крупных компаний, вместо того чтобы покупать акции большого количества средних компаний. Как правило, в инвестиционном портфеле Фишера были акции не более десяти компаний, и во многих случаях 75% всего объема портфеля приходилось на три или четыре компании.

По глубокому убеждению Фишера, успех инвестора зависит от того, насколько хорошо он справляется с выполнением определенных задач. Одна из них заключается в том, чтобы вкладывать капитал только в те компании, в бизнесе которых он разбирается. Сам Фишер в начале своей инвестиционной деятельности допустил ошибку. «Я начал инвестировать средства в компании, принадлежавшие к тем отраслям, в которых я не очень хорошо разбирался. В результате, когда эти компании попадали в трудные ситуации, мне не хватало необходимых базовых знаний для их оценки» [8].

## Джон Бэрр Уильямс

В 1923 году, после окончания Гарвардского университета, Джон Бэрр Уильямс поступил в Гарвардскую школу бизнеса, где впервые познакомился с такими дисциплинами, как экономическое прогнозирование и анализ ценных бумаг. После окончания Гарварда он работал в качестве финансового аналитика в двух компаниях, хорошо известных на Уолл-стрит. Там он работал в бурный период 1920-х годов, во время катастрофического падения фондового рынка в 1929 году, а также в период кризиса, последовавшего за этим крахом. На основе опыта, полученного в те трудные времена, Джон Бэрр Уильямс пришел к следующему выводу: чтобы быть хорошим инвестором, необходимо быть также хорошим экономистом [9].

Таким образом, в 1932 году, в возрасте 30 лет, Джон Бэрр Уильямс, который тогда уже был неплохим инвестором, стал студентом Высшей школы наук и искусств Гарвардского университета. Основываясь на твердом убеждении в том, что все события, происходящие в экономике, могут повлиять на стоимость акций, он решил получить ученую степень по экономике.

Когда пришло время выбрать тему для диссертации, Уильямс обратился за советом к Йозефу Шумпетеру — выдающемуся австрийскому экономисту, известному своей теорией созидательного разрушения (в тот период он был преподавателем экономического факультета в Гарварде). Йозеф Шумпетер посоветовал Уильямсу обратить внимание на тему «действительная стоимость обыкновенных акций». По его мнению, эта тема соответствовала знаниям и опыту Уильямса. Впоследствии Уильямс высказал мысль, что у Шумпетера,

возможно, был более корыстный мотив: эта тема позволила бы избежать столкновения между Уильямсом и другими преподавателями, ни один из которых, по мнению Уильямса, не хотел разделять его идеи в области инвестиций [10]. Тем не менее предложение Шумпетера дало импульс к написанию Уильямсом его знаменитой докторской диссертации, получившей название *The Theory of Investment Value* («Теория инвестиционной стоимости») и с тех пор оказывающей большое влияние на деятельность финансовых аналитиков и инвесторов.

Джон Бэрр Уильямс закончил писать свою диссертацию в 1937 году. Не дождавшись защиты, он передал эту работу в издательство Macmillan для публикации (чем вызвал большое негодование некоторых профессоров). В этом издательстве, так же как и в издательстве McGraw-Hill, отказались печатать диссертацию Уильямса. По мнению руководства обоих издательств, в этой работе было слишком много математики. В 1938 году Уильямсу наконец удалось найти издателя в лице Harvard University Press, но только после того, как он согласился взять на себя часть расходов на печать. Два года спустя, после острых дискуссий с оппонентами относительно причин возникновения Великой депрессии, Уильямс сдал экзамен и защитил диссертацию.

«Теория инвестиционной стоимости» — это настоящий классический труд по инвестициям. На протяжении шестидесяти лет он служил фундаментом, на котором многие знаменитые экономисты (такие как Юджин Фама, Гарри Марковиц, Франко Модильяни и многие другие) строили свои собственные теории. Уоррен Баффет называет этот труд одним из самых важных из когда-либо написанных по проблеме инвестиций.

Теория Уильямса, известная в настоящее время под названием «*модель дисконтирования дивидендов*», или анализ чистого дисконтированного потока денежных средств, позволяет оценить действительную стоимость акции или облигации. Подобно многим другим важным идеям, эту теорию можно кратко выразить в виде следующего правила: чтобы определить действительную стоимость ценной бумаги, необходимо оценить денежный поток, который она может принести на протяжении своего жизненного цикла, и дисконтировать полученную сумму к текущей (приведенной) стои-

мости. Это основополагающая методология, которую Уоррен Баффет использует для оценки действительной стоимости акций и компаний.

Баффет сформулировал сущность теории Уильямса в виде краткой формулы: «Стоимость компании определяется стоимостью чистого потока денежных средств, который предположительно будет получен от нее инвестором на протяжении ее жизненного цикла, дисконтированному с учетом соответствующей процентной ставки». Уильямс дал следующее образное описание этого процесса: «Ценность коровы определяется молоком, ценность курицы — яйцами; а ценность акции — дивидендами, которые она приносит» [11].

Модель Уильямса представляет собой двухэтапный процесс. На первом этапе необходимо определить поток денежных средств, чтобы выявить текущую и будущую стоимость компании. Но как можно измерить денежный поток? Один из самых простых критериев оценки — это дивиденды, выплачиваемые акционерам. Что касается компаний, которые не выплачивают дивиденды, то Уильямс был убежден в том, что теоретически вся нераспределенная прибыль в итоге должна быть выплачена в качестве дивидендов. Когда компания достигает стадии зрелости, отпадает необходимость реинвестирования полученных прибылей в ее дальнейшее развитие, поэтому руководство компании может приступить к распределению этих прибылей в качестве дивидендов. Уильямс писал: «Если вся прибыль, не выплаченная в качестве дивидендов, будет успешно реинвестирована, то в таком случае она принесет дивиденды в будущем. В противном случае эти средства можно считать утраченными. Коротко говоря, стоимость акции равна прибыли, которую от нее можно получить» [12].

Второй этап сводится к дисконтированию этих предполагаемых денежных поступлений, цель которого заключается в том, чтобы учесть неопределенность развития ситуации. Никогда нельзя с полной уверенностью сказать, чем компания станет заниматься, какие товары она будет продавать или какие действия ее руководство предпримет или нет с целью усовершенствования производственного процесса. Всегда присутствует элемент риска, в особенности по отношению к инвестициям в акции, хотя теория Уильямса в равной степени применима и к облигациям.

Как же в таком случае определить ставку дисконтирования? Сам Уильямс не дал точных разъяснений по этому вопросу, очевидно полагая, что тот, кто будет читать его труд, сможет самостоятельно определить приемлемую величину этой ставки. «Мерный шест» Баффета достаточно прост: в качестве ставки дисконтирования он использует процентную ставку по долгосрочным облигациям США (имеются в виду облигации, выпущенные сроком на 10 лет). Если процентные ставки очень низкие, Баффет использует в качестве ставки дисконтирования кумулятивную среднюю ставку доходности на фондовом рынке.

Используя ставку дисконтирования, эквивалентную безрисковой норме доходности, Уоррен Баффет несколько изменил первоначальный тезис Уильямса. Поскольку Баффет ограничивается только покупкой акций с большой маржей надежности, как того требует подход Бенджамина Грэхема, то его методика гарантирует покрытие риска в результате самой операции по приобретению акций. Именно поэтому Баффет считает вполне оправданным использование безрисковой ставки доходности в качестве ставки дисконтирования.

Питер Бернстайн в своей книге *Capital Ideas* («Фундаментальные идеи финансового мира») пишет, что система Бенджамина Грэхема представляет собой набор правил, тогда как модель дисконтирования дивидендов Уильямса можно отнести к разряду сугубо теоретических рассуждений; тем не менее «обе концепции в итоге рекомендуют одни и те же акции в качестве потенциального объекта для инвестиций» [13].

Уоррен Баффет блестяще использует оба подхода к принятию инвестиционных решений.

## Чарльз Мангер

Когда в 1956 году Уоррен Баффет учредил свое инвестиционное товарищество в Омахе, то капитал его составлял всего 100 тыс. долл. Следовательно, Баффету, в первую очередь, необходимо было привлечь еще какое-то количество инвесторов. Однажды он, как это часто бывало, скрупулезно и обстоятельно излагал суть дела своим соседям, доктору Дэвису и его супруге, миссис Эдвин Дэвис. Вдруг доктор Дэвис его прервал и неожиданно объявил, что они намерены вложить в его

товарищество 100 тыс. долл. Когда Баффет поинтересовался, почему это решение было принято так внезапно, Дэвис ответил: «Потому что вы напоминаете мне Чарли Мангера» [14].

В то время Уоррен Баффет еще не знал, кто такой Чарли Мангер.

Несмотря на то что Баффет и Мангер выросли в Омахе и имели много общих знакомых, они не встречались до 1959 года. К этому времени Мангер уже переехал на юг Калифорнии, но ненадолго вернулся в Омаху, когда умер его отец. Доктор Дэвис решил, что пришло время познакомить этих двух молодых людей, и пригласил их обоих на ужин в местный ресторан. Это было началом формирования уникальных партнерских взаимоотношений между Уорреном Баффетом и Чарли Мангером.

Чарльз Мангер, сын адвоката и внук федерального судьи, начал успешную юридическую практику в Лос-Анджелесе, но уже в тот период он проявлял большой интерес к фондовому рынку. Во время своего первого совместного ужина молодые люди нашли много общих тем для разговора; обсуждали они и ценные бумаги. После первой встречи Уоррен Баффет и Чарльз Мангер начали тесно общаться, причем Баффет убеждал Мангера бросить юридическую практику и заняться инвестиционной деятельностью. На протяжении определенного периода Мангер занимался и тем и другим. В 1962 году он учредил свое инвестиционное товарищество, во многом похожее на товарищество Баффета, не бросив свою юридическую практику. По прошествии трех лет, на протяжении которых Мангеру удалось добиться значительных успехов в сфере инвестиций, он полностью отошел от дел в своей юридической фирме, хотя до сих пор в компании, которая носит его имя, есть его персональный кабинет.

Деятельность обеих компаний — и инвестиционного товарищества Мангера, расположенного в Лос-Анджелесе, и товарищества Баффета, расположенного в Омахе, — основывалась на одних и тех же подходах: обе инвестиционные компании стремились покупать акции, рыночная стоимость которых была ниже их действительной стоимости. (Кроме того, обе компании получали примерно одинаковые результаты, темпы роста доходности инвестиций обеих товариществ значительно превышали темпы роста индекса Dow Jones Industrial Average.) При таком развитии событий неудивительно, что обе компании покупали акции одних и тех же компаний. В 1960-х годах

Чарльз Мангер, так же как и Уоррен Баффет, начал покупать акции Blue Chip Stamps и со временем стал председателем совета директоров этой компании. Когда в 1976 году состоялось слияние Berkshire и Blue Chip Stamps, он занял пост, который продолжает занимать до настоящего времени, — пост вице-председателя совета директоров.

Тесные партнерские взаимоотношения между Чарльзом Мангером и Уорреном Баффетом не были оформлены в виде официального соглашения о сотрудничестве, однако, несмотря на отсутствие формальности, с течением времени они стали еще более близкими и симбиотическими. Еще до того как Чарльз Мангер стал членом совета директоров Berkshire Hathaway, он и Уоррен Баффет во многих случаях принимали решения по вопросам инвестиций вместе, советуясь друг с другом практически ежедневно. Постепенно сферы их деловых интересов все больше и больше переплетались.

В настоящее время Чарльз Мангер продолжает занимать пост вице-председателя совета директоров компании Berkshire Hathaway, а также выполняет обязанности председателя совета директоров Wesco Financial, которая на 80% принадлежит Berkshire и владеет акциями тех же компаний. Как бы там ни было, Чарльз Мангер получил признание как соуправляющий партнер, близкий друг и единомышленник Уоррена Баффета. Для того чтобы понять, насколько тесно связаны друг с другом эти два человека, достаточно подсчитать, сколько раз Баффет говорил: «Мы с Чарли» сделали так-то, приняли такое-то решение, анализировали это, размышляли над тем-то; эту фразу можно услышать от Баффета так часто, будто «мы с Чарли» — это имя одного человека.

В такое тесное сотрудничество Чарльз Мангер привнес не только финансовую проницательность, но и свои знания основ законодательства, регулирующего предпринимательскую деятельность. Кроме того, он внес в их общее дело интеллектуальную перспективу, отличную от взглядов Уоррена Баффета. Мангер страстно увлечен многими отраслями знаний — наукой, историей, философией, психологией, математикой, — и убежден в том, что в каждой из этих отраслей есть идеи, которые вдумчивые люди могут (и должны) применять в своей сфере деятельности, в том числе и в сфере инвестиций. Мангер называет эти идеи «великими идеями», и на их основе он сформулировал свою знаменитую «матрицу ментальных моделей» для инвесторов [15].

Такая разносторонность мышления — знания в области финансов, осведомленность в вопросах права, а также понимание идей в других областях науки — сформировала инвестиционную философию Чарльза Мангера, в какой-то степени отличную от философии Баффета. Тогда как Баффет по-прежнему искал возможности выгодного приобретения акций интересующих его компаний, Мангер считал, что стоит платить справедливую цену за акции компаний с хорошими качественными характеристиками. Судя по высказыванию Уоррена Баффета, приведенному ниже, доводы Мангера в пользу такой точки зрения оказались весьма убедительными.

Намного лучше купить очень хорошую компанию по справедливой цене, чем покупать ничем не примечательную компанию по привлекательной цене [16].

*Уоррен Баффет*

Именно Чарльз Мангер убедил Баффета в том, что за компанию See's Candy выгодно заплатить сумму, в три раза превышающую ее балансовую стоимость (более подробно об этом рассказывается в главе 4). Это было началом «тектонического» сдвига в сознании Уоррена Баффета, и он с удовольствием признает, что именно Чарльз Мангер стимулировал его мыслить по-новому. Тем не менее и Баффет, и Мангер при этом сразу же добавили бы, что когда инвестору повезет найти хорошую компанию, акции которой окажутся доступны по приемлемой цене, следует действовать чрезвычайно активно — в случае Berkshire именно так произошло с компанией Coca-Cola (см. главу 4).

Одна из причин того, что Уоррен Баффет и Чарльз Мангер смогли наладить такие тесные деловые взаимоотношения, заключается в общности их бескомпромиссной позиции по отношению к принципам ведения бизнеса, основанным на здравом смысле. Так же как и Баффет, который пережил период неудовлетворительной доходности инвестиций в сфере страхования и даже на некоторое время отказался от выдачи страховых полисов, Чарльз Мангер, выполняя обязанности CEO\* Wesco, отказался предоставлять кредиты, когда столкнулся с неуправляемостью ссудосберегательных ассоциаций. Они оба демонстрируют организаторские способности, необходимые для

---

\* Высшее должностное лицо компании, генеральный директор. *Прим. ред.*

управления компаниями с хорошими качественными характеристиками. Акционерам Berkshire Hathaway посчастливилось иметь в качестве руководства компании таких управляющих партнеров, которые не забывают об их интересах и помогают им зарабатывать деньги при любом состоянии экономики. Учитывая отношение Уоррена Баффета к принудительному уходу в отставку по достижении пенсионного возраста (Баффет не считает это целесообразным), акционеры Berkshire Hathaway еще долго будут пользоваться преимуществами того, что компания функционирует под управлением не одного, а двух выдающихся умов.

## «Горючая смесь»

Вскоре после смерти Бенджамина Грэхема в 1976 году его «знамя» стоимостного подхода к инвестиционной деятельности\* подхватил Уоррен Баффет. Имя Баффета действительно стало синонимом соблюдения подхода к инвестированию на базе соблюдения принципа «стоимость/цена». Причины этого найти достаточно легко. Баффет был самым преданным студентом Грэхема, и он никогда не упускал возможности признать свой интеллектуальный долг перед своим учителем. Даже сейчас Баффет считает его вторым после отца человеком, который оказал самое большое влияние на его карьеру в сфере инвестиций [17].

В таком случае как же согласуется с интеллектуальным долгом перед Бенджамином Грэхемом то, что Баффет инвестировал капитал в такие компании, как Washington Post Company (1973) и Coca-Cola Company (1988)? Ни одна из них не удовлетворяла строгим правилам принятия решений об инвестициях, предписанных Грэхемом, и все же Баффет сделал крупные инвестиции в каждую из них.

Еще в 1965 году Уоррен Баффет понял, что инвестиционная стратегия Грэхема, заключающаяся в покупке дешевых акций, не была идеальной [18]. Придерживаясь подхода своего наставника, который искал компании, продающиеся дешевле стоимости чистого оборотного капитала, Баффет приобрел несколько действительно убыточных компаний. Ряд компаний, которые Баффет купил по низкой цене (по-

---

\* Подход на основе принципа «стоимость/цена». *Прим. ред.*

скольку они удовлетворяли требованиям Грэхема) были дешевыми, поскольку их основные направления деятельности переживали глубокий кризис.

Учитывая ошибки, совершенные на раннем этапе своей инвестиционной деятельности, Уоррен Баффет начал понемногу отходить от строгих правил Грэхема. «Я развивался, — признал он, — но это не было постепенным превращением обезьяны в человека или человека в обезьяну» [19]. Он начал отдавать должное качественной характеристике некоторых компаний в противовес количественным характеристикам других компаний. Тем не менее Баффет по-прежнему придерживался принципа приобретения компаний или их акций по заниженной цене, и в некоторых случаях это приводило к ужасным последствиям. «Моим наказанием за это, — признавал Баффет, — была вынужденная необходимость вникать в то, как повысить эффективность бизнеса таких разнородных компаний, как компания по производству фермерского оборудования (Dempster Mill Manufacturing), небольшие универмаги (Hochschild-Kohn) и текстильные заводы из Новой Англии (Berkshire Hathaway) [20]. Как признался сам Баффет, дальнейшее развитие его представлений об инвестиционной деятельности было на некоторый период приостановлено, поскольку он очень ценил то, чему научил его Бенджамин Грэхем.

В процессе оценки покупки акций той или иной компании Грэхем не думал о специфике бизнеса этой компании. Его не интересовали также возможности топ-менеджеров компании. Он ограничивал свои исследования изучением корпоративных документов и годовых отчетов. Если существовала возможность сделать деньги на разнице между стоимостью акций компании и стоимостью ее активов, Грэхем покупал эту компанию, независимо от качественных характеристик ее бизнеса или менеджмента. Чтобы повысить вероятность успеха, он покупал как можно больше компаний, которые удовлетворяли эти сугубо статистические требования.

Если бы теория Грэхема была ограничена только этими принципами, Баффет никогда не обратил бы на нее особого внимания. Однако концепция маржи безопасности инвестиций, которую сформулировал и которой придавал особое значение Грэхем, была настолько важна для Баффета, что он мог не обращать внимания на ее слабые места. Даже в наши дни Баффет не отказывается от основной идеи

Грэхема — *концепции маржи надежности инвестиций*. «Даже через сорок два года после того, как я прочитал эти три слова впервые, — заметил Баффет, — я по-прежнему верю в их правильность» [21]. Основной урок, которому Баффет научился у Грэхема, заключается в том, что успешное инвестирование капитала предполагает покупку акций в тот момент, когда их рыночная цена становится значительно ниже их действительной стоимости.

Помимо применения концепции маржи безопасности инвестиций, которая стала интеллектуальной основой деятельности Уоррена Баффета в инвестиционной сфере, теория Грэхема помогла ему адекватно оценить всю бессмысленность колебаний курсов ценных бумаг на фондовом рынке. Согласно Грэхему, акции обладают инвестиционными и спекулятивными характеристиками, причем спекулятивные характеристики являются результатом человеческого страха и алчности. Эти чувства, присущие большинству инвесторов, провоцируют спиральные колебания курса акций компании намного выше, или, что еще важнее, намного ниже ее действительной стоимости. Это, в свою очередь, обеспечивает определенную маржу безопасности инвестиций. Грэхем учил Баффета, что если он сможет отгородиться от бури эмоций, бушующей на фондовом рынке, у него появится возможность использовать в своих интересах иррациональное поведение других инвесторов, покупающих акции на основании эмоций, а не логики.

Уоррен Баффет научился у Бенджамина Грэхема независимому мышлению. Грэхем утверждал: если инвестор сделал тот или иной логический вывод на основании правильных рассуждений, он не должен отказываться от него только потому, что другие с этим не согласны. «Мнение толпы не может ни подтвердить, ни опровергнуть правильность ваших выводов, — писал он. — Ваша правота может быть подтверждена только корректностью ваших данных и умозаключений» [22].

Филип Фишер во многих отношениях был противоположностью Бенджамина Грэхема. Фишер был убежден в том, что для принятия правильных решений инвестор должен обладать исчерпывающей информацией о компании. Это означало, что он должен изучить все аспекты деятельности компании и ему нельзя сосредоточивать усилия исключительно на цифрах, а нужно изучать бизнес-

процессы, происходящие в компании, поскольку такая информация имеет большое значение для принятия правильных решений. Кроме того, инвестору необходимо исследовать характеристики менеджмента компании, поскольку именно от качеств высших руководителей зависит ценность базового бизнеса компании. Помимо всего прочего, инвестору необходимо узнать как можно больше о той отрасли, в которой функционирует компания, а также о ее конкурентах. При этом нужно задействовать все возможные источники информации.

В 1993 год, во время показа телевизионной передачи «Мир денег» на канале PBS, Уоррена Баффета спросили, какой совет по вопросам инвестирования он дал бы начинающему менеджеру по управлению капиталом. «Я порекомендовал бы ему сделать в точности то, что сделал я сам сорок лет назад, — изучить информацию о каждой американской компании, ценные бумаги которой обращаются на рынке».

Адам Смит, ведущий передачи, возразил: «Но в Соединенных Штатах Америки существует 27 тысяч открытых акционерных компаний».

«В таком случае, — ответил Баффет, — следует начать с компаний на букву А» [23].

Благодаря Фишеру Уоррен Баффет узнал о ценности неофициальной информации о компании. За много лет своей деятельности в сфере инвестиций он создал обширную сеть личных связей, которые помогают ему в оценке компаний.

И наконец, Фишер открыл Баффету преимущества концентрации усилий на инвестициях в акции ограниченного количества компаний. Он был убежден в ошибочности представлений инвесторов о том, что «раскладывание яиц по разным корзинкам» позволяет сократить риск. Опасность распыления инвестиций по акциям многих компаний заключается, по мнению Фишера, в том, что в таком случае невозможно проследить за тем, что происходит с «яйцами» во всех «корзинках». Филип Фишер считал, что покупка акций компании при отсутствии достаточно глубокого понимания ее бизнеса — подход намного более рискованный по сравнению с ограниченной диверсификацией инвестиций.

Джон Бэрр Уильямс обеспечил Баффета методикой вычисления действительной стоимости компании, — методикой, которая

представляет собой краеугольный камень его концепции инвестиционной деятельности.

Отличия между подходами Грэхема и Фишера очевидны. Бенджамин Грэхем, сторонник количественного анализа, придавал значение только тем факторам, которые можно было измерить количественно — основной капитал, текущая прибыль и дивиденды. Его исследования сводились к изучению корпоративных документов и годовых отчетов. Грэхем не считал нужным тратить время на опросы клиентов компании, ее конкурентов или менеджеров.

Подход Филипа Фишера полностью противоположен подходу Грэхема. Фишер, сторонник качественного анализа, уделял особое внимание тем факторам, которые, по его мнению, увеличивали стоимость компании; в большинстве случаев к их числу принадлежали будущие перспективы компании и характеристики ее менеджмента. Тогда как Грэхем интересовался исключительно покупкой недооцененных акций, для Фишера первостепенный интерес представляли компании с потенциалом увеличения действительной стоимости в долгосрочном периоде. Фишер выполнял разнообразные исследования, включая многочисленные беседы с людьми, чтобы получить любую информацию, которая могла бы пригодиться в процессе выбора объекта для инвестиций.

Уоррен Баффет отмечает, что, хотя концепции инвестиционной деятельности Грэхема и Фишера отличаются друг от друга, они «существуют в мире инвестиций» [24]. Перефразируя это высказывание, я сказал бы, что в интерпретации Уоррена Баффета, вместо того чтобы существовать параллельно, эти концепции дополняют друг друга: концепция инвестиционной деятельности, которой руководствуется Баффет, представляет собой сочетание качественных характеристик базового бизнеса и менеджмента компании (согласно подходу Фишера) и количественных характеристик, таких как цена акций и стоимость (согласно теории Грэхема).

Однажды Уоррен Баффет сказал: «Я на 15% Филип Фишер и на 85% — Бенджамин Грэхем» [25]. Это высказывание стало очень популярным, однако следует обратить внимание на то, что оно было сделано в 1969 году. Позже мышление Баффета медленно, но неуклонно смещалось в сторону инвестиционной философии Фишера, которая сводилась к покупке акций нескольких избранных компаний с хоро-

шими качественными характеристиками и владению этими компаниями на протяжении ряда лет. Моя интуиция говорит мне, что если бы приведенное выше высказывание было произнесено в настоящее время, соотношение было бы примерно 50 к 50.

Бесспорно, переход Баффета на сторону инвестиционной философии Филипа Фишера — это целиком и полностью заслуга Чарльза Мангера.

Можно сказать, что деятельность Чарльза Мангера была живым воплощением качественного подхода к инвестициям, пропагандируемого Фишером. С самого начала Мангер полностью признавал ценность компаний с хорошими качественными характеристиками и считал целесообразным платить за такие компании справедливую цену. На протяжении долгих лет сотрудничества с Уорреном Баффетом Мангер продолжал проповедовать мудрость решения о покупке акций достойных компаний по достаточно высокой цене.

Тем не менее один из аспектов текущей деятельности Мангера также можно охарактеризовать как логическое продолжение теории Бенджамина Грэхема. Много лет назад Грэхем разъяснял Баффету двоякую роль эмоций, сопровождающих инвестиционный процесс: с одной стороны, под влиянием эмоций некоторые инвесторы принимают иррациональные решения, которые, в свою очередь, порождают ряд ошибок. С другой — эти же ошибки создают дополнительные благоприятные возможности для тех инвесторов, которым удается избежать капкана эмоций. На основании своих познаний в области психологии Мангер развил эту тему еще глубже. Эта тема, которую Мангер называет «психологией ошибочных суждений», рассматривается более подробно в главе 11. Постоянно подчеркивая значимость этой концепции для успешной инвестиционной деятельности, Мангер сделал ее неотъемлемой частью процесса принятия решений в Berkshire Hathaway. Разработка этой концепции и ее практическое применение в контексте компании Berkshire — наиболее весомый вклад Чарльза Мангера в деятельность компании.

\* \* \*

Одержимость Уоррена Баффета идеями Бенджамина Грэхема, Филипа Фишера, Джона Бэра Уильямса и Чарльза Мангера вполне понятна и объяснима. Грэхем дал Баффету интеллектуальную базу

инвестиционной деятельности, концепцию маржи безопасности инвестиций и помог научиться контролировать свои эмоции, чтобы извлекать выгоду из колебаний курсов акций на фондовом рынке. Фишер дал Баффету усовершенствованную, применимую на практике методику определения целесообразности долгосрочных инвестиций и управления портфелем инвестиций на протяжении длительного периода, а также привил ему понимание значимости сосредоточения усилий на инвестициях в небольшое количество компаний с высокими качественными характеристиками. У Уильямса Уоррен Баффет взял на вооружение математическую модель вычисления действительной стоимости компании или ее акций. Чарльз Мангер помог Баффету осознать экономическую целесообразность покупки и владения незаурядными компаниями. Путаница, которой часто сопровождаются те или иные инвестиционные операции Баффета, объясняется достаточно просто: подход Баффета к инвестиционной деятельности представляет собой синтез всех этих четырех теорий.

«Недостаточно обладать незаурядным интеллектом, — писал в свое время Декарт. — Принципиально важно найти этому интеллекту правильное применение». Именно это и отличает Уоррена Баффета от других инвестиционных менеджеров. Многие современники Баффета в такой же степени умны, дисциплинированы и одержимы инвестиционными идеями. Тем не менее Баффет превосходит их всех благодаря своей способности интегрировать инвестиционные стратегии четырех мудрых инвесторов в единую целостную концепцию инвестиционной деятельности.

# Глава 3

## «Страхование — главный бизнес нашей компании»

### Начало деятельности компании Berkshire Hathaway

Когда в 1965 году инвестиционная фирма Buffet Partnership взяла под свой контроль компанию Berkshire Hathaway, капитал акционеров сократился в два раза, а убытки от деятельности Berkshire превысили 10 млн долл. Уоррен Баффет и Кен Чейс, который управлял этой текстильной компанией, напряженно трудились над исправлением ситуации на текстильных фабриках компании. Тем не менее результаты были неутешительными: рентабельность акционерного капитала едва достигала двузначного значения.

Однако в этой мрачной картине было одно светлое пятно, вселяющее оптимизм в акционеров, — умелое управление портфелем обыкновенных акций Уорреном Баффетом. Когда Баффет взял на себя руководство Berkshire Hathaway, компания имела в своем распоряжении ценных бумаг, обращающихся на фондовом рынке, на сумму 2,9 млн долл. К концу первого года управления компанией Баффету удалось увеличить общую стоимость ценных бумаг до 5,4 млн долл. В 1967 году прибыль от инвестиционных операций Berkshire в три раза превышала прибыль всего текстильного бизнеса компании, доля которого в общем акционерном капитале была в десять раз больше по сравнению с инвестициями в ценные бумаги.

Однако на протяжении следующего десятилетия Баффету пришлось непосредственно столкнуться с некоторыми трудностями реальной экономической обстановки в стране. Во-первых, сама

природа текстильного бизнеса делала невозможным достижение высокого уровня рентабельности акционерного капитала. Предприятия текстильной промышленности относятся к категории предприятий по производству потребительских товаров, а для таких компаний наступили трудные времена, связанные с резким усилением конкурентной борьбы. Конкуренция со стороны зарубежных компаний, которые имели возможность нанимать дешевую рабочую силу, приводила к сокращению размеров прибыли текстильных заводов компании Berkshire Hathaway. Во-вторых, для того чтобы сохранить конкурентоспособность текстильных предприятий, необходимо было сделать значительные капиталовложения в модернизацию производственных мощностей, — а эта перспектива была пугающей в условиях инфляции и губительной — при условии низкой доходности текстильного бизнеса.

Баффет даже не пытался скрыть от акционеров наличие трудностей в компании, однако при каждом удобном случае он объяснял им свое видение ситуации. А оно заключалось в следующем: текстильные предприятия компании были самым крупным работодателем в регионе. Работники этих заводов представляли собой в основном людей старшей возрастной группы с относительно низкой способностью к переквалификации. Руководство энергично стремилось улучшить положение, профсоюзы действовали корректно. И последнее: Баффет был убежден в том, что текстильный бизнес может приносить определенную прибыль.

Тем не менее Баффет однозначно дал понять, что он ожидает от текстильных заводов выхода на положительную рентабельность при умеренных капитальных затратах. «Я не стал бы закрывать бизнес, прибыльность которого ниже нормы, только для того, чтобы на несколько пунктов увеличить совокупную рентабельность всей компании, — сказал Баффет. — И я считаю неприемлемым даже для исключительно рентабельной компании вкладывать деньги в предприятие, которое с большой степенью вероятности будет и впредь терпеть убытки. Адам Смит не согласился бы с моей первой позицией, Карл Маркс — со второй. Золотая середина — единственная позиция, занимая которую я чувствую себя комфортно» [1], — объяснил он.

В годовом отчете Berkshire Hathaway за 1980 год раскрыты некоторые неприятные факты относительно будущего, ожидающего

текстильные подразделения компании. В том году они потеряли свое приоритетное положение, всегда занимаемое ими в тексте обращения председателя совета директоров компании к акционерам. В следующем году текстильное подразделение вообще не упоминалось. Затем произошло неизбежное: в июле 1985 года Баффет остановил деятельность текстильного подразделения компании, закрыв бизнес, основанный сто лет назад.

Тем не менее, опыт работы в текстильном бизнесе не был для Уоррена Баффета отрицательным во всех отношениях. Во-первых, из него Баффет извлек ценный урок относительно финансового оздоровления компании, столкнувшейся с серьезными проблемами: такое оздоровление редко бывает успешным. Во-вторых, на первоначальном этапе текстильные предприятия Berkshire Hathaway принесли компании объем капитала, достаточный для приобретения страховой компании, — а эта покупка принесла Уоррену Баффету громадный успех.

## Страховой бизнес

В марте 1967 года компания Berkshire Hathaway за 8,6 млн долл. приобрела выпущенные акции двух страховых компаний со штаб-квартирами в Омахе — National Indemnity Company и National Fire & Marine Insurance Company. Это положило начало необыкновенной истории успеха. Berkshire Hathaway как текстильная компания не могла больше продолжать борьбу за выживание, однако Berkshire Hathaway как инвестиционная компания была готова к стремительному взлету.

Для того чтобы в полной мере понять суть происходящего, необходимо осознать истинную ценность инвестиций в страховой бизнес. Страховые компании не всегда представляют собой хороший объект для инвестиций. Тем не менее в любом случае они предоставляют в распоряжение инвесторов отличный механизм для инвестирования. Держатели страховых полисов, выплачивая страховые взносы, формируют непрерывный поток денежных поступлений, известный как «поток временно свободных денежных средств». На основании анализа статистических данных страховые компании формируют из части этих денег страховой резерв, предназначенный для ежегодной оплаты претензий по договорам страхования, а оставшиеся средства

инвестируют. Страховые компании не имеют точной информации о том, когда им придется производить выплаты по страховым искам. Поэтому с целью обеспечения своей платежеспособности они инвестируют капитал в ликвидные ценные бумаги, преимущественно акции и облигации. Таким образом, Уоррен Баффет не только купил две достаточно благополучные компании, но и получил в свое распоряжение чрезвычайно надежный механизм управления инвестициями.

Именно это и было необходимо Уоррену Баффету, который никогда не упускал возможность купить акции солидных компаний, пользующиеся популярностью у инвесторов на протяжении длительного периода времени. Всего за два года он увеличил стоимость совокупного портфеля акций и облигаций этих двух компаний с 31,9 почти до 42 млн долл. Хотя дела самих страховых компаний также шли очень хорошо. Всего за один год чистая прибыль компании National Indemnity увеличилась с 1,6 до 2,2 млн долл.

Успех, которого достиг Уоррен Баффет на раннем этапе своей деятельности в сфере страхования, стал для него стимулом к активному расширению инвестиций в страховой бизнес. На протяжении следующих десяти лет Баффет купил еще три и организовал пять страховых компаний. Он никогда не снижал интенсивность вложений в страховой бизнес. По данным на 2004 год, Berkshire Hathaway владела 38 страховыми фирмами, в том числе двумя крупнейшими компаниями — Government Employees Insurance Company (GEICO) и General Re, каждая из которых, в свою очередь, имеет по несколько дочерних компаний.

### **Government Employees Insurance Company**

Первое знакомство Уоррена Баффета с компанией GEICO состоялось еще в то время, когда он учился в Колумбийском университете, — наставник Баффета Бенджамин Грэхем занимал пост председателя совета директоров этой компании. Всем известна история о том, как Баффет, будучи студентом, пришел ранним субботним утром в офис компании и стучал в дверь до тех пор, пока привратник не впустил его. Единственным человеком, оказавшимся в тот день в офисе компании, был Лоример Дэвидсон, начальник отдела инвестиций, который впоследствии стал CEO компании. Лоример Дэвидсон в течение пяти часов рассказывал Баффету о компании GEICO. Практические знания

о страховом бизнесе, полученные за эти пять часов, были очень ценными для Уоррена Баффета.

Деятельность GEICO основывалась на двух простых, но достаточно революционных концепциях. Во-первых, если компания страхует только тех водителей, которые редко попадают в аварийные ситуации, к ней будет предъявляться меньше исков о выплате страховых возмещений. Во-вторых, если компания продает страховые полисы непосредственно клиентам (без участия страховых агентов), это позволяет существенно сократить объем непроизводительных расходов.

Вернувшись в Омаху и поступив на работу в брокерскую фирму отца, молодой Уоррен Баффет написал в финансовый журнал статью о компании GEICO. Там он высказал мысль, которую можно было расценить как достаточно сдержанное высказывание в контексте того десятилетия: «Есть основания полагать, что компании еще предстоит пережить период бурного развития» [2]. Баффет вложил в акции компании 10 282 долл., а в следующем году продал эти акции с прибылью в 50%. И он никогда не прекращал внимательно следить за состоянием дел в компании.

В 1950-х и 1960-х годах компания GEICO процветала. Однако впоследствии ее руководство начало совершать ошибки. На протяжении нескольких лет в компании предпринимались попытки расширить базу клиентов посредством установления заниженных (ниже себестоимости) цен на страховые полисы, а также посредством смягчения условий заключения страховых договоров. Кроме того, два года подряд в компании допускались серьезные просчеты при вычислении объема денежных средств, необходимых для формирования страхового резерва (из которого выплачивается страховое возмещение). Совокупным результатом всех этих ошибок и просчетов стало то, что к середине 1970-х некогда солидная компания оказалась на грани банкротства.

Когда в 1976 году стоимость акций компании GEICO упала с 61 до 2 долл. за акцию, Баффет начал их покупать. За пять лет, сохраняя непоколебимую уверенность во внутренней силе компании, которая смогла сохранить неизменными основные конкурентные преимущества, Баффет инвестировал в акции GEICO 45,7 млн долл.

Уже через год, в 1977 году, компания снова начала получать прибыль. На протяжении двух следующих десятилетий ежегодно,

за исключением одного года, компания сводила с прибылью баланс операций перестрахования (другими словами, объем страховых премий превышал объем страховых выплат). В отрасли, в которой отрицательный баланс операций скорее правило, а не исключение, такая ситуация уникальна. Полученный в результате избыточный поток денежных поступлений открыл перед GEICO большие возможности в плане инвестиций, блестящее управление которыми осуществляет выдающийся специалист Лу Симпсон.

К 1991 году компании Berkshire принадлежала почти половина (48%) капитала GEICO. Интерес Баффета к этой страховой компании возрастал параллельно с впечатляющим ростом эффективности ее работы. В 1994 году в Berkshire начались серьезные дискуссии относительно покупки всей компании GEICO, и год спустя было объявлено о заключении сделки. К этому времени компании Berkshire принадлежал 51% акций GEICO. Руководство Berkshire согласилось выкупить оставшиеся акции за 2,3 млрд долл. Это был период, когда страховые компании изо всех сил старались повысить прибыльность операций, а большинству инвесторов оставалось только наблюдать со стороны рост цен на свои акции. К тому времени, когда завершился процесс документального оформления сделки, наступил 1996 год. В этом году компания GEICO полностью перешла в собственность Berkshire Hathaway и стала одним из подразделений компании, управление которым осуществлялось независимо от других страховых подразделений Berkshire.

Несмотря на наличие одного-двух трудных периодов в деятельности GEICO, вера Баффета в базовую концепцию бизнеса этой компании полностью оправдала себя. За период с 1996 по 2003 год доля GEICO на рынке увеличилась с 2,7 до 5%. Самый трудный период выпал на 2000 год, когда многие держатели страховых полисов отдали предпочтение другим страховым компаниям, при этом очень масштабная и очень дорогостоящая рекламная кампания (которая обошлась Berkshire в 260 млн долл.) не смогла активизировать бизнес GEICO в такой степени, как было запланировано.

Ситуация начала стабилизироваться в 2001 году, и к 2002 году компания GEICO уже снова крепко стояла на ногах, обеспечивая существенный рост доли на рынке и увеличение прибыли. В 2002 году компания GEICO получила 6,9 млрд долл. за счет страховых премий,

что намного превышало соответствующий показатель (2,9 млрд долл.) за 1996 год, — год, когда компания Berkshire Hathaway полностью купила GEICO. В апреле 2003 года в компании произошло ключевое событие: был зарегистрирован пятимиллионный держатель страхового полиса. К концу 2003 года общая сумма страховых премий, выплаченных этими пятью миллионами держателей полисов GEICO, составила 8,1 млрд долл.

Коэффициент рентабельности компании GEICO прямо зависит от того, как долго держатель полиса пользуется услугами компании. Именно поэтому руководство GEICO прилагает много усилий к формированию долгосрочных взаимоотношений с клиентами. Когда в 1996 году Уоррен Баффет взял на себя руководство GEICO, он внедрил новую систему материального поощрения, которая стимулировала такие усилия. Половина премиальных выплачивается за то, что сотрудникам компании удастся удерживать клиентов не меньше года. Другая половина премий выплачивается за привлечение новых держателей страховых полисов. Та же система используется в рамках системы вознаграждения служащих за счет участия в прибылях.

Среднестатистический клиент GEICO — это клиент, которых застраховал не менее одного автомобиля, ежегодно выплачивает страховые взносы на сумму 1100 долл., и при этом водит автомобиль крайне осторожно. Как однажды заметил Баффет, экономические характеристики этой формулы достаточно просты: «Входящий поток денежных средств превышает исходящий» [3].

Если в 1976 году Баффет купил самый первый пакет акций GEICO по цене 2 долл. за акцию, то в 1996-м каждая акция обошлась ему почти в 70 долл., и он не видит необходимости оправдываться в этом перед акционерами Berkshire Hathaway. Баффет считает GEICO уникальной компанией с неограниченным потенциалом и убежден в том, что такая компания стоит того, чтобы заплатить достаточно высокую цену за ее акции. Такой подход к инвестиционной деятельности сформировался у Уоррена Баффета в значительной степени под влиянием его партнера, Чарли Мангера (этот подход заключается в том, что, если инвестор желает приобрести акции лучших компаний, он должен быть готов заплатить повышенную цену за эти акции, как только они станут доступными на фондовом рынке).

Зная о тесных взаимоотношениях между Уорреном Баффетом и Чарльзом Мангером, можно с уверенностью утверждать, что Мангер мог бы сообщить много интересных фактов относительно принятия других решений по вопросам крупных инвестиций в страховой бизнес.

### General Re Corporation

В 1996 году Баффет заплатил 2,3 млрд долл. за оставшуюся половину акций GEICO. Два года спустя он выделил *в семь раз большую* часть акционерного капитала Berkshire Hathaway (около 16 млрд долл.) на приобретение General Re [4] — компании, занимающейся перестрахованием. На тот момент это была самая крупная сделка Баффета, которая стала единственным в своем роде событием — самой крупной сделкой в истории компании Berkshire Hathaway [5].

Перестрахование — это отрасль индустрии страхования, не очень известная широкой публике, поскольку она не занимается ни страхованием жизни, ни страхованием автотранспортных средств, ни оформлением страховых полисов домовладельцев. Проще говоря, компании, занимающиеся перестрахованием, страхуют другие страховые компании. По условиям контракта, в котором оговариваются принципы распределения страховых премий и убытков, перестраховочная компания берет на себя часть риска компании, которую она страхует. Это позволяет первичному страховщику действовать с высокой степенью риска, сокращает его потребность в оборотном капитале и обеспечивает достаточно низкий уровень убыточности.

Когда Уоррен Баффет купил General Re, в распоряжении этой компании были облигации на сумму 19 млрд долл., акции на сумму 5 млрд долл., и 15 млрд долл. временно свободных средств, привлеченных в качестве страховых премий. Используя часть акционерного капитала Berkshire Hathaway для покупки компании и ее объемного портфеля облигаций, Баффет «одним движением руки» сместил долю акций в общем портфеле Berkshire с 80 до 60%. Когда в конце 1998 года налоговая служба США установила, что слияние Berkshire Hathaway и General Re не повлекло за собой прироста капитала, это означало, что Баффету удалось «продать» почти 20% акций Berkshire и тем самым ловко обойти проблему неустойчивости цен, по сути избежав уплаты налогов на прирост капитала.

Ликвидация инвестиционного отдела General Re, произошедшая после слияния компаний, стала единственным существенным изменением в кадровом составе компании. До слияния около 150 сотрудников занимались вопросами инвестирования денежных средств General Re. После слияния их всех заменил один человек — Уоррен Баффет.

Год, наступивший после того, как Berkshire Hathaway выкупила General Re, оказался худшим во всей истории деятельности этой компании. В 1999 году, как известно, GenRe пришлось выплатить значительный объем страхового возмещения по претензиям страхователей, последовавшим в результате ряда стихийных бедствий (сильнейшей грозы с градом в Австралии, серии землетрясений в Турции и ряда разрушительных ураганов в Европе), а также в результате крупнейшего в истории пожара и провала нескольких кинофильмов (компания застраховала выручку кинотеатров). Еще больше ухудшило ситуацию то, что GenRe входила в число компаний, занимающихся страхованием и перестрахованием, которые были вовлечены в конфликт относительно оплаты труда работников, повлекший за собой затяжной судебный процесс и убытки в размере 275 млн долл. на протяжении двух лет подряд (в 1998 и 1999 годах).

Впоследствии стало очевидно, что проблема заключалась в установлении компанией GenRe слишком низких цен на свои полисы. Как известно, входящий поток страховых премий в конечном счете выплачивается держателям страховых полисов, предъявляющих иски о выплате возмещения при наступлении страховых случаев. Когда исходящий поток выплат по таким искам превышает входящий поток страховых взносов, компания терпит убытки от перестраховочной деятельности. Отношение объема этих убытков к объему страховых взносов за тот или иной год известно как коэффициент затрат на привлечение временно свободных средств за этот год. Когда оба элемента этой формулы равны, коэффициент равен нулю — а это положительное явление для компании. Тем не менее, когда этот коэффициент меньше нуля (другими словами, когда он имеет отрицательное значение, что происходит тогда, когда сумма страховых взносов превышает сумму убытков, обусловленных выплатой страхового возмещения), это означает для страховой компании получение прибыли от страховых операций. Хотя этот эффект и получил название «отрицательный коэффициент затрат на привлечение временно свободных средств», на самом деле он имеет положительный

характер: компания может направить свободные денежные средства на покупку ценных бумаг.

Как неоднократно заявлял Уоррен Баффет, очень хорошо, когда в страховой компании формируются временно свободные средства, если только коэффициент затрат на привлечение этого потока не слишком высок. Если компания получает слишком мало страховых взносов или терпит слишком большие убытки, это отрицательно сказывается на коэффициенте затрат; если же имеет место и то, и другое, этот коэффициент резко повышается.

Именно так и произошло с компанией GenRe, хотя поначалу ничто не предвещало подобного развития событий. Еще в 1999 году Баффет понял, что в компании GenRe устанавливаются слишком низкие цены на услуги страхования, и начал принимать меры, направленные на исправление ситуации. Однако такие шаги не могут дать немедленных результатов, поэтому в 2000-м компания GenRe все-таки понесла убытки от операций перестрахования на сумму 1,6 млрд долл., что привело к увеличению коэффициента затрат на привлечение временно свободных средств до 6%. И все же Баффет посчитал возможным сообщить в своем обращении к акционерам за 2000 год о том, что ситуация улучшается и что он рассчитывает на сохранение этой тенденции в будущем. Затем, как будто предчувствуя ужасные события, он добавил: «При отсутствии катастроф колоссального размера мы ожидаем снижения коэффициента затрат на привлечение временно свободных средств в 2001 году» [6]. Спустя шесть месяцев, 11 сентября, Америка пережила тяжелейший удар во время мегакатастрофы, которую невозможно было даже представить.

В обращении к акционерам, опубликованном в третьем квартале 2001 года, Баффет писал: «Нет ничего удивительного в таком явлении, как мегакатастрофы; время от времени они происходят, и то, что случилось 11 сентября, вряд ли будет последним событием в этом ряду. Однако мы недооценили вероятность *антропогенных* мегакатастроф, и это была большая глупость с нашей стороны» [7].

По оценкам Баффета, общая сумма убытков, понесенных компанией Berkshire Hathaway в результате террористических актов 11 сентября, составила 2,275 млрд долл., и 1,7 млрд долл. из этой суммы пришлось на долю General Re. Такой высокий уровень убытков стал стимулом к переменам в GenRe. В частности, были предприняты бо-

лее активные действия по обеспечению корректной оценки стоимости страховых услуг, а также по формированию объема резервов, достаточного для выплаты возмещения по страховым искам. Эти корректирующие действия оказались успешными. В 2002 году, после пяти лет убытков в компании GenRe сообщили о получении прибыли от страховых операций, что дало Баффету повод во время ежегодного собрания акционеров в 2002 году заявить: «Мы вернулись».

Как известно, Уоррен Баффет всегда демонстрирует дальновидность своих оценок и суждений. Он первым, со свойственной ему откровенностью, признал, что не смог распознать вероятность возникновения проблем в GenRe. Это само по себе представляет интерес для экспертов, наблюдающих за деятельностью Баффета, и в равной степени вызывает иронию с их стороны. Тот факт, что такой опытный инвестор, как Уоррен Баффет, мог не заметить проблемы такого рода, иллюстрирует сложность инвестиционной деятельности. Я уверен в том, что если бы Баффет смог обнаружить эти проблемы, он ни за что не заплатил бы за GenRe такую цену. И все же у меня есть основания утверждать, что, даже зная о возможности возникновения этих проблем, Баффет все равно не отказался бы от покупки GenRe, поскольку он всегда мыслит с точки зрения долгосрочной перспективы.

Сфера перестрахования обладает громадным потенциалом, хорошо организованный бизнес перестрахования может принести акционерам большую выгоду. Баффет знает об этом лучше, чем кто-либо другой. Именно поэтому, несмотря на то что ошибки GenRe в сфере ценообразования привели к возникновению определенных проблем в краткосрочном периоде и несмотря на то что Баффет взял на себя ответственность за эти проблемы вместе с покупкой самой компании, это не противоречит его главному выводу: хорошо управляемая компания, занимающаяся перестрахованием, представляет большую ценность для Berkshire. В подобных ситуациях интуиция Баффета подсказывает ему, что выгоднее решать проблемы, а не избавляться от компании, в которой они возникают.

Как и во многих других ситуациях, Баффет доверяет менеджерам компании решать вопросы восстановления дисциплины выполнения страховых операций посредством установления разумных цен на страховые услуги и формирования достаточного объема резервов. В обращении к акционерам за 2003 год Баффет написал, что при

таким руководством компания General Re станет мощным фактором повышения прибыльности Berkshire Hathaway в будущем [8].

К моменту написания этого издания книги компания General Re имела статус одного из двух крупнейших в мире перестраховщиков, имеющих рейтинг AAA. Вторая из этих двух компаний также входит в состав Berkshire Hathaway — это компания National Idemnity.

### **Berkshire Hathaway Reinsurance Group**

Компания National Idemnity, страховое подразделение Berkshire Hathaway, существенно отличается от той страховой компании, которую Баффет купил в 1967 году. Функционируя в рамках Berkshire Hathaway, страховая компания National Idemnity перешла на другой качественный уровень, но только с точки зрения масштаба и организации операций — базовая философия компании осталась прежней.

Одно из направлений деятельности National Idemnity, которым компания не занималась под управлением своего основателя, Джека Рингволта, — это перестрахование. В настоящее время подразделение National Idemnity, управление которым осуществляется из офиса компании в Стамфорде, вносит значительный вклад в повышение доходности Berkshire.

Группу перестрахования возглавляет Аджит Джайн, выходец из Индии, получивший образование в Индийском технологическом институте Гарвадского университета. Недавно Аджит Джайн пошутил, что, поступив в 1982 году на работу в Berkshire, он не умел даже правильно писать по-английски слово «перестрахование» (reinsurance). На самом деле Аджит Джайн создал чрезвычайно прибыльное подразделение, которое год за годом получает самые высокие похвалы со стороны Уоррена Баффета.

Продолжая работать над обеспечением устойчивого финансового положения Berkshire Hathaway, группа перестрахования этой компании берет на себя ответственность за оформление страховых полисов, от которых отказываются другие компании, даже специализирующиеся на перестраховании. Некоторые из таких полисов выделяются на общем фоне своей необычностью (например, полис страхования от травм, оформленный на имя суперигрока бейсбольной команды

Texas Rangers Алекса Родригеса, или полис страхования от выплаты выигрыша 1 млн долл. в интернет-лотерею). Комментируя такой подход, вице-президент компании по вопросам перестрахования отметил: «До тех пор пока сумма страховых премий превышает разницу между ценой на страховую услугу и себестоимостью ее оказания, мы чувствуем себя спокойно» [10].

Поступление доходов от страховых операций, осуществляемых в рамках группы перестрахования компании Berkshire Hathaway, носит достаточно неравномерный характер. Тем не менее деятельность этой группы характеризуется чрезвычайно высокой прибыльностью. Существенное повышение уровня доходов имело место в 2002 и 2003 годах. Вследствие событий, произошедших 11 сентября 2001 года, многие компании и частные лица значительно расширили диапазон событий, на случай которых они хотели бы застраховаться, хотя на протяжении двух лет после 11 сентября не происходило никаких катастроф. В 2003 году Berkshire Hathaway Reinsurance Group принесла компании страховые премии на сумму 4,43 млрд долл., что увеличило поток временно свободных средств, имеющихся в распоряжении компании, почти до 14 млрд долл.

Возможно, еще более важно то, что коэффициент затрат на привлечение потока временно свободных средств составил 3%, это фактически означает отсутствие затрат, а точнее — наличие прибыли. (С этой точки зрения, как было упомянуто выше, отрицательный коэффициент затрат на привлечение временно свободных средств имеет для компании положительный эффект.) Причина формирования такой благоприятной ситуации заключается в том, что в 2003 году группа перестрахования компании Berkshire получила прибыль от страховых операций (которая эквивалентна разности между суммой полученных страховых взносов и расходами на выплату страхового возмещения), равную 1 млрд долл. Для сравнения: в том же году прибыль от операций страхования компании GEICO составила 452 млн, компании General Re — 145 млн.

Неудивительно, что Баффет говорит об Джайне так: «Если вы увидите Аджита Джайна на нашем ежегодном собрании, низко ему поклонитесь» [11].

Уоррен Баффет понимает суть страхового бизнеса как никто другой. Успех Баффета в этой сфере в значительной степени обусловлен осознанием того, что страховой бизнес практически ничем не отлича-

ется от любого другого и что страховые компании Berkshire Hathaway можно поднять до уровня незаурядных компаний.

Страховые компании продают продукт, который практически не отличается от продуктов конкурирующих фирм. Страховые полисы имеют стандартный формат и могут быть скопированы кем угодно. В страховом бизнесе нет ни торговых марок, ни патентов; страховые компании не имеют конкурентных преимуществ при размещении производственных мощностей или источников сырья. Лицензию на страховую деятельность получить достаточно просто, а размер страховых премий не представляет собой никакой тайны. Другими словами, страховой полис — это такой же товар, как и другие товары.

Для компаний, занимающихся торговлей потребительскими товарами, самый распространенный способ завоевания доли на рынке заключается в снижении цен. В периоды острой конкуренции другие страховые компании с целью сохранения доли на рынке шли даже на продажу страховых полисов по цене, не превышающей затраты на ведение бизнеса в расчете на один полис. Однако в этом вопросе Уоррен Баффет твердо придерживался следующей позиции: ни в коем случае нельзя допускать неприбыльность страховых операций Berkshire Hathaway. Это случилось только один раз (в компании General Re), причем без ведома Баффета.

Страховая компания может постоянно выписывать невыгодные страховые полисы — для таких полисов существует практически неограниченный рынок. Однако именно они и представляют собой источник возникновения проблем, поскольку в первый же день выплаты страховой премии поступление новых средств прекращается. С этого момента выплата страхового возмещения превышает сумму полученных страховых взносов, а это не то, к чему мы стремимся.

*Уоррен Баффет, 2001 год*

Не желая участвовать в ценовой конкуренции, Баффет стремится обеспечить дифференциацию страховых компаний Berkshire Hathaway от других страховых компаний двумя способами. Первый способ заключается в укреплении финансового положения этих компаний за счет финансовой мощи Berkshire. В настоящее время по уровню годового дохода и прибыли страховая группа компании Berkshire занимает второе место в сфере страхования имущества и страхования от несчастных случаев, уступая лидерство только компании AIG. Кро-

ме того, отношение портфеля инвестиций Berkshire (35,2 млрд долл.) к объему страховых премий (8,1 млрд долл.) намного превышает соответствующий средний показатель в индустрии страхования.

Второй способ дифференциации страхового бизнеса Berkshire Hathaway заключается в реализации концепции страховой деятельности, которой придерживается Уоррен Баффет. Задача, которую Баффет ставит перед страховым бизнесом, проста: неизменно выписывать большое количество страховых полисов, но только по ценам, которые имеют смысл. Если ситуация на рынке страхования требует установления слишком низких цен, Баффет довольствуется низкой активностью страхового бизнеса. Такой подход к ведению страхового бизнеса был внедрен в National Indemnity основателем компании, Джеком Рингволтом. По словам Баффета, с того времени в компании Berkshire Hathaway никогда сознательно не допускались никакие отклонения от такого порядка ведения бизнеса в сфере страхования. Единственное исключение составляет компания General Re: установление слишком низких цен на страховые услуги этой компании на протяжении нескольких лет отрицательно сказывалось на общем уровне эффективности работы компании Berkshire Hathaway. К настоящему времени такое неприятное положение дел уже исправлено.

Из всего сказанного выше можно сделать следующий вывод: исключительная финансовая мощь Berkshire Hathaway позволила дифференцировать страховые подразделения этой компании от других участников индустрии страхования. Тогда как конкурирующие компании покидают рынок страхования, испугавшись убытков, понесенных в недавнем прошлом, компания Berkshire по-прежнему остается на рынке неизменным поставщиком страховых услуг. Одним словом, финансовая целостность, заложенная Баффетом в основу страховых компаний Berkshire Hathaway, позволила перевести их из разряда рядовых в разряд выдающихся. Поэтому неудивительно, что Баффет со свойственной ему прямотой отмечает: «Основное направление деятельности нашей компании — страхование» [13].

Поток денежных средств, который генерируют страховые операции компании Berkshire, поражает своими размерами: в 2003 году этот показатель составил около 44,2 млрд долл. Куда направить эти средства — решает сам Уоррен Баффет и его компания, и именно об этом пойдет речь в следующей главе.

# Глава 4

## Как следует приобретать КОМПАНИИ

Компания Berkshire Hathaway, Inc. имеет сложную, но не запутанную структуру. На текущий момент она владеет всего 100 различными компаниями — страховыми, о которых шла речь в предыдущей главе, и рядом других фирм. Компании, не принадлежащие к сфере страхования, были приобретены Berkshire Hathaway за счет средств, полученных от страховой деятельности. Используя их, Berkshire Hathaway также покупает акции и облигации акционерных компаний. Основа деятельности Berkshire — доступный для понимания, практичный подход Уоррена Баффета к оценке компаний — независимо от того, идет речь о покупке всей компании или только о покупке пакета ее акций.

Баффет убежден в том, что не существует принципиальной разницы между покупкой компании и ее акций. Оба варианта делают его владельцем компании, поэтому оба решения должны приниматься, по мнению Баффета, с точки зрения владельца. Большое значение имеет понимание именно этого важнейшего аспекта концепции инвестиционной деятельности, которой руководствуется Баффет: покупка акций равносильна покупке компании и требует такой же дисциплины принятия решений. В действительности Уоррен Баффет всегда отдавал предпочтение непосредственному управлению той или иной компанией, поскольку это позволяет ему оказывать влияние на то, что он считает центральным элементом ведения бизнеса, — на использование капитала. Но если акции компании представляют большой интерес для Баффета, он готов пойти на то, чтобы частично стать владельцем компании.

В любом случае Баффет придерживается одной и той же стратегии поиска компаний. Он ищет компании, которые ведут понятный ему бизнес, имеют устойчивые темпы роста прибыли за прошлые годы и долгосрочные перспективы дальнейшего развития, демонстрируют хорошие показатели рентабельности акционерного капитала (ROE) при небольшом уровне долга, управляются честными и компетентными менеджерами, их акции продаются по привлекательным ценам. Такой подход к оценке потенциальных объектов для инвестиций с точки зрения владельца представляет собой суть концепции инвестиционной деятельности, которой придерживается Уоррен Баффет.

Все, что нам необходимо, — это участие в компаниях, занимающихся понятным нам бизнесом, функционирующих под управлением людей, которые нам нравятся, и продающих акции по цене, достаточно привлекательной с точки зрения перспектив компании [1].

*Уоррен Баффет, 1994 год*

Уоррен Баффет действует с позиций владельца компании, а это означает, что для него покупка акций равносильна покупке всей компании. В то же время покупка компании означает для Баффета то же, что и частичная покупка ее акций. В обоих случаях он руководствуется одними и теми же принципами инвестиционной деятельности, поэтому для инвесторов имеет большое значение анализ обоих направлений деятельности Berkshire Hathaway.

Принципы инвестиционной деятельности, которых придерживается Уоррен Баффет, рассматриваются более подробно в главах 5–8. Совокупность этих принципов образует то, что я назвал «путь Уоррена Баффета». Почти автоматически Уоррен Баффет применяет эти принципы каждый раз, когда анализирует возможность покупки пакета акций компании или всей компании. В текущей главе я предлагаю читателям предпринять короткий экскурс в историю этих покупок, чтобы извлечь из них самые важные уроки.

## **Бизнес-мозаика**

Компанию Berkshire Hathaway в ее современном виде лучше всего рассматривать в качестве холдинговой компании. Помимо страховых

компаний, в состав Berkshire Hathaway входят также компании других типов, в том числе: газетное издательство; кондитерская фабрика; сеть кафе-мороженого; сеть закусочных, в которых готовят гамбургеры; издательство, занимающееся выпуском энциклопедий; несколько мебельных магазинов; поставщик материалов для изготовления рам для картин на заказ; компания по производству лакокрасочных материалов; компания, занимающаяся выпуском и распределением фирменной одежды; компания по производству пылесосов; коммунальные предприятия; две компании по выпуску обуви, а также компания по выпуску нижнего белья, торговая марка которого известна каждой семье.

Некоторые из этих компаний (в частности, купленные совсем недавно ювелирные фирмы) Уоррен Баффет нашел типичным для него способом — объявив о поиске таких компаний в годовом отчете перед акционерами Berkshire Hathaway.

Критерии отбора потенциальных объектов для инвестиций элементарны: простота и понятность бизнеса; устойчивая способность к прибыльной работе; высокий уровень показателя ROE; небольшой уровень задолженности и качественный менеджмент. Первостепенный интерес для Баффета представляют компании стоимостью от 5 до 20 млрд долл., причем чем крупнее компания, тем лучше. Баффета не интересует враждебное поглощение компаний. Кроме того, он избегает ситуаций, в которых отсутствует возможность торга относительно цены компании или ее акций. Со своей стороны, Баффет обещает полную конфиденциальность и высокую оперативность при заключении сделки.

В годовых отчетах Berkshire Hathaway, а также в своих обращениях к акционерам Уоррен Баффет часто описывал свою стратегию приобретения компаний или акций таким образом: «Мы придерживаемся строго научного подхода. Мы с Чарли просто сидим за столом и ждем, когда зазвонит телефон. Бывают случаи, что кто-то ошибается номером» [2].

И эта стратегия оказалась действенной. Посредством таких публичных объявлений, а также на основании информации, предоставленной менеджерами компаний, которые входят в холдинг Berkshire Hathaway в текущий момент, Баффет заключил ряд прекрасных сделок и приобрел в результате несколько чрезвычайно успешных компа-

ний. Некоторые из этих компаний входят в состав Berkshire Hathaway уже на протяжении десятилетий, и история их развития стала частью практического опыта деятельности Уоррена Баффета в сфере инвестиций.

Например, компания See's Candy Shops вошла в состав Berkshire Hathaway еще в 1972 году. Этот факт заслуживает внимания потому, что именно в этот период Баффет начал отходить от авторитетного мнения Бенджамина Грэхема, который считал, что следует покупать только те компании, рыночная цена которых падает ниже их действительной стоимости. Чистая покупная цена компании See's Candy Shops (30 млн долл.) в три раза превысила ее балансовую стоимость. Не вызывает сомнения тот факт, что решение о покупке этой компании было правильным. Только в 2003 году объем прибыли от деятельности See's Candy Shops до выплаты налогов составил 59 млн долл., то есть почти в два раза больше первоначальной покупной цены.

На ежегодном собрании акционеров Berkshire Hathaway в 1997 году Чарли Мангер вспоминал: «Это был первый случай, когда мы заплатили за качество». Уоррен Баффет добавил к этим словам следующее: «Если бы мы не купили компанию See's, то не смогли бы купить и акции компании Coca-Cola» [3]. После прочтения последующих разделов данной главы читателю станет понятна значимость этого замечания Баффета.

Еще одна компания, хорошо известная инвесторам, которые отслеживают деятельность Berkshire Hathaway, — это компания Nebraska Furniture Mart. Эта громадная компания розничной торговли мебелью начала свою деятельность в Омахе, родном городе Уоррена Баффета, когда русская эмигрантка Роза Бламкин, которая прежде продавала мебель из подвала своего дома, вложила 500 долл. в открытие небольшого мебельного магазина. В 1983 году Баффет заплатил миссис Би (как повсюду называли Розу Бламкин) 55 млн долл. за 80-процентную долю ее бизнеса.

В настоящее время Nebraska Furniture Mart, которая состоит из трех розничных магазинов общей площадью 1,2 млн квадратных футов\*, расположенных на одном большом земельном участке,

---

\* 1 фут = 30,48 см.

продает больше предметов мебели, чем любой другой мебельный магазин США. В 2002 году в Канзас-сити открылся еще один мебельный магазин компании Nebraska Furniture Mart. В своем обращении к акционерам Berkshire за 2003 году Баффет связал успех этого розничного магазина общей площадью 450 тысяч квадратных футов с легендарной миссис Би, которая не отходила от дел до самой своей смерти в возрасте 104 лет. «Одна из премудростей, которую проповедовала миссис Би, — писал Баффет, — состоит в следующем: «Если вы продаете товары по самой низкой цене, покупатели найдут вас и на дне речки». Наш магазин, обслуживающий Канзас-сити, расположен в одном из самых малонаселенных районов города. Тем не менее его успех полностью подтверждает мудрую мысль, высказанную миссис Би. Хотя автостоянка, расположенная возле магазина, занимает площадь 25 акров\*, иногда она бывает заполнена до отказа» [4].

В январе 1986 года Уоррен Баффет заплатил 315 млн долл. за Scott & Fetzer Company, диверсифицированную корпорацию, в состав которой входила 21 компания, в том числе компания по производству пылесосов Kirby, а также издательство World Book, выпускающее энциклопедии. Тогда это была самая крупная компания, купленная Уорреном Баффетом. За время, прошедшее после этой покупки, компания полностью оправдала самые оптимистичные ожидания Баффета. Деятельность Scott & Fetzer Company представляет собой модель компании, которой удастся обеспечивать большое значение ROE при очень низком уровне задолженности, а это одна из характеристик, которые Баффет ценит в компаниях превыше всего. По оценкам Уоррена Баффета, уровень прибыли на акционерный капитал, который получает Scott & Fetzer Company, мог бы легко поставить эту компанию на одну из самых верхних позиций списка Fortune 500.

Различные компании, входящие в состав Scott & Fetzer Company, выпускают большой ассортимент специализированных (можно даже сказать, «неинтересных» с точки зрения потребителя) промышленных изделий, но в действительности главное, что делают эти компании, — генерируют прибыль для Berkshire Hathaway. С тех пор как Баффет выкупил Scott & Fetzer Company, эта компания в полном объеме возвращает доходы на капитал, вложенный Berkshire, одновременно увеличивая свои собственные доходы.

---

\* 1 акр = 4047 кв. м.

В последние годы Уоррен Баффет уделяет все больше и больше внимания именно покупке компаний. История приобретения каждой из них интересна сама по себе. Однако еще более важно то, что все вместе эти истории позволяют глубже разобраться в подходе Уоррена Баффета к оценке компаний в качестве потенциальных объектов для инвестиций. В текущей главе кратко изложена история приобретения только трех компаний, но это далеко не все, что можно было бы рассказать о деятельности Berkshire Hathaway с этой точки зрения. Приведенный ниже список, состоящий из недавно купленных Уорреном Баффетом компаний, иллюстрирует то разнообразие направлений деятельности, которыми они занимаются.

- Fruit of the Loom — компания, которая выпускает треть мужского белья, продаваемого в Соединенных Штатах Америки. Эта компания была куплена в 2002 году за 835 млн долл. Без учета долговых обязательств компании, которые также взяла на себя компания Berkshire, эта сумма составила 730 млн долл.
- Garan — компания по производству детской одежды, в том числе предметов одежды популярной линии Garanimals. Куплена в 2002 году за 400 млн долл.
- MiTek — компания по производству металлических конструкций для строительной промышленности. Куплена в 2001 году за 400 млн долл. Интересный аспект этой сделки заключается в том, что в настоящий момент Berkshire владеет только 90% этой компании. Оставшиеся 10% принадлежат менеджерам, которые любят свою компанию и выразили желание остаться совладельцами; такой предпринимательский дух в коллективе — это одно из качеств, которые Уоррен Баффет высоко ценит.
- Larson-Juhl — ведущий поставщик материалов для мастерских по изготовлению рам для картин на заказ. Куплена в 2001 году за 225 млн долл.
- CORT Business Services — компания, которая сдает в прокат качественную мебель для офисов и корпоративных квартир. Куплена в 2000 году за 467 млн долл., в том числе 83 млн долл. долга.
- Ben Bridge Jeweler — сеть ювелирных магазинов, расположенных в различных городах Западного побережья, которой

владели и управляли представители четырех поколений одной семьи. Обязательным условием покупки было требование о том, чтобы члены этой семьи продолжали управлять компанией. Куплена в 2000 году по цене, которая не разглашается.

- Justin Industries — компания, выпускающая обувь в стиле Western (обувь таких известных торговых марок, как Justin, Tony Lama и других), а также занимающаяся выпуском строительных материалов марки Acme. Куплена в 2000 году за 600 млн долл.
- Benjamin Moore — компания, которая на протяжении 121 года занимается производством лакокрасочных материалов. Куплена в 2000 году за 1 млрд долл.
- Shaw Industries — крупнейший в мире производитель ковровых покрытий. В 2000 год компания Berkshire Hathaway выкупила 87% Shaw Industries, а в 2002 году — оставшуюся часть акций компании; общая сумма составила 2 млрд долл. В настоящее время компания Shaw Industries — это самая крупная компания, входящая в состав Berkshire Hathaway, если не считать страховых компаний. В 2003 год объем доходов от деятельности Shaw Industries составил 436 млн долл.

## Clayton Homes

В 1966 году Джеймс Клейтон, сын крестьянина-издольщика\* из Теннесси, основал компанию по производству сборных передвижных домов, взяв в кредит 25 тыс. долл. На протяжении четырех последующих лет компания Clayton Homes продавала по 700 сборных домов ежегодно. Clayton Homes имеет статус крупнейшей в Соединенных Штатах Америки компании по производству сборных домов: в 2003 году объем продаж продукции этой компании составил 1,2 млрд долл. Компания выпускает широкий ассортимент моделей домов, от достаточно скромных (площадью 500 квадратных футов, по цене 10 тыс. долл.) до роскошных домов (по цене 100 тыс. долл. за 1500 квадратных футов, с полом из твердой древесины, электробытовыми приборами из нержавеющей стали и изолированной кухней).

---

\* Издольщик — фермер, не имеющий собственного участка, работающий на условиях аренды на чужой земле с условием оплаты частью урожая. *Прим. перев.*

В состав компании Clayton Homes входит 976 розничных магазинов и других объектов, в том числе 302 розничных магазина, принадлежащих самой компании, 86 коммерческих представительств, а также 588 жилых поселков из сборных домов, расположенных в 33 штатах. Кроме того, компания владеет дочерними компаниями, которые занимаются предоставлением финансовых услуг, обслуживанием кредитов, а также инвестициями. В 1983 году акции компании начали продаваться на фондовом рынке, и в августе 2003 года Berkshire Hathaway выкупила компанию Clayton Homes за 1,7 млрд долл.

Джеймс Клейтон испытал много трудностей на пути к получению опыта и образования. Полный решимости вырваться из обстановки непосильного труда, в которой жили его родители (отец Джеймса был сборщиком хлопка, а мать работала на фабрике по пошиву мужских рубашек), Клейтон зарабатывал деньги на учебу в Университете штата Теннесси, играя на гитаре на радио. Некоторое время спустя он стал ведущим программы Startime — еженедельного телевизионного шоу на телеканале города Ноксвилла. Во время этого шоу он имел возможность выступать на сцене с такой исполнительницей музыки кантри, как Долли Партон\*. Впоследствии, во время учебы в колледже, Джеймс Клейтон вместе с другими членами студенческого братства открыл компанию по продаже подержанных автомобилей, однако в 1961 году, когда банк потребовал вернуть кредит, компания обанкротилась. «Мои родители были уверены в том, что мы попадем в тюрьму, и я дал себе слово, которое никогда не нарушал, — больше никогда не попадать в зависимость от банков» [5].

История покупки компании Clayton Homes типична для Уоррена Баффета (и совсем нетипична для остального делового мира).

Первый аспект покупки, типичный для Баффета, состоял в том, что он имел определенный практический опыт в этой сфере бизнеса. В 2002 году Berkshire Hathaway купила бросовые облигации компании Oakwood Homes, другого производителя передвижных домов. Как искренне признался Баффет, в то время он не обладал полной информацией о «чудовищной практике финансирования потребителей» (выдачи потребительских кредитов), которая получила широкое распространение в сфере жилищного строительства. «Я узнал обо всем

---

\* Американская кантри-певица. У себя на родине признана одной из самых успешных певиц в данном жанре.

на собственном опыте, — добавил он. — В скором времени компания Oakwood обанкротилась» [6].

В феврале 2003 года Эл Оксье, профессор финансов из университета штата Теннесси, привез группу студентов, обучающихся по программе MBA, в Омаху, на встречу с Уорреном Баффетом (сам Баффет характеризует такие встречи как «два часа обмена любезностями»). Профессор Оксье привез студентов в пятый раз, и к этому времени уже сформировалась традиция, согласно которой приглашенные студенты в знак благодарности должны были привезти Баффету какой-либо подарок. На этот раз студенты подарили Уоррену Баффету автобиографию Джеймса Клейтона, который расположил главный офис своей компании в Ноксвилле, городе его «альма-матер».

Закончив читать книгу, Баффет позвонил Кевину, сыну Джеймса Клейтона, который сейчас занимает пост CEO компании. «Из разговора с Кевином мне стало ясно, что он талантлив, а также что он говорит то, что думает. Вскоре после этого разговора я предложил руководству Clayton Homes выкупить компанию, причем мое решение основывалось исключительно на книге Джеймса Клейтона, на моей оценке Кевина как менеджера, на общедоступных данных о финансовых показателях деятельности компании, а также на основании моего опыта, полученного в результате неудачи с Oakwood» [7]. Две недели спустя компания Berkshire Hathaway объявила о приобретении Clayton Homes. «Я заключил сделку по телефону, ни разу не увидев компанию своими глазами» [8], — сказал по этому поводу Уоррен Баффет.

Осенью 2003 года Баффета пригласили выступить в университете штата Теннесси на симпозиуме, посвященном проблемам подготовки магистров делового администрирования. На этом симпозиуме Баффет во всех подробностях рассказал историю приобретения компании Clayton Homes, а затем от имени «Университета Berkshire Hathaway» присвоил всем студентам, которые положили начало этой истории, почетное звание «докторов наук в сфере слияний и поглощений»\*. Кроме того, каждый студент получил одну акцию Berkshire Hathaway класса B, а их преподавателю, профессору Элу Оксье, была подарена акция класса A.

---

\* PhD, Phenomenal, Hard-working Dealmaker — «феноменальный, трудолюбивый специалист по слияниям и поглощениям». *Прим. перев.*

## McLane Company

В 1894 году Роберт Маклейн, спасаясь от бедности, охватившей после Гражданской войны Северную Каролину, переехал в город Камерон и открыл небольшой продуктовый магазин. Спустя много лет Роберт Маклейн превратил этот магазин в крупную компанию, занимающуюся оптовой торговлей и распределением продовольственных товаров. Его сын, Роберт Маклейн (которого называют вторым именем Дрейтон) начал работать в компании в 1921 году. Сын Дрейтона, Дрейтон-младший, начал работать в семейном бизнесе в возрасте девяти лет и провел в юности много суббот, подметая пол на складе. После окончания колледжа он начал работать в компании полный рабочий день.

Со временем Дрейтон-младший убедил своего отца в необходимости переместить магазин поближе к автомагистрали, соединяющей различные штаты, а в 1962 году уговорил его автоматизировать бизнес с помощью использования персональных компьютеров. В 1990 году Дрейтон-младший продал компанию своему напарнику по теннису Сэму Уолтону. В результате этой сделки компания McLane стала дочерней компанией Wal-Mart, поставляя самые разные продовольственные товары (начиная с арахиса и заканчивая пеперони) в магазины Wal-Mart и Sam's Clubs, а также в многочисленные мини-маркеты и рестораны быстрого обслуживания, разбросанные по всей территории Соединенных Штатов Америки.

К 2003 году компания McLane стала крупнейшей компанией оптовой торговли продовольственными товарами, поставляющей свою продукцию в магазины по соседству с жилыми районами и мини-маркеты. В компании McLane используется новейшее программное обеспечение, которое управляет ценообразованием, погрузкой и доставкой товаров, обработкой данных в местах продажи. Кроме того, организована прекрасная служба доставки. Все это сделало McLane компанией, предоставляющей весь спектр услуг по поставкам продовольственных товаров в адрес заказчиков.

Эффективная компания, функционирующая под управлением талантливых менеджеров на базе сильных принципов и демонстрирующая устойчивую прибыльность, — это именно то, что ищет Уоррен Баффет. В мае 2003 года компания Berkshire Hathaway выкупила

McLane за 1,45 млрд долл., а также взяла на себя ответственность по задолженности на сумму 1,2 млрд долл.

Поглощение компании McLane компанией Berkshire Hathaway поставило McLane в еще более выгодное положение, поскольку это позволило ей заключать контракты с сетями супермаркетов и с конкурентами Wal-Mart, такими как Target и Dollar General. «В прошлом некоторые компании розничной торговли избегали контактов с компанией McLane, — писал Баффет в 2003 году в своем обращении к акционерам, — поскольку компания принадлежала их главному конкуренту. Однако Грейди Розье, замечательному CEO компании, сразу же после заключения сделки удалось изменить такое отношение розничных торговцев к McLane, и в скором будущем ожидается существенное увеличение численности заказчиков, пользующихся услугами компании» [9].

## The Pampered Chef

В 1980 году Дорис Кристофер, бывшая учительница домоводства и мама, присматривающая за своими двумя дочерьми, искала работу на условиях частичной занятости, которая, с одной стороны, позволила бы ей немного улучшить семейный бюджет, а с другой — по-прежнему уделять достаточно времени уходу за детьми. Дорис решила максимально использовать свои знания в тех областях, в которых она была наиболее компетентна, — в приготовлении пищи и преподавании. В результате у Дорис возникла идея продавать кухонное оборудование, устраивая презентации этого оборудования на дому. Таким образом, Дорис Кристофер взяла ссуду в размере 3 тыс. долл. под гарантию своего полиса страхования жизни, купила в оптовом супермаркете на 175 долл. те товары, которые ей нравились, и попросила свою подругу предоставить ей возможность провести презентацию у нее дома.

Дорис Кристофер очень нервничала перед вечеринкой, на которой проводилась первая презентация, однако она имела большой успех. Гости не только прекрасно провели время, некоторые из них предложили устроить такие же вечеринки у себя дома. Это было начало Pampered Chef — компании, которая занимается прямыми продажами кухонных принадлежностей и проведением презентаций на дому.

Тридцатичетырехлетняя Дорис Кристофер, у которой не было никакого опыта ведения бизнеса, открыла компанию в подвальном помещении своего дома в Чикаго, имея в своем распоряжении ссуду 3 тыс. долл. За первый год, работая вместе со своим мужем, она продала товары на сумму 50 тыс. долл., — и уже не останавливалась в своем движении к успеху. В 1994 году компания Pampered Chef вошла в опубликованный журналом Inc. список 500 самых быстрорастущих частных компаний США, а сама Дорис Кристофер была признана журналом Working Women одной из 500 самых успешных женщин, владеющих частным бизнесом.

Дорис Кристофер начинала свой бизнес со страстной убежденностью в том, что обеды в семейном кругу объединяют семьи так сильно, как это невозможно сделать ни одним другим способом. С самого начала главной концепцией ведения бизнеса в компании Pampered Chef центральным элементом подхода к организации сбыта стали теплые, дружелюбные беседы с домохозяйками, во время которых подчеркивалась непосредственная взаимосвязь между качеством кухонных принадлежностей и качеством семейной жизни.

Многие консультанты компании, которых называют «кухонными консультантами», — это неработающие мамы, занимающиеся воспитанием детей. Сбыт продукции компании осуществляется главным образом у них дома, во время так называемых кухонных шоу. Во время таких представлений гости могут увидеть кухонные принадлежности в действии, научиться готовить блюда по различным рецептам с их помощью и получить некоторые советы относительно того, как можно легко и со вкусом принимать гостей. Продукция, сбытом которой занимается компания Pampered Chef, — это кухонные принадлежности и оборудование профессионального качества. 80% этих товаров можно купить только в компании Pampered Chef или у ее представителей.

В настоящее время персонал Pampered Chef насчитывает 950 сотрудников, занятых в Соединенных Штатах Америки, Германии, Великобритании и Канаде. Сбыт продукции компании осуществляется с помощью 71 тысячи независимых консультантов во время презентаций на дому. В 2002 году только в США проведено около миллиона таких презентаций, на которых продано товаров на сумму 730 млн

долл. При этом единственным долгом компании были 3 тыс. долл., взятые в кредит в самом начале.

В 2002 году Дорис Кристофер поняла, что ей необходимо предусмотреть какой-либо запасной план действий на случай, если по какой-либо причине в делах компании наступит спад или если она сама примет решение замедлить темпы дальнейшего расширения бизнеса. Поэтому, последовав совету менеджеров из банка Goldman Sachs, Дорис обратилась к Уоррену Баффету. В августе того же года Дорис Кристофер и ее исполнительный директор Шейла О'Коннелл Купер встретились с Баффетом в его офисе в Омахе. Месяц спустя Berkshire Hathaway объявила о покупке компании Pampered Chef по цене около 900 млн долл.

Вспоминая эту августовскую встречу, Баффет писал в своем обращении к акционерам Berkshire: «Мне потребовалось не более десяти секунд, чтобы понять, что именно с этими двумя менеджерами я хотел бы сотрудничать, и мы быстро заключили сделку. Я был на презентации, которую проводят консультанты компании, и мне стало понятно, почему компания имеет такой успех. Товары, в большинстве случаев запатентованные компанией, сделаны с большим вкусом и имеют прекрасные потребительские характеристики. Консультанты компании демонстрируют высокую квалификацию и энтузиазм. Каждый гость такой вечеринки имеет возможность прекрасно провести время» [10].

Баффета часто спрашивают, какие компании он планирует покупать. В ответ он говорит, что, во-первых, он будет избегать компаний, занимающихся сбытом потребительских товаров, и менеджеров, которым он не доверяет. Баффет выбирает компанию в качестве потенциального объекта для инвестиций по трем критериям: это должна быть компания, бизнес которой ему понятен; компания должна иметь хорошие экономические показатели; руководство компанией должны осуществлять менеджеры, заслуживающие доверия. Именно этими критериями Баффет руководствуется и при выборе акций.

## Покупка акций

Совершенно очевидно, что только некоторые инвесторы способны покупать компании целиком, как это делает Баффет. Истории о покупке

компаний включены в эту книгу только по той причине, что они дают возможность в полной мере понять, чем руководствуется Уоррен Баффет при принятии решений о покупке компаний.

Такая же цепочка рассуждений в равной степени применима и к принятию решений относительно инвестиций в акции, причем простые граждане вполне могут последовать некоторым примерам таких инвестиций. Возможно, рядовой инвестор не в состоянии купить такой же пакет акций, как Уоррен Баффет, но он может сделать для себя полезные выводы, проанализировав действия Баффета при покупке акций той или иной компании.

В конце 2003 года совокупная рыночная стоимость портфеля обыкновенных акций Berkshire Hathaway составила 35 млрд долл. (см. приложение, табл. П. 27), что на 27 млрд долл. больше первоначальной цены приобретения этих акций. В портфель акций, которыми владеет Berkshire Hathaway, входит среди прочих 200 млн акций компании Coca-Cola, 96 млн акций Gillette Company и 56 млн акций Wells Fargo & Company. Безалкогольные напитки, бритвенные лезвия, услуги банков — это товары и услуги, известные всем и каждому. В портфеле Berkshire Hathaway нет акций экзотических компаний, деятельность которых рассчитана на узкий сегмент, или связана с высокими технологиями, или трудна для понимания. Уоррен Баффет строго придерживается следующего принципа: нет смысла делать инвестиции в ту компанию или отрасль, в которой инвестор не разбирается, поскольку в таком случае он не сможет понять, чего стоит эта компания или ее акции, и отслеживать происходящие в ней процессы.

## The Coca-Cola Company

Coca-Cola — это крупнейшая в мире компания по производству, сбыту и распределению концентратов и сиропов для изготовления газированных безалкогольных напитков. Безалкогольный напиток, который компания начала продавать в Соединенных Штатах Америки в 1886 году, сейчас продается более чем в 195 странах мира.

Уоррен Баффет впервые попробовал продукцию компании Coca-Cola еще в детстве — в возрасте пяти лет. Некоторое время спустя Уоррен начал покупать в продовольственном магазине своего деда

по шесть бутылок напитка Coca-Cola по цене 25 центов и продавать его соседям по цене 30 центов за одну бутылку. Как признает сам Баффет, на протяжении последующих пятидесяти лет он с интересом наблюдал за феноменальным развитием компании Coca-Cola, но покупал текстильные фабрики, универмаги, а также компании по производству оборудования для ветроэнергетических установок и фермерского оборудования. Даже в 1986 году, когда было объявлено о том, что напиток Cherry Coke будет официальным безалкогольным напитком на ежегодных собраниях акционеров Berkshire Hathaway, Баффет еще не приобрел ни одной акции Coca-Cola. И так продолжалось до тех пор, пока два года спустя, летом 1988 года Баффет купил первые акции компании Coca-Cola.

Сила компании Coca-Cola заключается не только в ее широко известных марочных напитках, но и в охватившей весь мир, не имеющей себе равных системе распределения. В настоящее время на долю сбыта продукции компании Coca-Cola за рубежом приходится 69% от общего объема сбыта компании и 80% от общего объема ее прибылей. Помимо Coca-Cola Amatil, компания имеет свою долю в акционерном капитале других компаний по разливу безалкогольных напитков, расположенных в Мексике, Южной Америке, Юго-Восточной Азии, Тайване, Гонконге и Китае. В 2003 году компания продала более 19 млрд бутылок.

По мнению Баффета, лучшая компания, которая стоит того, чтобы ее купить, — это компания, которая с течением времени может задействовать большой объем капитала при максимальной норме прибыльности. Поэтому неудивительно, что Баффет считает компанию Coca-Cola, признанный во всем мире бренд, самой ценной, исключительной компанией.

Принимая во внимание финансовую мощь компании Coca-Cola, а также широкую известность ее напитков, я привожу эту компанию в качестве примера в главах 5–8, в которых детально анализируются основные принципы инвестиционной деятельности, используемые Уорреном Баффетом.

Я покупаю бизнес, а не акции, — бизнес, которым я хотел бы владеть всегда [11].

*Уоррен Баффет, 1998 год*

## The Gillette Company

Gillette — это международная компания по производству и сбыту потребительских товаров, основная продукция которой — лезвия, бритвы, туалетные принадлежности и косметические средства, канцелярские товары, электробритвы, мелкая бытовая техника, а также средства для ухода за полостью рта. Компания имеет производственные предприятия в 14 странах и поставляет свою продукцию в 200 стран и регионов мира. На долю внешнеэкономической деятельности Gillette приходится 63% от общего объема продаж и доходов компании.

Кинг Кемп Жилетт основал компанию в самом начале XX столетия. В молодости Кинг Жилетт часто размышлял над тем, как бы ему разбогатеть. Однажды друг подсказал Кингу идею о том, что ему следует изобрести такой продукт, который потребитель мог бы использовать один раз, выбросить и заменить новым\*. Еще когда Кинг Жилетт работал торговым агентом в компании Crown Cork & Seal, ему пришла в голову идея об одноразовых лезвиях для бритвы. В 1903 году его начинающая компания стала продавать по 5 долл. безопасные бритвы Gillette с 25 одноразовыми сменными лезвиями.

В настоящее время компания Gillette — крупнейший в мире производитель и дистрибьютор лезвий и бритв. На бритвенные лезвия приходится около трети всего объема продаж продукции компании. При этом компания получает от продажи лезвий две трети общего объема прибыли. Доля Gillette на мировом рынке составляет 72,5%\*\* , что почти в шесть раз превышает долю ближайшего конкурента компании. Доля Gillette Company на европейском рынке составляет 70%, на латиноамериканском — 80%. В настоящее время происходит увеличение объема продаж продукции компании на рынках Восточной Европы, Индии и Китая. На каждое лезвие, проданное компанией в Соединенных Штатах Америки, приходится пять лезвий, проданных на зарубежных рынках. По сути, компания Gillette занимает доминирующее положение на мировом рынке, поэтому на многих языках само название компании стало синонимом словосочетания «бритвенное лезвие».

---

\* Этим другом был Уильям Пойнтер, изобретатель штопора и бутылочной крышки с внутренней пробковой прокладкой. *Прим. перев*

\*\* По некоторым данным на 2012 год, в связи «с модой на щетину» продажи товаров для бритья снизились и, например, доля бренда Gillette на мировом рынке упала до 64,5%. *Прим. ред.*

Уоррен Баффет заинтересовался компанией Gillette в 1980-х годах. Эксперты с Уолл-стрит начали оценивать компанию как зрелую, медленно развивающуюся компанию, готовую к поглощению другой компанией. Маржа прибыли колебалась между 9 и 11%. Доходность обыкновенных акций стабилизировалась на определенном уровне без каких бы то ни было признаков возможного повышения, а такие показатели, как рост прибыли и рыночная стоимость, также оставляли желать лучшего (рис. 4.1 и 4.2). В общем, по всем признакам в компании наступил период застоя.

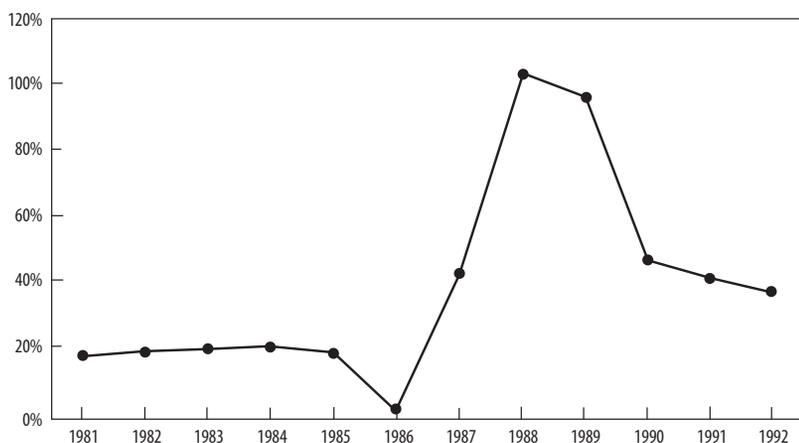


Рис. 4.1. Динамика показателя ROE компании Gillette

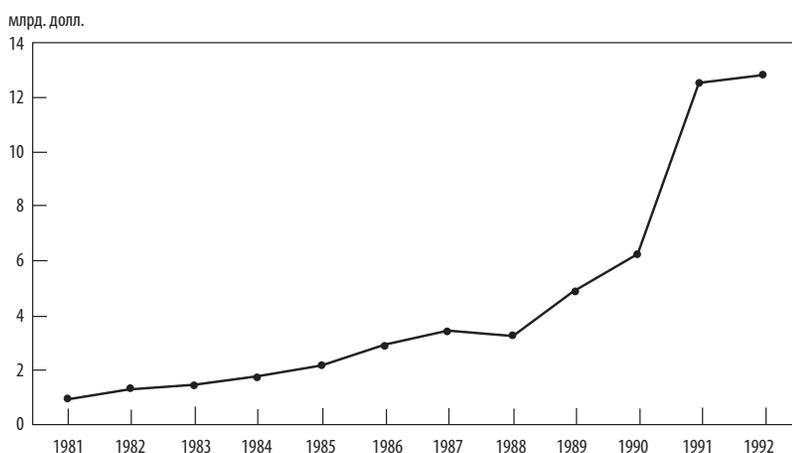


Рис. 4.2. Рыночная стоимость компании Gillette

Колман Моклер, возглавлявший Gillette в тот период, смог отразить три попытки поглощения компании. Борьба за самостоятельность компании достигла своей кульминации в 1988 году, когда Coniston Partners попыталась взять на себя контроль над Gillette Company. Руководству Gillette, хотя и с трудом, все-таки удалось выиграть эту битву, но при этом компании пришлось взять на себя обязательство выкупить 19 млн своих акций по цене 45 долл. за штуку. За период с 1986 по 1988 год Gillette выкупила часть своих акций на сумму 1,5 млрд долл., используя для этого заемный капитал, и некоторое время в компании имел место отрицательный баланс собственного капитала.

Именно в этот момент Уоррен Баффет позвонил своему другу Джозефу Сиско, члену совета директоров Gillette Company, и предложил инвестировать капитал Berkshire в акции Gillette. «Нам очень нравится бизнес, которым занимается Gillette, — сказал Баффет. — Мы с Чарли думаем, что понимаем экономические аспекты деятельности компании, поэтому убеждены в своей способности правильно оценить перспективы ее дальнейшего развития» [12]. В результате в июле 1989 года компания Gillette выпустила для Berkshire Hathaway конвертируемые привилегированные акции на сумму 600 млн долл. Баффет получил конвертируемые привилегированные акции Gillette со ставкой дивиденда 8,75% с обязательным погашением этих акций на протяжении 10 лет и возможностью их конвертации в обыкновенные акции Gillette по цене 50 долл., что на 20% превышало стоимость акций на момент покупки.

В 1989 году Уоррен Баффет стал членом совета директоров компании Gillette. В том же году компания вышла на рынок с чрезвычайно успешным новым продуктом — бритвой Sensor. Это стало началом коренного изменения ситуации, сложившейся в компании. Большие объемы продаж бритв Sensor обеспечили процветание Gillette. Чистая прибыль в расчете на акцию (EPS) начала увеличиваться на 20% ежегодно. Коэффициент рентабельности до вычета налогов повысился с 12 до 15%, а ROE возрос до 40%, что в два раза превысило соответствующий показатель в начале 1980-х.

В феврале 1991 года компания Gillette объявила о расщеплении обыкновенных акций в соотношении два к одному. Компания Berkshire конвертировала свои привилегированные акции, получив в результате 12 млн обыкновенных акций, или 11% акций Gillette,

выпущенных в обращение. Менее чем за два года 600 млн долл. капитала Berkshire, инвестированного в компанию Gillette, превратились в 875 млн долл. Следующим шагом Баффета было вычисление стоимости этих 12 млн акций. В главе 8 приводится анализ того, как он это сделал.

Gillette Company, выпускающая бритвенные лезвия, принадлежит к числу тех компаний, которые извлекают большую выгоду из глобализации. Как правило, компания сначала выпускает более простые лезвия с низкой нормой прибыли, а через некоторое время внедряет на рынок усовершенствованные бритвенные системы, обеспечивающие более высокую норму прибыли. Таким образом, компания придерживается стратегии получения выгоды не только от увеличения объема продаж, но и от непрерывного повышения нормы прибыли. Будущее компании Gillette кажется обнадеживающим. Уоррен Баффет однажды сказал: «Приятно каждый вечер ложиться спать, зная, что в мире есть 2,5 миллиарда мужчин, которым утром предстоит бриться» [13].

## The Washington Post Company

В настоящее время Washington Post Company представляет собой диверсифицированную медиакорпорацию, которая объединяет средства массовой информации, представляющие разные направления бизнеса в этой сфере: издательство газет, телевидение, кабельное телевидение, издательство журналов, а также предоставление услуг в сфере образования. Подразделение Washington Post Company, которое занимается издательством газет, публикует газеты Washington Post, Everett Herald (Вашингтон) и Gazette Newspapers (39 еженедельных газет). Подразделение, функционирующее в сфере телевизионного вещания, владеет шестью телецентрами, расположенными в Детройте, Майами, Орландо, Хьюстоне, Сан-Антонио и Джексонвилле (штат Флорида). Подразделение, специализирующееся на кабельных телевизионных системах, предоставляет услуги кабельного и цифрового телевидения более чем 1,3 млрд абонентов. Подразделение, которое занимается издательством журналов, издает журнал Newsweek, тираж которого в США составляет свыше 3 млн экземпляров, а за рубежом — более 600 тыс. экземпляров.

Помимо четырех основных подразделений, в состав Washington Post Company входит Stanley H. Kaplan Educational Centers — крупная

сеть учебных центров, которые занимаются подготовкой студентов к сдаче вступительных экзаменов в высшие учебные заведения и сдаче экзаменов на получение лицензий на профессиональную деятельность в той или иной сфере. Компания Kaplan известна, прежде всего, своей оригинальной программой подготовки учащихся средних школ к успешной сдаче стандартизованного теста при поступлении в высшие учебные заведения — Scholastic Assessment Test. Кроме того, в последние годы компания существенно расширила сферу своей деятельности. В настоящее время она предоставляет широкий спектр образовательных услуг: центры внеклассного обучения для школьников, получающих полное среднее образование; единственная в мире интерактивная юридическая школа; проведение тренингов для инженеров и дипломированных финансовых аналитиков; организованные при университетах школы подготовки по таким специальностям, как бизнес, финансы, технологии, здравоохранение и т. д. В 2003 году объем продаж услуг компании Kaplan составил 838 млн долл., что представляет собой значительную долю в объеме продаж компании Washington Post Company.

Компания Washington Post владеет также 28% акций компании Cowles Media (которая публикует Minneapolis Star Tribune), несколькими военными газетами, а также 50% акций службы новостей Los Angeles–Washington News Service.

В настоящее время Washington Post Company — это компания стоимостью 8 млрд долл., а ее годовой объем продаж составляет 3,2 млрд долл. Достижения этой компании производят особенно сильное впечатление, если учесть то, что семьдесят лет назад она занималась только одним направлением бизнеса — издательством газеты.

В 1931 году Washington Post издавала одну из пяти конкурирующих между собой ежедневных газет. Два года спустя против компании Washington Post, которая не могла даже оплачивать расходы на газетную бумагу, было начато судебное производство по делу о банкротстве. Летом того же года компанию продали с аукциона, для того чтобы удовлетворить претензии кредиторов. Юджин Мейер, финансист-миллионер, купил газету за 825 тыс. долл. На протяжении следующих двух десятилетий он поддерживал деятельность компании, до тех пор пока она не начала давать прибыль.

Впоследствии управление газетой перешло к Филиппу Грэхему, блестящему юристу, получившему образование в Гарварде, который был женат на дочери Юджина Мейера — Кэтрин. В 1954 году

Грэхем убедил Юджина Мейера купить конкурирующую газету, Times-Herald. Еще некоторое время спустя, перед своей трагической смертью в 1963-м, Грэхем купил журнал Newsweek, а также два телецентра. Именно Филипп Грэхем превратил Washington Post из компании, издающей одну газету, в компанию, владеющую различными средствами массовой информации.

После смерти Фила Грэхема руководство компаний перешло к его жене Кэтрин. Несмотря на то что у Кэтрин не было опыта управления крупной корпорацией, ей удалось быстро добиться признания своим умением решать трудные проблемы, возникающие в процессе ведения бизнеса.

Кэтрин Грэхем понимала, что успех работы компании зависит от умения руководства принимать решения, а не от контроля над деятельностью коллектива. «Я быстро усвоила, что ситуация постоянно меняется и необходимо принимать решения» [14], — сказала она. К числу наиболее удачных решений, оказавших большое влияние на деятельность компании Washington Post, принадлежит назначение Бена Бредли на должность главного редактора газеты, а также приглашение Уоррена Баффета на пост директора компании. Именно Бредли поддержал Кэтрин Грэхем в деле публикации так называемых бумаг Пентагона\*, а также в расследовании Уотергейтского скандала, за которое журналисты газеты получили одну из престижнейших премий, а компания Washington Post стала непререкаемым авторитетом в журналистике. От Баффета Кэтрин Грэхем научилась успешно вести бизнес.

Уоррен Баффет впервые встретился с Кэтрин Грэхем в 1971 году. В этот период Баффет владел акциями New Yorker. Узнав, что журнал может быть выставлен на продажу, он полюбопытствовал у Кэтрин, не заинтересована ли компания Washington Post в его приобретении. Хотя сделка так и не состоялась, у Баффета осталось неизгладимое впечатление от знакомства с издателем Washington Post.

В том же году Кэтрин Грэхем приняла решение сделать Washington Post открытой акционерной компанией. В результате выпустили два класса акций. Голосами владельцев акций класса А было избрано

---

\* Секретных материалов, касающихся принятия решений во время войны во Вьетнаме. *Прим. перев.*

большинство совета директоров компании, что обеспечило эффективный контроль над ее деятельностью. Акции класса А были (и до сих пор есть) собственностью членов семьи Грэхем. Голосами владельцев акций класса В избрано меньшинство совета директоров компании. В июне 1971 года компания Washington Post выпустила в обращение 1,354 млн акций класса В. Примечательно, что через два дня, несмотря на угрозы со стороны федерального правительства, Кэтрин Грэхем дала Бену Бредли разрешение на публикацию упомянутых выше «документов Пентагона».

На протяжении следующих двух лет, хотя бизнес в издательстве газеты процветал, ситуация на Уолл-стрит ухудшалась. В начале 1973 года индекс Dow Jones Industrial Average стал падать. Курс акций Washington Post тоже начал снижаться. В мае он упал на 14 пунктов до 23 долл. В том же месяце курс акций IBM упал на 69 пунктов, цена на золото резко снизилась до 100 долл. за унцию, Федеральный резервный банк повысил учетный процент до 6%, а индекс Dow упал на 18 пунктов, — это был самый большой обвал биржевых курсов за последние три года. И все это время Уоррен Баффет спокойно продолжал скупать акции Washington Post (см. рис. 4.3). К началу июня он приобрел 467 150 акций в среднем по цене 22,75 долл. на общую сумму 10 628 тыс. долл.

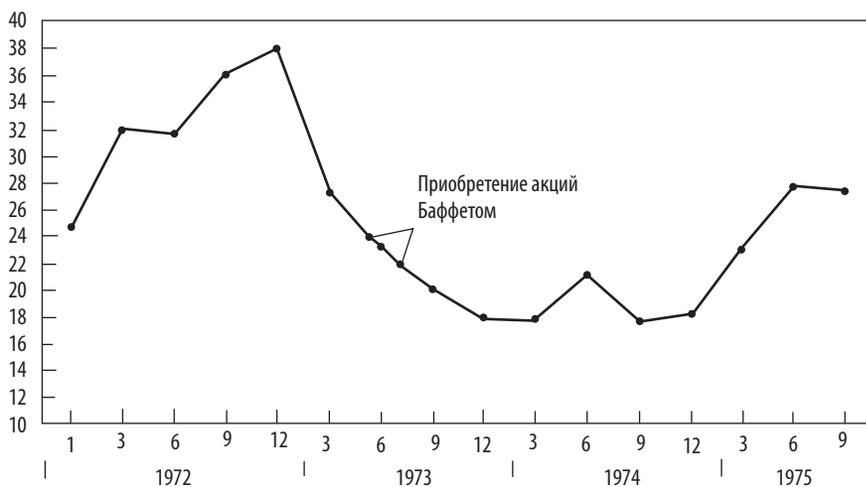


Рис. 4.3. Цена одной акции компании The Washington Post, 1972–1975 гг.

Сначала мысль о том, что человек, не принадлежащий к семье Грэхемов, владеет таким количеством акций компании (хотя это и не был контрольный пакет акций), очень расстроила Кэтрин Грэхем. Однако Баффет заверил ее, что Berkshire Hathaway покупает акции компании Washington Post исключительно с целью инвестирования капитала. Чтобы эти аргументы звучали еще убедительнее, Уоррен Баффет предложил предоставить ее сыну Дону, к которому со временем должно было перейти управление компанией, право голоса на собраниях акционеров компании Berkshire. Это предложение решило проблему. В ответ в 1974 году Кэтрин Грэхем пригласила Баффета стать членом совета директоров Washington Post и вскоре после этого назначила его председателем финансового комитета компании.

Кэтрин Грэхем умерла в июле 2001 года от тяжелой травмы черепа, полученной в результате падения. Уоррен Баффет был одним из тех людей, которые присутствовали на заупокойной службе, состоявшейся в Вашингтонском кафедральном соборе.

Дональд Грэхем, сын Фила и Кэтрин, занимает пост председателя совета директоров компании Washington Post Company. В 1966 году Дон Грэхем с отличием окончил Гарвардский университет, где в качестве профилирующих предметов изучал английскую историю и литературу. После окончания университета он на протяжении двух лет служил в армии. Зная, что когда-нибудь он будет руководить компанией Washington Post, Дон решил лучше узнать город. Для этого он избрал весьма необычный путь — поступил на службу в полицию Вашингтона, округ Колумбия, и 14 месяцев прослужил патрульным девятого полицейского участка. В 1971 году Грэхем начал работать в Washington Post в качестве репортера. Затем на протяжении десяти месяцев работал репортером в Лос-Анджелесе, в местном отделении журнала Newsweek. В 1974 году Дон Грэхем вернулся в Washington Post и стал помощником главного редактора отдела спортивных новостей. В том же году он стал членом совета директоров компании.

Влияние Уоррена Баффета на деятельность Washington Post подтверждено многочисленными фактами. Он помог Кэтрин Грэхем выстоять в период забастовок рабочих в 1970-х. Кроме того, обучал Дона Грэхема методам ведения бизнеса, помогая ему понять роль менеджмента и ответственность перед акционерами компании. «В финан-

совой сфере, — говорит Дон Грэхем, — он [Уоррен Баффет] — самый умный человек из всех, с кем я знаком. Я не знаю, кто может с ним сравниться» [15].

Если проанализировать всю эту историю с другой стороны, становится понятно, что и компания *Washington Post*, в свою очередь, сыграла большую роль в деятельности Уоррена Баффета. По мнению финансового журналиста Эндрю Килпатрика, который на протяжении многих лет внимательно следит за карьерой Уоррена Баффета, инвестиции в *Washington Post Company* «окончательно закрепили за Баффетом репутацию величайшего инвестора» [16]. Компания *Berkshire* не продала ни одной акции *Washington Post* после покупки в 1973-м. В 2004-м акции класса В продавались по 900 долл. за одну акцию, что поставило их на второе место по стоимости акций на Нью-Йоркской фондовой бирже. В настоящее время пакет акций *Washington Post*, которыми владеет *Berkshire*, стоит более 1 млрд долл., а это означает, что первоначальные инвестиции Баффета в акции этой компании возросли в цене в пятьдесят раз [17].

## Wells Fargo & Company

В октябре 1990 года *Berkshire Hathaway* объявила о покупке 5 млн акций компании *Wells Fargo & Company* по средней цене 57,58 долл. Общий объем инвестиций в акции этой компании составил 289 млн долл. В результате этой сделки компания получила в свое распоряжение 10% акций *Wells Fargo & Company*, выпущенных в обращение, что сделало компанию *Berkshire Hathaway* самым крупным акционером банка.

Однако покупка акций *Wells Fargo & Company* была спорным шагом. Немного раньше в том же году курс акций компании достиг 86 долл., затем резко упал, когда инвесторы начали в массовом порядке отказываться от инвестиций в калифорнийские банки. В тот период Западное побережье переживало глубокий экономический кризис, и некоторые инвесторы высказывали предположение о том, что банки, с их портфелями выданных займов, которые были переполнены коммерческими ссудами под залог недвижимого имущества и жилых домов, попали в трудное положение. Считалось, что особенно уязвим банк *Wells Fargo*, который выдал под залог недвижимости больше коммерческих ссуд, чем любой другой калифорнийский банк.

После объявления Berkshire о покупке акций банка битва за Wells Fargo стала напоминать бой тяжеловесов. В одном углу ринга находился Баффет, «бык», который поставил 289 млн долл. на то, что Wells Fargo начнет расти в цене. В другом углу были «медведи», — играющие на понижение биржевые спекулянты, утверждавшие, что акции Wells Fargo, курс которых уже упал на 49% за один год, и дальше будет падать. Другие участники инвестиционного сообщества предпочли наблюдать за происходящим со стороны.

В 1992 году компания Berkshire еще дважды покупала акции Wells Fargo, к концу года увеличив общее количество купленных акций до 6,3 млн. Стоимость акций постепенно повышалась и в конце концов превысила 100 долл., однако спекулянты, играющие на понижение, по-прежнему были уверены в том, что курс акций Wells Fargo упадет в два раза. Тем временем Баффет продолжал скупать акции банка, и к концу 2003 года компания Berkshire владела уже 56 млн акций, рыночная стоимость которых составила 4,6 млрд долл., при этом совокупный объем затрат на покупку акций был равен 2,8 млрд долл. В 2003 году компания Moody's присвоила акциям банка Wells Fargo рейтинг AAA. Банк Wells Fargo стал единственным банком в Соединенных Штатах Америки, акциям которого присвоен такой высокий рейтинг.

## Разумный инвестор

Самая характерная особенность инвестиционной философии Уоррена Баффета — это осознание того, что инвестор, владея акциями, владеет всем бизнесом компании, а не просто листами бумаги. Баффет считает крайне неразумной идею покупки акций без понимания сути бизнеса компании — ее товаров и услуг, трудовых отношений, структуры затрат на покупку сырья, производственных мощностей и оборудования, потребностей в повторном инвестировании капитала, системы хранения материальных запасов, дебиторской задолженности и потребности в оборотном капитале. Такой способ рассуждений характеризует инвестора как владельца бизнеса, а не простого владельца акций, и представляет собой единственно возможный способ мышления, приемлемый для инвестора. Подытоживая рассуждения, изложенные в книге «Разумный инвестор», Бенджамин Грэхем писал:

«Инвестиционная деятельность может быть организована наиболее разумно, если инвестор действует как бизнесмен». По словам Уоррена Баффета, «эти несколько слов можно назвать самыми важными из когда-либо написанных об инвестициях».

Человек, имеющий акции той или иной компании, может действовать либо как владелец этой компании, либо как держатель легко реализуемых акций. Владельцы обыкновенных акций, которые считают, что владеют всего лишь листом бумаги, имеют весьма отдаленное представление о финансовых показателях работы компании. Они ведут себя так, будто постоянно меняющийся курс акций на фондовом рынке более точно отображает их реальную стоимость, чем баланс и отчет о прибылях и убытках компании. Они обращаются с акциями как с картами во время карточных игр. По глубокому убеждению Уоррена Баффета, существует тесная внутренняя взаимозависимость между действиями владельца обычных акций и действиями владельца компании: оба должны в равной степени относиться к компании как к своей собственности. «Я имею возможность стать более успешным инвестором, потому что я бизнесмен, — говорит Баффет, — и я могу добиться более весомых результатов как бизнесмен, поскольку я инвестор» [18].

### **Путь Уоррена Баффета: руководство по инвестированию**

*Что следует знать о бизнесе интересующей вас компании*

1. Прост и понятен ли бизнес компании?
2. Стабильна ли на протяжении длительного времени экономическая ситуация в компании?
3. Благоприятны ли долгосрочные перспективы развития компании?

*Что следует знать о руководстве интересующей вас компании*

4. Действует ли высшее руководство компании рационально?
5. Искренни ли высшие руководители компании с акционерами?
6. Способно ли высшее руководство компании противостоять институциональному императиву?

*Что следует знать о финансах интересующей вас компании*

7. Какова величина показателя доходности акционерного капитала (ROE)?
8. Какова величина показателя «прибыль собственников» компании?

9. Какова величина коэффициента рентабельности продаж компании?
10. В состоянии ли компании создавать по меньшей мере один доллар рыночной стоимости на один доллар нераспределенной прибыли?

*Что следует знать о стоимости интересующей вас компании*

11. Какова стоимость компании?
12. Возможна ли покупка компании по цене значительно ниже ее действительной стоимости?

# Глава 5

## Руководство по инвестированию: что следует знать о бизнесе интересующей вас компании

Теперь можно приступить к рассмотрению основной темы данной книги, а именно к сущности представлений Уоррена Баффета об инвестиционной деятельности. Уоррен Баффет настолько тесно отождествляется с фондовым рынком, что даже людям, не имеющим отношения к биржам и ценным бумагам, известно имя и репутация этого человека. Некоторые люди, читающие финансовые страницы газет лишь от случая к случаю, могут знать Уоррена Баффета как главу выдающейся компании, акции которой продаются по цене более 90 тыс. долл. за штуку. И даже многие инвесторы из числа новичков, которые с энтузиазмом следят за новостями фондового рынка, считают Уоррена Баффета в первую очередь блестящим специалистом по выбору первоклассных акций.

Практически никто не стал бы отрицать, что самый знаменитый и успешный инвестор современности действительно умеет мастерски выбирать стоящие акции. Однако такое представление об Уоррене Баффете слишком упрощает сущность его подхода к инвестиционной деятельности. В действительности Уоррен Баффет обладает огромным талантом именно в выборе *компаний*. Под этим я подразумеваю два следующих фактора. Во-первых, компания Berkshire Hathaway, помимо своего знаменитого портфеля акций, полностью владеет капиталом многих компаний. Во-вторых, рассматривая возможность покупки очередного пакета акций той или иной компании, Баффет

анализирует происходящие в ней бизнес-процессы так же тщательно, как это было бы в случае покупки всей компании. Этот анализ проводится на основании совокупности базовых принципов, которые выработывались на протяжении многих лет. «Инвестируя капитал, — говорит Баффет, — мы действуем как специалисты в сфере бизнеса, а не как специалисты по маркетингу, макроэкономике, и даже не как финансовые аналитики» [1].

Внимательное рассмотрение инвестиционной деятельности Уоррена Баффета позволяет выделить совокупность базовых принципов, под влиянием которых он принимал решения о покупке тех или иных акций или компаний. Дальнейший анализ показывает, что они естественным образом подразделяются на четыре категории.

1. *Принципы ведения бизнеса, или что следует знать о бизнесе интересующей вас компании* (три базовые характеристики самой компании и происходящих в ней бизнес-процессов).
2. *Принципы качества руководства, или что следует знать о руководстве интересующей вас компании* (три важных качества, которые должны быть свойственны высшим руководителям компании).
3. *Финансовые принципы, или что следует знать о финансах интересующей вас компании* (четыре важнейших финансовых аспекта деятельности компании).
4. *Стоимостные принципы, или что следует знать о стоимости интересующей вас компании* (два взаимосвязанных критерия определения цены покупки).

Перечисленные выше базовые принципы проявляются не во всех покупках, сделанных Уорреном Баффетом, но совокупность этих принципов при соответствующем их разбиении на группы образует подход к инвестиционной деятельности, которым вот уже много лет руководствуется великий инвестор. Эти же принципы могут послужить в качестве ориентира и для других инвесторов. В этой главе рассматриваются принципы первой группы — что следует знать о бизнесе интересующей вас компании, и приводится анализ того, как они выражаются в некоторых инвестиционных решениях Уоррена Баффета.

Я хочу участвовать в таком хорошем бизнесе, в котором даже глупец смог бы зарабатывать деньги [2].

*Уоррен Баффет, 1998 год*

Для Уоррена Баффета акции — это абстрактное понятие [3]. Его не интересуют различные теории рынка, концепции макроэкономики и тенденции, формирующиеся на том или ином сегменте рынка. Вместо этого Баффет говорит, что если инвестор выбирает потенциальный объект для вложений под влиянием внешних факторов, а не под влиянием основных аспектов ведения бизнеса в компании, то он, скорее всего, начнет паниковать при первых же признаках возникновения проблем, по всей вероятности теряя при этом деньги. Баффет сосредоточивает максимум усилий на том, чтобы узнать как можно больше об интересующей его компании, фокусируя внимание на следующих трех основных вопросах.

1. Прост и понятен ли бизнес компании?
2. Стабильна ли экономическая ситуация в компании на протяжении длительного времени?
3. Благоприятны ли долгосрочные перспективы развития компании?

## Простота и понятность бизнеса

По мнению Уоррена Баффета, финансовый успех инвестора непосредственно зависит от того, насколько хорошо он разбирается в производственных аспектах бизнеса компании. Такое понимание представляет собой ту характерную черту, которая отличает инвесторов, ориентирующихся при принятии решений на бизнес компании, от инвесторов, вкладывающих капитал с целью быстрого получения прибыли (людей, которые просто покупают свою долю в акционерном капитале компании). Этот фактор крайне важен для принятия правильного решения о покупке компании или ее акций по следующей причине: на завершающем этапе анализа, после проведения полного комплекса исследований, инвестор должен чувствовать уверенность в том, что компания, акции которой он приобретает, будет функционировать на должном уровне достаточно долго.

Кроме того, инвестор должен доверять прогнозам относительно своей прибыли, а это в значительной степени зависит именно от того, насколько хорошо он понимает основные аспекты ведения бизнеса в интересующей его компании. Предсказание будущего всегда сопряжено с определенной долей риска. Еще труднее составить прогноз относительно перспективности инвестиций в ту компанию, о деятельности которой инвестор не имеет никакого представления.

На протяжении многих лет Уоррен Баффет владел компаниями самого разного профиля: автозаправочной станцией, фермерским хозяйством; текстильными компаниями; крупной компанией розничной торговли; страховыми компаниями; рекламными агентствами; компаниями по производству алюминия и цемента; газетами; нефтяными компаниями, компаниями по добыче полезных ископаемых и горнодобывающими компаниями; компаниями по производству и сбыту пищевых продуктов, напитков и табачных изделий; телецентрами и каналами кабельного телевидения. Некоторые из них полностью находятся под контролем Баффета, в других он имеет только часть акций. Однако во всех случаях он глубоко разбирается в основных аспектах бизнеса, который ведут эти компании. К числу таких аспектов относятся, в частности, выручка и затраты; движение денежных средств; трудовые отношения; особенности ценообразования, а также потребности распределения капитала.

Баффету удается поддерживать высокий уровень знаний о бизнесе компаний, полностью или частично принадлежащих Berkshire Hathaway, поскольку он сознательно ограничивает свой выбор теми компаниями, в бизнесе которых он в состоянии разобраться. Баффет называет эти рамки «кругом компетентности». Рассуждения, которыми руководствуется Баффет, вполне логичны и убедительны: предположим, инвестор владеет компанией (либо полностью, либо частично), а эта компания функционирует в той отрасли, в которой он разбирается недостаточно глубоко. В этом случае невозможно точно оценивать события, происходящие в компании и, соответственно, невозможно принимать правильные решения. Баффет рекомендует: «Инвестируйте капитал только в те компании, которые входят в круг вашей компетентности. Размеры этого круга не имеют значения. Важно только то, насколько корректно вы определите эти размеры» [4].

Критики утверждают, что ограничения, возложенные Баффетом на самого себя, мешают ему действовать в тех отраслях, которые открывают большие возможности для инвестора. На такие критические замечания Баффет отвечает: «Успех в сфере инвестиций зависит не от того, сколько знает инвестор, а от того, насколько реалистично он оценивает предел своих знаний. Инвестору необходимо пережить период, когда лишь немногие его решения оказываются правильными, прежде чем он научится избегать крупных ошибок» [5]. Уоррен Баффет хорошо усвоил, что получение результатов, превышающих средний уровень, во многих случаях зависит от выполнения обычных действий. Ключ к успеху заключается в том, чтобы делать это на исключительно высоком уровне.

### **Coca-Cola Company**

Бизнес, которым занимается компания Coca-Cola, сравнительно прост. Компания закупает исходное сырье, делает из него концентрат прохладительных напитков и продает его фирмам, которые делают из него напитки, разливают их в бутылки и, в свою очередь, продают конечный продукт розничным магазинам (в том числе мини-маркетам, супермаркетам и другим торговым точкам). Кроме того, компания производит также сиропы для изготовления безалкогольных напитков и поставляет их розничным магазинам, которые готовят безалкогольные напитки на месте.

Компания Coca-Cola выпускает продукцию под несколькими торговыми марками: Coca-Cola, Diet Coke, Sprite, PiBB Xtra, Mello Yello, Fanta, Tab, Dasani и Fresca. К числу продуктов, выпускаемых компанией Coca-Cola, принадлежат также фруктовые соки торговой марки Hi-C, апельсиновый сок Minute Maid, а также напитки Powerade и Nestea. Компания Coca-Cola Company владеет 45% акций Coca-Cola Enterprisers (самой крупной в Соединенных Штатах Америки компании по розливу прохладительных напитков) и 35% акций Coca-Cola Amatil (австралийской компании по розливу прохладительных напитков, действующей не только в Австралии, но и в Новой Зеландии и в странах Восточной Европы).

К числу основных преимуществ компании Coca-Cola принадлежат не только ее известные во всем мире напитки, но и не имеющая себе равных система распределения, охватившая практически все

страны мира. В настоящее время на долю продаж продукции Coca-Cola на международном рынке приходится более 69% общего объема продаж компании и 80% объема прибылей. Помимо Coca-Cola Amatil, компания Coca-Cola имеет свою долю в акционерном капитале многих предприятий по розливу напитков, расположенных на территории Мексики, Южной Америки, Юго-Восточной Азии, Тайваня, Гонконга и Китая.

## The Washington Post Company

Когда-то дед Уоррена Баффета издавал еженедельную газету Coming Country Democrat в городе Вест-Пойнте. Бабушка Баффета помогала своему мужу вести дела в газете, а также набирала шрифт в типографии, принадлежавшей семье. Его отец во время учебы в университете штата Небраска издавал Daily Nebraskan. Сам Уоррен Баффет некоторое время работал в должности начальника отдела распространения Lincoln Journal. Часто можно услышать, что если бы Баффет не начал делать карьеру в сфере бизнеса, он, скорее всего, занялся бы журналистикой.

В 1969 году Баффет купил свою первую крупную газету Omaha Sun, а также ряд других еженедельных газет. Наблюдая за изданием этих газет, Баффет изучал подноготную газетного бизнеса. На момент покупки Washington Post у Баффета уже был четырехлетний опыт практической работы по изданию газеты.

## Показательный пример

### Benjamin Moore, 2000

В ноябре 2000 года Уоррен Баффет и Berkshire Hathaway заплатили около миллиарда долларов за компанию Benjamin Moore & Co — лидера среди компаний по производству лакокрасочных материалов. Компания Benjamin Moore, основанная братьями Мур в подвале жилого дома в Бруклине в 1883 году, сейчас имеет статус пятого крупнейшего производителя лакокрасочных материалов в Соединенных Штатах Америки и репутацию компании, выпускающей продукцию высочайшего качества.

Сообщалось, что Уоррен Баффет заплатил за эту компанию на 25% больше, чем она стоила на тот момент. На первый взгляд может показаться, что это противоречит одному из «железных» правил Баффета — покупать компанию только тогда, когда ее цена достаточно низкая, что позволяет обеспечить необходимую

маржу безопасности инвестиций. Однако всем известно, что Баффет готов платить за качество. Еще более показательным то, что после объявления о заключении сделки курс акций компании Benjamin Moore вырос на 50% и достиг значения 37,62 долл. за одну акцию. Это свидетельствует о том, что либо Баффет отыскал еще одну компанию с заниженной стоимостью, либо другие участники рынка инвестиций сделали ставку на проницательность Баффета и подняли цену еще выше, либо и то и другое.

Benjamin Moore относится именно к той категории компаний, которые представляют большой интерес для Баффета. Разобраться в бизнесе по производству лакокрасочных изделий достаточно легко. Будучи одним из крупнейших производителей лакокрасочных материалов и занимая десятое место среди производителей красок специального ассортимента, компания Benjamin Moore выпускает одну из лучших, если не лучшую фасадную краску в Соединенных Штатах Америки. Однако компания известна не просто высоким качеством своей продукции. Архитекторы, дизайнеры и строители считают цветовую гамму красок Benjamin Moore «золотым стандартом» в своей отрасли. Фактически именно в этой компании была разработана первая компьютеризованная система подбора цветов, которая до сих пор считается отраслевым стандартом. Имея в своем распоряжении краски 3200 цветов, специалисты Benjamin Moore могут смешать краску любого оттенка.

Баффет предпочитает также покупать компании, имеющие стабильные результаты деятельности за предыдущий период. Следовательно, покупая компанию, он не рассчитывает на то, что ему придется заниматься решением крупных проблем в ее деятельности. Образ действий Баффета сводится к покупке компаний, которые уже добились успеха и по-прежнему имеют благоприятные возможности для дальнейшего развития. Успех, которого удалось добиться компании Benjamin Moore к настоящему времени, а также то высокое положение, которое на протяжении десятилетий эта компания занимает на рынке, говорит в пользу обеспечения неизменного качества продукции, оптимальной организации производства, формирования сильного бренда и организации обслуживания клиентов на самом высоком уровне. В настоящее время, через 121 год после основания, компания получает около 80 млн долл. прибыли за счет продаж своей продукции, объем которых составляет 900 млн долл.

Рассматривая компанию Benjamin Moore в качестве потенциального объекта для инвестиций, Уоррен Баффет учитывал также и качество управления ею. Несколько лет назад возникли определенные проблемы со стратегией Benjamin Moore в сфере розничных продаж. Чтобы исправить возникшие проблемы, компания развернула программу восстановления репутации бренда на территории Соединенных Штатов Америки и Канады. Для этого Benjamin Moore увеличила свое присутствие в независимых розничных магазинах посредством программы

Signature Store Program, а также полностью выкупила некоторые розничные магазины, такие как расположенный в Манхэттене магазин Javonic. Непосредственно перед заключением сделки с Berkshire Hathaway в 2000 году в Benjamin Moore была развернута программа сокращения издержек и модернизации производства, направленная на повышение эффективности работы.

Все это говорит в пользу наличия благоприятных долгосрочных перспектив. Benjamin Moore представляет собой классический пример превращения из обычной фирмы в выдающуюся компанию. Уоррен Баффет определяет компанию такого типа как компанию, продукция которой пользуется большим спросом, не имеет близких аналогов, цена на эту продукцию не зависит от конъюнктуры рынка. Большинство представителей строительной отрасли согласились бы, что Benjamin Moore успешно действует по всем трем направлениям. В штате компании занято более 100 химиков, инженеров-химиков, лаборантов и технических работников. Это гарантирует минимальный риск того, что краски Benjamin Moore перейдут в категорию товаров не очень высокого качества. Тщательное тестирование, которому в обязательном порядке подвергаются все продукты Benjamin Moore, обеспечивает дальнейшее поддержание отраслевых стандартов качества. И наконец, несмотря на относительно высокие цены на продукцию Benjamin Moore, качество красок обеспечивает право компании устанавливать такие цены на свою продукцию, которые исключают саму возможность ее обесценивания.

## Wells Fargo

Уоррен Баффет очень хорошо разбирается в банковском бизнесе. В 1969 году компания Berkshire Hathaway купила 98% акций Illinois National Bank and Trust Company и держала их до 1979 года, когда согласно «Закону о банковской холдинговой компании» Berkshire пришлось изъять свой капитал из этой компании. На протяжении тех десяти лет банк занимал свое место в ряду других владений Berkshire, и Баффет ежегодно отчитывался о выручке и прибыли этого банка перед акционерами Berkshire Hathaway.

Точно так же, как Джек Рингволт помог Баффету понять все тонкости страхового бизнеса (см. главу 3), Джин Абегг, занимавший в то время пост председателя правления Illinois National Bank, обучил Уоррена Баффета банковскому делу. Баффет узнал, что деятельность банков приносит прибыль до тех пор, пока кредиты выдаются надежным клиентам, а объем затрат сокращается. Хорошо управляемый банк мог бы не только увеличивать объем своей прибыли, но и зарабатывать достаточно большую прибыль на акционерный капитал.

Ключевой элемент этих рассуждений — фраза «хорошо управляемый банк». Долгосрочная стоимость банка, как выяснил Баффет, определяется действиями его высшего руководства, поскольку именно менеджеры высшего ранга держат под контролем два решающих аспекта деятельности банка — затраты и кредиты. Плохие менеджеры идут по пути увеличения затрат на выполнение банковских операций, при этом необдуманно выдавая кредиты ненадежным клиентам. Хорошие менеджеры всегда ищут способы сокращения затрат и снижения степени риска при выдаче кредитов. Карл Рейхардт, занимавший в то время пост генерального директора Wells Fargo, управлял банком с 1983 года, обеспечивая впечатляющие результаты деятельности банка. Под его руководством оба показателя (и увеличение доходов, и повышение уровня прибыли на акционерный капитал (ROE)) превышали средний отраслевой показатель, а уровень эффективности работы банка был самым высоким в Соединенных Штатах Америки.

## Стабильность результатов деятельности компании

Уоррен Баффет не проявляет большого интереса к так называемым горячим акциям. Его гораздо больше привлекают акции тех компаний, которые, по его мнению, будут успешными и прибыльными в долгосрочном периоде. При таком подходе, учитывая невозможность составления достаточно надежных прогнозов успеха работы компании, большое значение приобретает анализ данных о деятельности компании за прошлый период, достоверно отображающих состояние дел в компании. Если компания из года в год демонстрирует стабильные показатели бизнеса при выпуске одних и тех же товаров, вполне обоснованным было бы предположение о том, что она и впредь будет добиваться таких же результатов.

Однако при этом очень важно, чтобы в компании не предпринимались кардинальные изменения. Баффет избегает покупки компаний, которые коренным образом изменяют направление деятельности из-за провала предыдущих планов. Он на собственном опыте узнал, что внесение крупных корректив в деятельность компании увеличивает вероятность совершения серьезных ошибок в процессе ведения бизнеса.

«Резкие изменения и исключительные результаты — это, как правило, понятия несовместимые», — отмечает Баффет [6]. К сожалению, инвесторы в большинстве своем руководствуются прямо противоположным подходом к инвестициям. Слишком часто они стремятся всеми способами приобрести акции компаний, находящихся в разгаре процесса реорганизации. Уоррен Баффет считает: по каким-то необъяснимым причинам этих инвесторов настолько сильно привлекают перспективы, что они игнорируют реальные результаты деятельности компании в текущий момент. Напротив, подход Баффета, по его собственным словам, состоит в поиске компаний, которые получают значительные прибыли при отсутствии каких бы то ни было больших перемен. «Именно таким компаниям я отдаю предпочтение», — говорит по этому поводу Баффет [7].

Кроме того, Уоррен Баффет склонен избегать компаний, которым приходится решать сложные проблемы. Опыт научил Баффета тому, что, когда в компании предпринимаются те или иные меры по выходу из кризиса, это редко может обернуться выгодами для инвесторов. Может оказаться более целесообразным выделить больше сил и времени на покупку хороших компаний по приемлемой цене, чем на покупку проблемных компаний по более низкой цене. «Мы с Чарли не знаем, как решать сложные проблемы ведения бизнеса, — признает Баффет. — Все, что мы умеем, — это избегать этих проблем. Наш успех объясняется скорее тем, что мы умеем преодолевать незначительные трудности, а не тем, что мы научились решать более сложные проблемы» [8].

## The Coca-Cola Company

В настоящее время ни одна компания не может сравниться с компанией Coca-Cola по стабильности результатов, полученных за всю историю существования. Coca-Cola начала бизнес по продаже своего напитка в 1980-х годах XIX столетия. Сейчас, 120 лет спустя, Coca-Cola продает все тот же напиток. Несмотря на то что компания время от времени инвестировала средства в неродственные виды деятельности, ее основной бизнес по выпуску прохладительных напитков оставался практически неизменным.

Единственное, чем компания Coca-Cola в наши дни отличается от прежней компании, — это масштабы деятельности и глобальный охват потребителей. Сто лет назад в компании были заняты двенад-

цать коммивояжеров, обслуживавших всю территорию Соединенных Штатов Америки. В тот период компания продавала 116 492 галлона сиропа в год, а объем продаж составлял при этом около 148 тыс. долл. [9]. Через пятьдесят лет, в 1938 году, компания продала за год 207 млн упаковок безалкогольных напитков (объем продаж в единицах продукции исчисляется с тех пор в упаковках, а не в галлонах). В одной из статей, опубликованных в журнале Fortune в том же году, сказано следующее: «Трудно назвать какую-либо другую компанию, сравнимую с компанией Coca-Cola, которая продавала бы (как это делает Coca-Cola) один и тот же товар на протяжении десяти лет с такой же высокой результативностью» [10].

Почти через семьдесят лет после публикации этой статьи, компания Coca-Cola по-прежнему продает концентрат своего напитка. Единственное отличие состоит в повышении уровня качества. На протяжении 2003 года компания продала 19 млрд упаковок своего безалкогольного напитка в более чем 200 странах мира, заработав при этом 22 млрд долл. выручки.

## The Washington Post

Как любит рассказывать Уоррен Баффет акционерам Berkshire Hathaway, его первый опыт финансового контакта с Washington Post состоялся в возрасте 13 лет. В тот период, когда отец Баффета служил в Конгрессе, сам Уоррен занимался доставкой газет и на своем маршруте разносил и газету Washington Post, и газету Times-Gerald. Баффет любит говорить, что на таком двойном маршруте доставки он осуществил слияние двух газет задолго до того, как Фил Грэхем выкупил Times-Gerald.

Очевидно, что Уоррен Баффет знал очень много о богатой истории развития газеты Washington Post. Кроме того, он считал достаточно прогнозируемыми результаты деятельности еженедельного журнала Newsweek (который тоже издается компанией Washington Post). Баффет быстро понял ценность телевизионных компаний, которыми владела Washington Post. Эта компания демонстрировала выдающиеся результаты деятельности в сфере телевизионного вещания. На основе личного опыта и собственной истории успеха Уоррен Баффет пришел к выводу о том, что эта компания принадлежит к категории компаний стабильных и надежных.

## Gillette

Немногим компаниям удалось занимать лидирующее положение в своей отрасли так же долго, как это делает Gillette. Эта компания была ведущим производителем фирменных лезвий и бритв в 1923 году и сохраняет это место за собой до настоящего времени. Поддержание статуса лидирующей компании на протяжении такого длительного периода потребовало от Gillette Company вложения сотен миллионов долларов в изобретение новых, усовершенствованных товаров. Даже несмотря на то, что в 1962 году в компании Wilkinson Sword разработали новый продукт — запаянное в пластиковый корпус лезвие из нержавеющей стали, компания Gillette быстро восстановила свое положение лидера, и с тех пор прилагает максимум усилий, чтобы и впредь оставаться ведущим мировым производителем новейших моделей бритвенных приспособлений. В 1972 году специалисты компании разработали новую бритву с двумя лезвиями Trac II, завоевавшую огромную популярность среди потребителей; в 1977 году была разработана бритва Atra с плавающей головкой. Затем, в 1989 году, в компании разработана популярная модель Sensor — бритва с независимо закрепленными лезвиями. Стабильность результатов деятельности Gillette Company является результатом ее инновационной деятельности и патентной защиты новых продуктов.

## Clayton Homes

В 2002 финансовом году компания Clayton Homes сообщила о том, что уже двадцать восьмой год подряд она получает прибыль. В 2002 году прибыль компании составила 126 млн долл. (что на 16% больше соответствующего показателя за предыдущий год) при объеме продаж 1,2 млрд долл. [1]. Такие результаты впечатляют еще больше, если учесть, что другие участники рынка столкнулись в этот же период с серьезнейшими проблемами. В конце 1990-х прекратили свою деятельность более 80 заводов и 4 тысячи розничных магазинов, которые стали жертвой столкновения двух противоречащих друг другу факторов ведения бизнеса. Многие производители слишком быстро расширяли свою деятельность, и в то же время взяли слишком много невыгодных кредитов, что неизбежно приве-

ло к многочисленным случаям передачи банку имущества, служившего залогом при выдаче кредита. Существенно сократился также спрос на новое жилье.

В компании Clayton Homes придерживались совсем другой стратегии ведения бизнеса (более подробно эта стратегия рассматривается в главе 6). Рациональное управление и квалифицированное решение возникающих в трудные времена проблем позволили компании поддерживать приемлемый уровень прибыльности даже тогда, когда конкуренты становились банкротами.

## Благоприятные долгосрочные перспективы

«Мы отдаем предпочтение акциям, приносящим большую прибыль на инвестированный капитал, особенно когда существует большая вероятность того, что так будет продолжаться» [12], — сказал Уоррен Баффет присутствующим в 1995 году на ежегодном собрании акционеров Berkshire Hathaway. «Я анализирую долгосрочные конкурентные преимущества компании и пытаюсь определить степень их устойчивости», — добавил он [13]. Это означает, что Уоррен Баффет ищет компании, которые он относит к категории *незаурядных*.

По мнению Уоррена Баффета, экономический мир сегодня делится на небольшую группу незаурядных компаний и более многочисленную группу рядовых компаний, большинство из которых не стоят того, чтобы их покупать. Баффет определяет незаурядную компанию так: 1) товар компании пользуется большим спросом; 2) товар не имеет близких товаров-заменителей; 3) цена на товар не регулируется государством.

Все перечисленные аспекты деятельности незаурядной компании, взятые в отдельности или в совокупности, образуют, по мнению Баффета, так называемый *ров*, — то, что дает компании однозначное преимущество перед другими и защищает ее от атакующих действий со стороны конкурентов. Чем больше такой «ров», тем больше компания нравится Баффету. «Ключ к успешной инвестиционной деятельности, — говорит Баффет, — заключается в определении конкурентного преимущества той или иной компании и, что особенно важно, устойчивости этого преимущества. Товары или услуги, окруженные таким «широким и надежным рвом», — это именно те товары

и услуги, которые принесут выгоду инвесторам» [14]. (Для того чтобы понять, как выглядит такой «ров», следует прочитать историю о компании Larson-Juhl, изложенную в главе 8.)

Незаурядная компания, представляющая собой единственный источник необходимого людям продукта, может регулярно повышать цены, не опасаясь потери доли на рынке или снижения объема продаж в единицах продукции. Во многих случаях такая компания может повышать цены на свою продукцию, даже если спрос на нее остается неизменным, а производственные мощности используются не в полной мере. Подобная гибкость ценообразования — одна из определяющих характеристик выдающейся компании. Эта характеристика позволяет компаниям получать прибыль на инвестированный капитал, превышающую среднее значение.

Ищите незаурядную компанию с устойчивыми конкурентными преимуществами. Для меня самое важное — выяснить, насколько велик этот ров, окружающий бизнес компании. Несомненно, я отдаю предпочтение замкам с большими рвами, в которых плавают пираньи и крокодилы [15].

*Уоррен Баффет, 1994 год*

Еще одна определяющая характеристика незаурядных компаний заключается в том, что они обладают более значительным неосязаемым капиталом, что позволяет им лучше переносить последствия инфляции. Следующая характеристика — это способность выжить в период экономического спада и выдержать испытание временем. Уоррен Баффет так охарактеризовал компании, представляющие для него интерес: «Определение выдающейся компании должно быть следующим: это компания, которая сохраняет статус лидера на протяжении 25–30 лет» [16].

Напротив, рядовая компания предлагает товар, практически ничем не отличающийся от товаров конкурирующих фирм. Некоторое время назад к числу основных товаров принадлежала нефть, газ, химикаты, пшеница, медь, строительный лес и апельсиновый сок. Сейчас в эту группу вошли еще и компьютеры, автомобили, воздушное сообщение, банковские услуги и услуги страхования. Несмотря на огромные расходы на рекламу, компаниям, которые предлагают потребителям такие товары или услуги, не удается до-

биться значимой дифференциации своей продукции от продукции конкурентов.

Как правило, заурядные компании, выпускающие продукцию такого типа, получают небольшую прибыль на инвестированный капитал и являются «основными кандидатурами на возникновение проблем с получением прибыли» [17]. Поскольку продукция таких компаний практически неотличима от аналогичной продукции других фирм, они могут конкурировать только на основе цены, что существенно сокращает размеры получаемой прибыли. В таком случае самый надежный способ сделать заурядную компанию прибыльной заключается в том, чтобы производить товары с низкими издержками.

Единственный случай, когда рядовые компании могут изменить ситуацию с получением прибыли, — с наступлением периода превышения спроса над предложением, а этот фактор может оказаться очень трудным для прогнозирования. Как отмечает Уоррен Баффет, долгосрочность прибыльности рядовой компании можно определить на основании такого критерия, как соотношение между периодом, когда рынок испытывает нехватку продукта компании, и периодом избытка этого продукта на рынке. Однако это соотношение в большинстве случаев оказывается малозначимым. Например, как с сарказмом отмечает Баффет, самый последний период нехватки продукции текстильных предприятий Berkshire на рынке продолжался «не дольше рассвета».

### **Показательный пример**

#### **Justin Industries, 2000**

В июле 2000 года компания Berkshire Hathaway выкупила 100% акций расположенной в Техасе компании Justin Industries. В состав ее входит два подразделения: Justin Brands (занимающаяся выпуском ботинок четырех торговых марок в стиле вестерн) и Acme Building Brands (специализирующаяся на производстве кирпичей и других строительных материалов).

Компания по производству ковбойских ботинок и кирпичей — это одно из самых интересных и ярких приобретений Berkshire Hathaway. Покупка этой компании может многое сказать об Уоррене Баффете.

Во многих отношениях компания Justin Industries обладает всеми преимуществами, которые представляют интерес для Баффета. Очевидно, что бизнес

компания прост и доступен для понимания: нет ничего слишком сложного в производстве обуви и кирпичей. Кроме того, компания демонстрирует в высшей степени устойчивые результаты деятельности за прошлый период (более подробно это будет проанализировано при рассмотрении отдельных компаний, входящих в состав Justin Industries). Компания специализируется на одних и тех же видах деятельности уже на протяжении многих лет. История развития некоторых направлений бизнеса насчитывает более ста лет. И последний фактор, имеющий особое значение: Уоррен Баффет признает наличие у компании благоприятных долгосрочных перспектив. Основанием для такого вывода послужило то, что компания Justin Industries обладает качеством, которое Баффет ценит выше всего: функционируя в сфере производства обычных потребительских товаров, компания обеспечила своей продукции статус исключительной.

### **Торговые марки Justin**

Компания, носящая сейчас имя Justin, начала свою деятельность в 1879 году, когда Х. Джо Джастин, которому было в то время 20 лет, начал шить ботинки для ковбоев и работников ранчо в своей маленькой мастерской в Испанском форте (штат Техас, недалеко от Чизхолмской тропы). В 1918 году, после смерти Джо, его сыновья Джон и Эрл взяли на себя ведение дел и в 1925 году перевели компанию в Форт-Уорт. В 1948 году внук Джо, Джон-младший, выкупил долю своих родственников в компании и руководил ее деятельностью на протяжении последующих 50 лет.

Джон Джастин — мл. был легендарной личностью в Форт-Уорте. Он построил империю по производству обуви в стиле вестерн, выкупив три конкурирующие фирмы, добился заключения сделки о покупке Acme Bricks в 1968 году и на протяжении одного срока был мэром города. Джон Джастин — мл. отошел от дел в 1999 году, но оставался почетным председателем совета директоров компании. Именно Джон Джастин в апреле 2000 года, когда ему исполнилось 83 года, пригласил Уоррена Баффета посетить Форт-Уорт.

Компания Justin Brands состоит из четырех подразделений, каждое из которых занимается выпуском обуви под одной из торговых марок: Justin Boots Company, Nocona Boot Company, Chippewa Shoe Company и Tony Lama Company. Подразделение Justin Boots Company, известное своими прочными, долговечными ботинками, предназначенными специально для ковбоев, до сих пор остается ведущим брендом Justin Brands. Однако в состав Justin Brands входят также и другие дочерние компании, выпускающие обувь других торговых марок.

- Nocona Boot Company. Это подразделение основано в 1925 году Энид Джастин. Энид, будучи одной из семерых детей Джо Джастина, начала работать в компании отца в возрасте двенадцати лет. После того как в 1925 году ее племянники перевели компанию из небольшого городка

Нокона в Форт-Уорт, Энид открыла конкурирующую компанию в своем городе. Вопреки всем ожиданиям, она добилась успеха. В 1981 году компании, которые на протяжении многих лет вели ожесточенную конкурентную борьбу, объединились в одну компанию, получившую название Justin. Энид в то время исполнилось 85 лет, и она, хотя и неохотно, но все-таки согласилась на поглощение своей компании, поскольку ее здоровье ухудшалось.

- *Chippewa Shoe Company*. Это подразделение основано в 1901 году как компания по производству обуви для лесорубов. В настоящее время компания выпускает прочную обувь для туризма и качественную обувь для работы на открытом воздухе. Компания выкуплена Justin в 1985-м.
- *Tony Lama Company*. Начало деятельности этой компании приходится на 1911 год, когда Тони Лама, служивший сапожником в вооруженных силах США, открыл мастерскую по ремонту и пошиву обуви в Эль-Пасо. Обувь, которую делала мастерская Тони, быстро завоевала популярность местных работников ранчо и ковбоев, оценивших ее удобство, высокое качество и прочность. В последнее время для многих потребителей обувь марки Tony Lama стала синонимом высококачественной обуви, изготовленной вручную из экзотических сортов кожи — например, из кожи питона, крокодильей кожи, кожи черепахи или страуса. Цена на такую обувь достигает 500 долл. В 1990 году Тони Лама-младший, председатель совета директоров компании и ее генеральный директор, согласился на поглощение фирмы своим основным соперником, компанией Justin.

Покупающих обувь в стиле вестерн можно разделить на две группы: потребители, которые носят такую обувь постоянно, потому что не представляют, что можно носить что-либо другое, и потребители, которые носят такую обувь, потому что это модно. Первая категория потребителей — это основная часть покупателей компании Justin. Однако вторая категория, хотя и не столь многочисленная, как первая, все-таки оказывает влияние на объем продаж продукции компании в случае изменения тенденций в моде.

Когда такие знаменитые модельеры, как Ральф Лорен и Келвин Кляйн, используют элементы стиля вестерн в своих новых коллекциях, объем продаж обуви компании увеличивается. Но, как известно, мода переменчива. В конце 1990-х компании пришлось пережить трудный период. После резкого повышения спроса на обувь в стиле вестерн в 1994 году продажи начали падать. В 1999-м курс акций компании Justin упал ниже 13 долл.

В апреле 1999 года Джон Джастин — мл. отошел от дел, и Джон Роуч, возглавлявший ранее компанию Tandy Corp., взял на себя руководство реструктуризацией компании. Всего за один год новому руководству удалось коренным образом изменить ситуацию: были запущены в производство новые модели;

с целью устранения дублирования в процессе пошива обуви провели объединение существующих производственных линий. В апреле 2000 год компания, реорганизованная в соответствии с современными требованиями, огласила результаты работы за первый квартал: объем продаж обуви вырос на 17% и достиг 41,1 млн долл. Кроме того, существенно увеличился как объем чистого дохода, так и объем валовой прибыли.

Два месяца спустя компания Berkshire Hathaway объявила о заключении соглашения с руководством Justin о покупке компании. Гари Шнайдер, аналитик Bear Sterns, так прокомментировал это событие: «Это хорошая новость для сотрудников компании. В прошлом году руководство провело все основные изменения в работе компании. Кроме того, предприняты довольно суровые меры, направленные на сокращение общего объема издержек» [18].

В настоящее время подразделение компании Justin, которое занимается производством обуви, пользуется услугами четырех тысяч поставщиков. На долю этого подразделения приходится около 35% рынка обуви в стиле вестерн. В магазинах, специализирующихся на торговле такой продукцией, более 70% обуви — это обувь различных торговых марок компании Justin. Цены на такую обувь в большинстве случаев превышают 100 долл. Доля компании Justin на рынке обуви более высокой ценовой категории (несколько сотен долларов и больше) составляет около 65%.

### **Торговые марки Асме**

Другое подразделение компании Justin Industries — также одна из первых техасских компаний, возраст которой насчитывает более ста лет. Компания Асме начала свою деятельность в 1891 году, в городке Милсапе. В 1968 году Джон Джастин — мл. купил Асме, и она стала одним из подразделений компании Justin Industries. В настоящее время Асме Building Brands — самый крупный и самый прибыльный производитель кирпича в Соединенных Штатах Америки.

Поскольку перевозка кирпича на длинные расстояния требует слишком больших затрат, этот продукт продается преимущественно в пределах одного региона. Компания Асме занимает лидирующее положение в своем регионе (Техас и пять соседних штатов), ее доля на рынке этого региона составляет более 50%. На территории этих шести штатов компания Асме имеет 31 производственный объект, в том числе 22 кирпичных завода, собственные торговые представительства, а также собственный парк грузового автотранспорта. Строительные и субподрядные организации, а также домовладельцы могут заказывать кирпич непосредственно в компании. Доставка осуществляется на грузовиках Асме. Компания ежегодно продает более миллиарда кирпичей, на каждом из которых есть логотип Асме. На каждый кирпич компания дает гарантию на сто лет.

Уровень спроса на этот товар зависит от количества строящихся жилых домов и, следовательно, от колебаний процентных ставок и общего состояния экономики. Даже продолжительный период плохой погоды может сказаться на объеме продаж. Тем не менее в 1990-х годах, в период тотального увлечения стилем «техно», компании Асме удалось достичь более высоких результатов по сравнению с другими подразделениями Justin Industries. Бизнес Асме до сих пор является самым прибыльным подразделением Justin Industries. Помимо подразделения по производству кирпича, в состав Асме Building Brands входит подразделение Feather-lite Building Products (производство бетонных блоков) и подразделение American Tile Supply Company (производство керамической и мраморной плитки).

### **Сделка с компанией Berkshire Hathaway**

На протяжении многих лет компания Justin не представляла никакого интереса для биржевых брокеров на Уолл-стрит. Эта компания, в состав которой входило всего два подразделения, не была достаточно крупной, чтобы получить статус конгломерата. Однако сочетание двух различных направлений деятельности в рамках одной организационной структуры делало компанию похожей на головоломку. В 1999 году (перед самым уходом в отставку) Джон Джастин сказал по этому поводу следующее: «Специалисты, которые разбираются в обувном производстве, не понимают производства строительных материалов, и наоборот» [19].

Уоррен Баффет понимает и то и другое. С одной стороны, на момент покупки Justin компания Berkshire уже владела несколькими компаниями по производству обуви, а это значит, что Баффет имел достаточно времени для изучения обувного бизнеса. К тому же он понимает, что производство обуви — это такая отрасль, в продукции которой люди всегда будут испытывать потребность.

Время для покупки компании Justin Industries также выбрано правильно. Компания со столетней историей, известная высоким качеством своей продукции, стояла на пороге периода больших трудностей: за предыдущие пять лет курс акций компании упал на 37%, и существовала угроза раздела компании на две части. Широко известное свойство Баффета отдавать предпочтение простым компаниям, не имеющим отношения к высоким технологиям, делала Justin Industries самой подходящей кандидатурой для поглощения компанией Berkshire Hathaway.

Когда Баффет впервые встретился с Джоном Джестином в Форт-Уорте, он отметил, что этот город напоминает ему Омахе — это прозвучало как комплимент с его стороны. Когда Баффет ознакомился с работой обоих подразделений Justin Industries, он открыл для себя еще один важный аспект: они оба обладали всеми признаками незаурядной компании. Обоим подразделениям Justin Industries

удалось добиться этого статуса посредством сочетания высокого качества продукции, хорошо организованной системы сбыта и умелого позиционирования своих товаров.

Компания Асте продает продукт, который большинство людей считает обычным потребительским товаром. Кто, в конце концов, может сказать, что он отдает предпочтение кирпичу той или иной торговой марки? Только покупатели продукции Асте. В компании была проведена квалифицированная маркетинговая кампания, в которой принимал участие Трой Айкман, легенда американского футбола. Благодаря этой кампании продукция Асте стала настолько популярной, что, когда жителей штата Техас попросили назвать их любимую торговую марку кирпичей, 75% респондентов назвали марку Асте. Уровень осведомленности потребителей об этом бренде повышается каждый раз, когда потребитель берет в руки кирпич и видит логотип Асте на нем.

Дочерние компании Justin Industries, занимающиеся производством обуви, также имеют статус незаурядных компаний. Если провести некоторое время в розничном магазине, продающем одежду и обувь в стиле вестерн, можно услышать, как покупатели говорят следующее: «Моему сыну нужны новые ботинки Justin» или «Покажите мне, какие у вас есть модели ботинок Topu Lama». Такие фразы можно услышать гораздо чаще, чем, например, такую нейтральную фразу: «Я ищу ковбойские ботинки». Когда покупатели называют марку обуви и когда они готовы заплатить за нее повышенную цену, это означает, что компанию, выпускающую такую обувь, можно отнести к категории незаурядных компаний.

После усовершенствований, внесенных в 1999 и 2000 годах в работу Justin Industries новой командой топ-менеджеров, компания стала привлекать внимание инвесторов. По словам аналитика Bear Stearns Гари Шнайдера, к компании начали проявлять большой интерес многие потенциальные покупатели, в том числе компании из Европы. Тем не менее предложение Уоррена Баффета было первым предложением, которое серьезно рассмотрело руководство Justin.

Компания Berkshire Hathaway предложила купить акции Justin Industries по цене 22 долл. за одну акцию. Эта цена была на 23% выше курса, установившегося на фондовом рынке, но Баффет не стал беспокоиться по этому поводу. «У нас появился шанс получить сразу не одну, а две хорошие компании, — отметил он. — Сделка была выгодна вдвойне: это были первоклассные компании с первоклассным управлением — именно то, что мы ценим превыше всего». А еще Баффет добавил, что в его планы не входило внесение изменений в работу компании. «Мы покупаем компании, которые уже работают достаточно хорошо. Если бы в Форт-Уорте нуждались в моем вмешательстве, мы не стали бы покупать эту компанию» [21].

На следующий день после того, как сделка состоялась, курс акций компании Justin Industries вырос на 22%, а Уоррен Баффет вернулся в Омагу с парой сапог Tony Lama новейшей модели, сделанных из кожи страуса.

## Coca-Cola Company

Вскоре после того, как в 1989 году было официально объявлено о покупке компанией Berkshire Hathaway 6,3% акций Coca-Cola, Уоррен Баффет дал интервью Мелизе Тернер, деловому обозревателю газеты Atlanta Constitution. Она задала Баффету вопрос, на который ему приходится отвечать очень часто: почему он не покупал акции компании раньше? В качестве ответа Баффет изложил соображения, которыми он руководствовался в момент принятия окончательного решения.

«Предположим, вы уезжаете на десять лет, — объяснял он — и хотите сделать одно капиталовложение. Предположим также, что у вас есть определенная информация о компании, а также что вы не сможете ничего изменить, пока будете в отъезде. Как бы вы рассуждали в таком случае?» Безусловно, эта компания должна была бы обладать такой характеристикой, как устойчивость результатов деятельности на протяжении многих лет. Кроме того, у нее должны быть благоприятные долгосрочные перспективы. «Если бы я анализировал возможность покупки компании, которой свойственна стабильность, рынок которой, по имеющимся у меня данным, должен продолжать расширяться и которая, как мне известно, и в будущем оставалась бы лидером (я имею в виду мировым), — в таком случае мне трудно было бы найти компанию, больше удовлетворяющую всем этим условиям, чем компания Coca-Cola. Купив ее акции, я знал бы, что когда вернусь, эта компания будет вести бизнес еще более активно, чем сейчас» [22].

Однако почему все-таки выбрано именно такое время для покупки акций Coca-Cola? Основные характеристики деятельности этой компании, как утверждает Уоррен Баффет, сформировались уже давно. В то же время он признает, что его внимание привлекли изменения, произошедшие в компании Coca-Cola в 1980-х годах, когда компанию возглавлял Роберто Гоизуэта.

Роберто Гоизуэта, выросший на Кубе, был первым иностранцем, который стал CEO Coca-Cola. В 1980 году Роберт Вудраф, 91-летний патриарх компании, привлек Роберто Гоизуэта к решению проблем, возникших в компании в 1970-х годах. Это был тяжелый период для

Coca-Cola: разногласия с компаниями по розливу напитков компании; обвинения в плохом обращении с рабочими-эмигрантами, собиравшими апельсины для изготовления соков Minute Maid; заявления защитников окружающей среды о том, что одноразовые бутылки от напитков компании усугубляют проблему загрязнения в стране; обвинения Федеральной торговой комиссии США в том, что единственная в своем роде система сбыта, созданная компанией, нарушает антимонопольный закон Шермана. Компания переживала также трудный период и на международном рынке.

Одним из первых шагов, предпринятых Роберто Гоизуэтой, было проведение собрания всех 50 высших менеджеров компании Coca-Cola в Палм-Спрингс. «Расскажите мне обо всем, что мы делаем неправильно, — сказал он. — Сначала я хочу узнать обо всех проблемах. После этого в компании должны остаться только люди, проявляющие стопроцентную лояльность по отношению к Coca-Cola. Если кому-то что-то не нравится, мы выплатим ему хорошую компенсацию и попросимся» [23].

Роберто Гоизуэта поощрял стремление менеджеров идти на разумный риск. Он хотел, чтобы компания Coca-Cola инициировала те или иные действия, а не предпринимала их в качестве реакции на сложившуюся ситуацию. Гоизуэта приступил к сокращению издержек. Он требовал, чтобы в каждой компании, принадлежащей Coca-Cola, был оптимизирован коэффициент рентабельности активов (ROA). Эти действия немедленно привели к увеличению объема прибыли, получаемой компанией, что, в свою очередь, привлекло внимание Уоррена Баффета.

### **Washington Post Company**

«Экономическое состояние одной из крупнейших газет превосходно. Его можно назвать лучшим экономическим состоянием в мире», — написал однажды Баффет [24]. Подавляющее большинство американских газет издается при отсутствии прямой конкуренции. Их владельцы предпочитают верить в то, что исключительно высокие прибыли, получаемые из года в год, являются результатом высокого качества журналистских материалов, которые они публикуют. Однако, по словам Баффета, правда состоит в том, что даже третьесортная газета может получить приемлемую прибыль, если это единственная газета

в городе. Такое положение дает городской газете статус исключительности со всеми вытекающими из этого последствиями.

Не подлежит сомнению, что высококачественная газета имеет все возможности для того, чтобы добиться большего охвата читательской аудитории. Тем не менее, как утверждает Баффет, даже посредственная газета представляет для местной общины большой интерес как своеобразная «доска объявлений». Каждая компания, ведущая бизнес в городе, каждый торговец недвижимостью, каждый человек, который хочет сообщить что-то другим жителям города, испытывает потребность в распространении соответствующей информации через местную газету. Владелец получает прибыль от каждой городской компании, желающей разместить свои рекламные объявления в газете.

Помимо статуса незаурядной компании, газетные издательства имеют в своем распоряжении еще одну ценность. Как подчеркивает Уоррен Баффет, деятельность компаний, занимающихся изданием газет, характеризуется низкой потребностью в капитале для дальнейшего развития, поэтому им достаточно легко превратить выручку от продаж в прибыль. Даже дорогостоящие компьютеризованные печатные станки и электронные системы, которыми оборудованы редакции последних новостей, быстро окупаются благодаря фиксированным затратам на оплату труда. Газеты могут также относительно легко повышать цены, что позволяет им получать более высокую прибыль на инвестированный капитал и ослаблять отрицательное влияние инфляции. Баффет утверждает, что обычная газета может в два раза повысить цены, сохранив при этом 90% читательской аудитории.

## **McLane Company**

Компания McLane достигла пика своего огромного потенциала экономического роста. Сейчас, когда компания уже не входит в состав Wal-Mart, она имеет возможность заключать сделки с конкурентами этой компании, такими как Target и другие крупные сети магазинов, действующие на территории США. Этот факт и внимание, которое уделяется в компании росту эффективности, а также инвестиции в системы программного обеспечения, обслуживающие все предприятия компании, в системы управления перевозкой грузов, в кассовые терминалы и другие автоматизированные системы, — все это позволяет

компании McLane обеспечивать эффективное ценообразование и поддерживать высокий уровень качества обслуживания.

Когда Уоррен Баффет купил компанию McLane, некоторые компании, представляющие ту же отрасль (такие как Fleming и U.S. Food Service, подразделение Royal Ahold), по разным причинам переживали трудные времена. Хотя вряд ли это повлияло на решение Баффета. В то время говорили, что, если бы компания Fleming действительно разорилась, на продажу была бы выставлена еще одна компания стоимостью 7 млрд долл.

### **Pampered Chef**

Компания Pampered Chef продемонстрировала такую устойчивость экономического состояния (темпы роста компании в период с 1995 по 2000 год составили 22%), которой могли бы позавидовать многие компании, начавшие свою деятельность гораздо раньше. Долгосрочные перспективы развития Pampered Chef также достаточно убедительны. По данным Ассоциации прямых продаж, в 2000 году компании, торгующие товарами посредством проведения презентаций на дому, заработали в масштабах страны около 7 млрд долл., что на 2,7 млрд долл. больше показателя за 1996 год.

Сама владелица компании Pampered Chef, Дорис Кристофер, не собирается замедлять темпы развития своего детища. Она убеждена, что в кухонных шкафах американцев еще достаточно места для того, чтобы разместить в них много разных товаров. Дорис Кристофер подчеркивает, что штат продавцов Mary Kay, косметической компании, действующей по методу прямых продаж, насчитывает около 600 тыс. работников, что убеждает Дорис в наличии богатых перспектив дальнейшего расширения ее компании. Дорис Кристофер разрабатывает новые продукты (такие как керамическая посуда) и расширяет сферу деятельности Pampered Chef на рынки Канады, Великобритании и Германии. И последнее: организационная структура компании не требует больших капиталовложений в дальнейшее расширение; к тому же у компании нет серьезных конкурентов в своей сфере деятельности.

# Глава 6

## Руководство по инвестированию: что следует знать о руководстве интересующей вас компании

Рассматривая возможность новых инвестиций или покупки нового бизнеса, Уоррен Баффет очень внимательно изучает качество управления компанией. Он говорит, что компании или акции, приобретаемые Berkshire Hathaway, должны находиться под управлением честных и компетентных менеджеров, которые вызывали бы его восхищение и которым он мог бы доверять. «Мы не хотим иметь дело с менеджерами, не обладающими выдающимися качествами, — говорит он, — и не имеет значения, насколько привлекательны перспективы их компании» [1].

И Уоррен Баффет не скупится на похвалы, когда находит менеджеров, достойных восхищения. Год за годом в своих обращениях к акционерам Баффет не устает произносить теплые слова о людях, управляющих различными компаниями, акциями которых владеет Berkshire Hathaway. Уоррен Баффет проявляет такую же щепетильность по отношению к руководящему персоналу тех компаний, акции которых он анализирует в качестве возможного объекта для инвестиций. В частности, Баффета интересуют следующие качества руководителей компании.

1. Действует ли высшее руководство компании рационально?
2. Искренни ли высшие руководители компании с акционерами?
3. Способно ли высшее руководство компании противостоять институциональному императиву?

Наивысшую оценку Уоррена Баффета может получить менеджер, который всегда мыслит и ведет себя как владелец компании. Как правило, менеджеры, ведущие себя как владельцы, не упускают из виду главную цель компании — увеличение богатства акционеров, то есть рост рыночной стоимости ее акций, и в большинстве случаев они принимают рациональные решения, способствующие достижению этой цели. Кроме того, Уоррен Баффет высоко ценит менеджеров, которые берут на себя всю ответственность за предоставление акционерам исчерпывающей, правдивой информации и которые не боятся оказывать сопротивление так называемому *институциональному императиву*, или слепому копированию действий других компаний аналогичного профиля.

Когда имеешь дело с талантливыми менеджерами, которые придерживаются высоких моральных принципов и управляют компаниями, испытывая к ним неподдельный интерес, можно работать над дюжиной их отчетов и при этом иметь время для послеобеденного сна [2].

*Уоррен Баффет, 1986 год*

Такой подход стал еще более актуальным в свете получивших огласку в последние годы шокирующих фактов корпоративных преступлений. Уоррен Баффет всегда настаивал на ведении бизнеса только с честными людьми. В некоторых случаях такая позиция Баффета приводила к возникновению серьезных разногласий с другими известными бизнесменами. В деловых кругах не всегда было модно говорить о высоких моральных качествах, честности и добросовестности как о качествах, достойных восхищения. Иногда такие разговоры даже расценивались как наивные и не имеющие отношения к реалиям бизнеса. Позицию Уоррена Баффета по отношению к корпоративной порядочности сегодня считают блестящей стратегией. Однако его мотивация не имеет никакого отношения к стратегиям, она основана на непоколебимой системе ценностей самого Баффета. Никто и никогда не мог всерьез обвинить этого великого инвестора в наивности.

В последующих разделах данной главы более подробно рассматривается отношение Уоррена Баффета к этическим аспектам корпоративного поведения, в особенности к таким вопросам, как неоправданно высокая оплата труда высшего руководства компании,

использование управленческих опционов (права на покупку акций компании по льготной цене), независимость и подотчетность директоров, а также аферы с отчетностью. Здесь же рассказывается о том, что, по мнению Баффета, необходимо изменить в компании, чтобы защитить интересы акционеров, а также излагается суть его идей относительно того, как инвесторы могут оценить менеджеров и определить, достойны ли они доверия.

## Показательный пример

### Shaw Industries, 2000–2002

В конце 2000 года компания Berkshire Hathaway, возглавляемая Уорреном Баффетом, заключила соглашение о приобретении 87% акций компании Shaw Industries (крупнейшего в мире производителя ковровых изделий), по цене 19 долл. за одну акцию, или приблизительно за 2 млрд долл. Эта цена на 56% превышала рыночную цену акций, равную 12,19 долл., однако на год раньше курс акций Shaw Industries был существенно выше. Уоррен Баффет заплатил повышенную цену за акции, поскольку эта компания обладала многими качествами, представляющими для него большой интерес. В частности, компании Shaw Industries была свойственна простота и понятность бизнеса, она имела стабильную историю деятельности, а также демонстрировала благоприятные долгосрочные перспективы.

Производство ковровых изделий далеко не так примитивно, как это может показаться на первый взгляд. В этом производстве задействованы огромные и сложные машины, которые прядут и красят пряжу. Эта пряжа, в свою очередь, используется для изготовления тканых или набивных ковров. Однако основная предпосылка этого бизнеса проста и понятна — выпускать как можно более качественные ковры и продавать их с прибылью. В настоящее время компания Shaw выпускает 27 тыс. наименований набивных и тканых ковровых изделий различных типов и цветов для жилых и офисных помещений. Кроме того, компания предоставляет услуги по укладке ковровых покрытий. Компания имеет в своем составе более 100 производственных предприятий и центров распределения и выпускает свыше 600 млн квадратных ярдов\* ковровых покрытий в год. В компании занято около 30 тысяч работников.

Несомненно, Уоррен Баффет был уверен в том, что ковры и ковровые изделия будут нужны людям всегда и что именно компания Shaw сможет удовлетворить эту потребность. Это находит свое выражение в прекрасных долгосрочных перспективах, что также представляет собой одно из требований Баффета

---

\* Около 550 млн кв. м. Прим. ред.

к компаниям, которые он рассматривает в качестве потенциальных объектов для инвестиций.

Однако больше всего Уоррена Баффета в Shaw Industries привлекли топ-менеджеры компании. В своем обращении к акционерам за 2000 год он так прокомментировал сделку с Shaw Industries: «Ключевым моментом этой сделки было то, что Джулиан Сол, президент, и Боб Шоу, CEO компании, должны были сохранить за собой 5% акций Shaw Industries. Это позволяет нам продолжить сотрудничество с лучшими представителями этого бизнеса, о чем свидетельствуют послужные списки Джулиана и Боба: каждый из них создал крупный, успешный ковровый бизнес, перед тем как в 1998 году они решили объединить свои усилия» [3].

С 1960 по 1980 год компания обеспечивала 27% среднегодовой прибыли на инвестированный капитал (ROA). В 1980 году Боб Шоу сделал прогноз, согласно которому десять лет спустя годовой объем продаж его компании, составивший в то время 214 млн долл., должен был увеличиться в четыре раза. Ему удалось добиться этого через восемь лет.

Несомненно, Боб Шоу прекрасно управлял своей компанией, и стиль его руководства в точности соответствовал подходу Уоррена Баффета к управлению. «Вы должны вкладывать прибыль от продаж в дальнейшее развитие бизнеса, — говорил Шоу. — Если вы придерживаетесь такой концепции ведения бизнеса (обеспечение дальнейшего роста за счет прибыли, а не за счет кредитов) и если вам удастся поддерживать баланс доходов и расходов, тогда вам не придется столкнуться с серьезными проблемами» [4].

Такой способ мышления полностью в духе Уоррена Баффета. Он убежден в том, что самый важный участок деятельности топ-менеджеров компании — это определение направлений использования капитала (распределения капитала), поскольку оно с течением времени будет определять рыночную стоимость акций компании. По мнению Баффета, задача оптимального распределения капитала формулируется достаточно просто: если избыток денежных средств можно реинвестировать в саму компанию и это приведет к достижению доходности, превышающей стоимость капитала, в таком случае компания должна накапливать полученную прибыль и реинвестировать ее. Именно так и действовал Боб Шоу.

Успех Shaw Industries был обусловлен не только тем, что Боб Шоу принимал правильные финансовые решения. Он принимал такие же решения относительно производства продукции и ведения бизнеса, приспосабливая эти процессы к изменяющимся рыночным условиям. Например, в 1986 году, когда компания DuPont начала выпуск волокон, устойчивых к загрязнению, Шоу провел модернизацию всех станков и оборудования на предприятиях Shaw Industries. «Продавать продукцию означает просто встречаться с людьми, определять, в чем они испыты-

вают потребность, и удовлетворять эту потребность, — говорил Шоу. — Однако требования постоянно изменяются. Следовательно, если за последние пять лет (или даже два года) методы ведения бизнеса, которых вы придерживаетесь, не изменились, это значит, что вы ведете бизнес неправильно» [5].

Компетентное руководство Боба Шоу нашло свое отражение в стабильной истории деятельности компании Shaw Industries. Она поднялась до статуса мирового лидера в сфере производства и сбыта ковровых изделий, преодолела постоянные изменения рыночных условий, совершенствование технологий и даже потерю основной сети сбыта своей продукции. В 2002 году сеть универсамов Sears, в то время занимавшаяся сбытом продукции Shaw, прекратила продажу ковровых изделий через свои торговые точки. Однако, как оказалось, руководство компании Shaw Industries восприняло эти трудности скорее как вызов, который необходимо преодолеть, а не как преграду на пути к успеху.

В 2002 году компания Berkshire Hathaway выкупила остальную часть акций Shaw Industries. К 2003 году объем продаж Shaw Industries составил 4,6 млрд долл. Если не считать страховых компаний, Shaw Industries — это крупнейшая компания, акциями которой владеет Berkshire.

## Рационализм руководства

Уоррен Баффет убежден в том, что самый важный участок деятельности руководства компании — это распределение капитала. Задача оптимального распределения капитала имеет такое большое значение, поскольку с течением времени это сказывается на биржевой стоимости акций. По мнению Уоррена Баффета, принятие решений относительно правильного распоряжения прибылью компании — реинвестирования в расширение бизнеса, выплаты дивидендов акционерам — относится к числу задач, требующих использования логики и рационального мышления. «Рационализм — это качество, которое, по мнению Баффета, отличает его собственный стиль руководства компанией Berkshire. Кроме того, это то, чего ему во многих случаях не удастся обнаружить в других компаниях», — пишет Кэрол Лумис в журнале Fortune [6].

Как правило, эта проблема становится актуальной, когда компания достигает определенного уровня зрелости, на котором темпы ее роста замедляются и бизнес начинает генерировать больше денежных средств, чем необходимо для дальнейшего развития и для покрытия

текущих расходов. В этот момент и возникает вопрос о направлениях распределения прибыли.

Если дополнительные средства, реинвестированные в компанию, могут принести прибыль на акционерный капитал, превышающую средние показатели (доходность, превышающую стоимость капитала), в таком случае компания должна сохранить полученную прибыль и реинвестировать их. Это единственно возможный и логически обоснованный вариант развития событий. Реинвестирование прибыли при условии, что доходность ее использования будет меньше стоимости капитала, было бы совершенно неразумным. Это абсолютно естественно.

У компании со средним или ниже среднего уровнем доходности использования инвестированного капитала, денежные поступления которой при этом превышают ее потребности, есть три варианта дальнейших действий. А именно: 1) игнорирование проблемы и дальнейшее реинвестирование прибыли с доходностью, не превышающей среднего уровня; 2) «покупка роста»; 3) распределение прибыли среди акционеров. Именно с этой точки зрения Уоррен Баффет с особой тщательностью оценивает действия руководства компаний. Именно по этому вопросу менеджеры принимают рациональные или иррациональные решения.

Как правило, менеджеры, продолжающие реинвестировать прибыль при условии, что доходность ее использования будет меньше среднего уровня, действуют на основании уверенности во временности этой ситуации. Они убеждены в том, что управленческий героизм может привести к повышению уровня рентабельности компании. Акционеры компании попадают под гипноз прогнозов ее руководства относительно дальнейшего улучшения экономических показателей.

Если руководство компании продолжает игнорировать проблему, денежные средства, которые компания получает в свое распоряжение, все больше переходят в категорию неиспользуемых ресурсов, и курс акций компании начинает снижаться. Компания с низкой экономической отдачей, большим объемом свободных денежных средств и низким курсом акций привлекает внимание агрессивных инвесторов, пытающихся приобрести контрольный пакет акций. В большинстве случаев это означает начало конца пребывания менеджеров такой компании на своих должностях. Для того чтобы защитить себя от по-

добной ситуации, должностные лица компании во многих случаях отдают предпочтение второму пути — «покупке роста» компании за счет приобретения других фирм.

Обнародование планов приобретения других компаний или их акций вдохновляет акционеров и охлаждает пыл агрессивных инвесторов. Тем не менее Уоррен Баффет скептически относится к компаниям, которым приходится обеспечивать дальнейшее расширение бизнеса за счет приобретения других компаний. Во-первых, это во многих случаях обходится слишком дорого. Во-вторых, компания, которой приходится интегрировать в свою структуру новый бизнес и управлять им, склонна совершать ошибочные действия, а это может дорого обойтись акционерам.

По мнению Уоррена Баффета, в случае увеличения объема свободных денежных средств, которые нет возможности реинвестировать с нормой прибыли, превышающей средние показатели, единственно разумный и внушающий доверие образ действий компании сводится к тому, чтобы вернуть эти деньги акционерам. Существует два способа сделать это: увеличить дивиденды или выкупить акции.

Получив в свое распоряжение дивиденды, акционеры имеют возможность поискать более выгодные направления их инвестирования. На первый взгляд такое развитие событий кажется выгодным, поэтому многие оценивают увеличение дивидендов как признак хорошей работы компании. По мнению Баффета, это действительно так, но только если инвесторы самостоятельно смогут получить большую доходность от использования своего капитала, чем если бы компания могла заработать для них на эти же деньги, реинвестировав прибыль в расширение собственного бизнеса.

На протяжении многих лет деятельности компания Berkshire Hathaway демонстрирует очень высокую рентабельность использования собственного капитала (ROE) и накапливает полученную прибыль с целью ее дальнейшего реинвестирования. При таком высоком значении прибыли на акционерный капитал выплата дивидендов акционерам сослужила бы им плохую службу. Неудивительно, что компания Berkshire не выплачивает дивидендов. И это понимают акционеры компании. Высшая степень доверия держателей акций компании к ее менеджерам выражается в том, чтобы позволить им реинвестировать 100% прибыли компании. Уровень доверия держателей акций компании Berkshire к Уоррену Баффету очень высок.

Если в некоторых случаях существует неправильное толкование истинной ценности дивидендов, то второй механизм возврата средств акционерам — выкуп акций — зачастую толкуется еще более ошибочно. Для держателей акций компании преимущества этого способа во многих отношениях имеют менее прямое, менее материальное и менее незамедлительное выражение.

Баффет считает выгоды от решения высшего руководства компании о выкупе собственных акций у акционеров двоякими. Покупка у акционеров акций, которые продаются по цене ниже их фактической стоимости, может стать выгодной сделкой. Предположим, курс акций компании равен 50 долл., а фактическая стоимость этих акций составляет 100 долл. В таком случае при каждой покупке собственных акций компания получает по 2 долл. фактической стоимости на каждый вложенный доллар. Такие операции могут оказаться в высшей степени прибыльными для оставшихся акционеров компании.

Кроме того, как утверждает Уоррен Баффет, если высшие должностные лица компании активно скупают ее акции на рынке, тем самым они демонстрируют свою заботу об интересах держателей акций компании. Такая позиция руководства компании передает на рынок благоприятные сигналы и привлекает других инвесторов, которые ищут хорошо управляемую компанию, способную увеличить активы акционеров. Во многих случаях акционеры получают двойную выгоду — сначала от первичной покупки акций на фондовом рынке, а впоследствии от положительного воздействия интереса инвесторов к акциям компании на их курс.

## **Показательный пример**

### **Fruit of the Loom, 2002**

В 2002 году Уоррен Баффет за 835 млн долл. выкупил основной бизнес (производство одежды) обанкротившейся компании Fruit of the Loom. Эта сделка позволила компании Berkshire Hathaway получить в свое распоряжение такие сильные активы, как выдающийся менеджер и один из самых известных и самых любимых брендов страны. Однако вместе с покупкой этого бизнеса Berkshire взяла на себя долги компании Fruit of the Loom, сумма которых составила 1,6 млрд долл., а также горький опыт недоброжелательности, имевшей место между акционерами, поставщиками, розничными торговцами и потребителями.

Компания, которая продает треть всего нижнего белья для мужчин и юношей в Соединенных Штатах Америки, начала свою деятельность на Род-Айленде в 1851 году, будучи тогда совсем небольшим предприятием. На протяжении следующего столетия компания выросла до ведущего национального производителя нижнего белья и футболок. Однако компании Fruit of the Loom не удалось избежать усиливающейся жесткой конкуренции между компаниями по производству одежды. В результате в 1985 году ее купил Уильям Фарли, известный своей склонностью к приобретению компаний с финансовыми проблемами.

На протяжении периода, когда Fruit of the Loom руководил Уильям Фарли (о котором часто говорили как о человеке с авантюрным и вспыльчивым характером), компания пережила несколько лет подъема, а затем попала в глубочайший кризис. Казалось, в компании все идет не так, как надо. Агрессивная программа приобретения новых компаний, рассчитанная на 900 млн долл., привела к перерасходованию имеющихся денежных средств Fruit of the Loom, в 1996 году долгосрочная задолженность компании составила 128% от величины акционерного капитала. При этом компания не достигла ожидаемых темпов роста выручки. Поставщики перестали получать оплату за свою продукцию и прекратили поставлять сырье. Фарли предпринял перевод 95% производственных операций в офшорные зоны. Это повлекло за собой закрытие более десятка американских предприятий и увольнение около 16 тысяч работников — только для того, чтобы обнаружить, что конечным результатом этих действий стали серьезные проблемы с обеспечением качества продукции и своевременной доставкой грузов. Чтобы каким-то образом решить проблемы с доставкой, Фарли решил разделить производственный процесс на части и передать их выполнение по договору другим фирмам. Это еще больше увеличило количество уровней производственного процесса, из-за чего компании пришлось нести дополнительные затраты. Уильям Фарли создал холдинговую компанию для управления Fruit of the Loom и перевел штаб-квартиру на Каймановы острова, пытаясь избежать выплаты налогов США на экспортную торговлю. Но это повлекло за собой многочисленные проблемы с точки зрения отношений с общественностью.

Эти проблемы еще больше усугубились, когда Фарли посредством хода, который сейчас считается незаконным, убедил тщательно подобранных членов совета директоров компании гарантировать его личный банковский кредит в размере 65 млн долл. на случай, если он не сможет выплатить этот кредит, что и произошло в действительности. Совет директоров еще раньше установил Фарли вознаграждение в размере 20 млн долл., а также новые цены на акции в пользу высших должностных лиц компании, которые имели льготное право на покупку этих акций. Этот же совет директоров погасил часть долга Фарли на сумму 10 млн долл.

Несмотря на все усилия, направленные на сокращение общего объема затрат, задолженность Fruit of the Loom все больше увеличивалась. В 1999 году компания объявила об убытках в размере 576 млн долл., что в семь раз превышало прогнозы аналитиков. Коэффициент прибыльности компании снизился до ничтожных 2%. Такой прибыли было недостаточно, чтобы покрыть 100 млн долл. затрат на выплату процентов по долгу компании, составившему на тот момент 1,4 млрд долл. В том же году Совет институциональных инвесторов (Council of Institutional Investors) включил компанию Fruit of the Loom в число двадцати наиболее неблагоприятных компаний. Акционеры пришли в ужас, когда курс акций компании резко упал с 44 долл. за одну акцию в 1997 году до немногим более 1 долл. к концу 1999 года. Только за один 1999 год стоимость акций Fruit of the Loom снизилась на 90%.

Принимая во внимание все эти обстоятельства, мало у кого вызвал удивление то, что в декабре 1999 года компания подала заявление о защите от банкротства согласно статье 11 Закона о банкротстве США. После этого курс акций компании упал еще ниже: в октябре 2001 года он снизился до 0,23 долл.

Почему же Уоррен Баффет заинтересовался этой компанией? Существует две причины: очень сильный бренд, который при условии правильного управления мог обеспечить развитие компании, и появление «рыцаря на белом коне».

До 1996 года, когда Джон Холланд ушел в отставку, он на протяжении двадцати лет занимал руководящие посты в компании Fruit of the Loom, в том числе несколько лет выполнял обязанности президента и CEO компании. За годы своей работы в компании Джон Холланд заслужил глубокое уважение представителей делового мира. В 2000 году его снова пригласили в компанию на должность исполнительного вице-президента, ответственного за реорганизацию производственных операций.

Джон Холланд представляет собой прекрасный пример менеджера, обладающего теми качествами, которые так высоко ценит Уоррен Баффет. Хотя Баффет и не высказывался публично относительно действий Фарли (помимо краткого упоминания о «неудовлетворительном менеджменте»), он никогда не скрывал своего презрения к руководителям, которые угрозами и силой заставляют членов совета директоров заключать выгодные компенсационные сделки, равно как и не скрывал своего неуважения к членам советов директоров, которые шли на это. Напротив, Баффет всегда открыто выражал свое восхищение Джоном Холландом.

Уоррен Баффет так объяснил свое мнение по этому вопросу акционерам Berkshire Hathaway: «Джон Холланд нес ответственность за производственный процесс в Fruit of the Loom в период наибольшего благополучия компании... [После банкротства] Джон снова был принят на работу в компанию, и на этот раз он взял на себя ответственность за реорганизацию производственных операций.

До возвращения Холланда доставка грузов в компании осуществлялась беспорядочно, общий объем затрат был крайне высоким, отношения с основными заказчиками ухудшились. . . С тех пор Джон занимается восстановлением прежнего статуса Fruit of the Loom, хотя и в намного более жесткой конкурентной среде. [В своем предложении о покупке акций компании] мы настаивали на одном весьма необычном условии: Джон должен был продолжать выполнение обязанностей CEO после приобретения пакета акций Fruit of the Loom компанией Berkshire. Для нас Джон Холланд и бренд Fruit of the Loom представляют собой ключевые активы этой компании» [7].

С тех пор как Холланд приступил к управлению Fruit of the Loom, компания подверглась масштабной реструктуризации, направленной на сокращение общего объема затрат. Предпринятые меры привели в результате к сокращению транспортных издержек и затрат на сверхурочные работы, а также позволили привести в порядок систему хранения материальных запасов. В процессе реорганизации в компании были закрыты побочные направления бизнеса, прекращен выпуск нерентабельных товарных линий, найдены новые возможности повышения эффективности производственного процесса и предприняты меры, направленные на восстановление доверия клиентов посредством своевременного выполнения их заказов.

Все эти усовершенствования практически сразу же начали давать положительные результаты. В 2000 году объем валовой прибыли компании увеличился по сравнению с 1999 годом на 160,3 млн долл., что в процентном отношении составило 222%; коэффициент рентабельности компании за этот же период вырос на 11 пунктов. По данным компании, ее убытки от основной деятельности за 2000 год составили 44,2 млн долл., по сравнению с убытками за 1999 год, равными 292,3 млн долл. Результаты за четвертый квартал 2000 года еще больше подчеркивают успехи компании Fruit of the Loom. За этот период убытки от основной деятельности составили 13,5 млн долл. (в эту цифру включены и единовременные затраты на объединение подразделений компании, связанные с закрытием четырех предприятий на территории США), тогда как соответствующий показатель за тот же период на год раньше был равен 218,6 млн долл., почти в 16 раз больше.

В 2001 году положительная тенденция сохранилась. Валовая прибыль компании выросла еще на 72,5 млн долл., что на 31% больше, чем в 2000 году, а коэффициент прибыльности увеличился на 7,7 пункта и достиг 22,7. Это означает, что компания Fruit of the Loom завершила 2001 финансовый год с операционной прибылью, равной 70,1 млн долл., по сравнению с размером операционных убытков за 2000 год, составившим 44,2 млн долл.

Безусловно, огромные проблемы, с которыми пришлось столкнуться компании Fruit of the Loom, не могли быть полностью решены за одну ночь. Кроме

того, компании по-прежнему приходится функционировать в условиях жесткой конкуренции. Тем не менее Уоррен Баффет пока доволен показателями эффективности ее работы.

Каким бы неожиданным ни казался такой шаг, как покупка обремененной долгами компании, решение Уоррена Баффета имело и третье основание, которое ни в коем случае нельзя назвать неожиданным. Баффету удалось приобрести акции компании Fruit of the Loom на очень благоприятных финансовых условиях. Подробнее об этом можно прочитать в главе 8.

Приобретение компании, занимающейся производством нижнего белья, открывает массу возможностей для простодушных шуток, и Уоррен Баффет, опытный остряк, в полной мере воспользовался этими возможностями. Когда в 2002 году на ежегодном собрании акционеров компании Berkshire Баффету задали вопрос, который напрашивался сам собой, он подшутил над аудиторией, ответил в какой-то степени двусмысленно: «Когда я вообще ношу нижнее белье, что я делаю очень редко...» — предоставив публике возможность поразмышлять над тем, какие именно трусы он носит. Баффет так объяснил причину того, почему он нашел «подходящую сущность» в производстве нижнего белья: «Это эластичный рынок». И последнее, о чем Баффет с невозмутимым видом сообщил акционерам, было то, что Чарли Мангер представил еще одну причину для приобретения акций Fruit of the Loom: «На протяжении многих лет Чарли говорил мне: “Уоррен, давай займемся женским нижним бельем”. Чарли уже 78 лет. Или сейчас, или никогда» [8].

## Coca-Cola Company

Увеличение чистых денежных поступлений позволило компании Coca-Cola повысить дивиденды, выплачиваемые акционерам, а также выкупать собственные акции, находящиеся в обращении на фондовом рынке. В 1984 году в компании приняли решение о первом выкупе собственных акций. Руководство компании объявило о том, что будет выкуплено 6 млн акций. С тех пор компания Coca-Cola выкупила более 1 млрд акций в среднем по 12,46 долл. за одну акцию. Это составило 32% от общего количества акций, находившихся в обращении по состоянию на 1 января 1984 года. Другими словами, компания вложила около 12,2 млрд долл. в покупку акций, которые всего десять лет спустя имели рыночную стоимость, приблизительно равную 60 млрд долл.

В июле 1992 года Coca-Cola Company объявила о своих планах выкупа в 2000 году 100 млн собственных акций, что составило 7,6%

от всех акций компании, находящихся в обращении. Замечательно то, что благодаря своей способности генерировать большой поток денежных средств, компания смогла добиться этой цели наряду с активными инвестициями в освоение зарубежных рынков.

## American Express

Сотрудничество Уоррена Баффета с компанией American Express началось около сорока лет назад, когда он принял смелое решение купить акции этой проблемной компании, после чего ему удалось быстро получить астрономические прибыли для своих партнеров по инвестиционному товариществу (эта история подробно изложена в главе 1). С тех пор Баффет не потерял своей веры в компанию American Express и продолжал покупать ее акции. Сделка о приобретении крупного пакета акций, состоявшаяся в 1994 году, может быть отнесена к категории управленческих решений (которые могут обернуться как хорошими, так и плохими последствиями), связанных с использованием избыточных денежных средств.

Подразделение компании, которое занимается выпуском платежных карточек и дорожных чеков, — American Express Travel Related Services — приносит компании львиную долю прибылей. Компании всегда удавалось обеспечивать значительные прибыли держателям акций, а также без особых трудностей финансировать свой собственный рост. В начале 1990-х компания генерировала больше денежных средств, чем ей было необходимо для покрытия текущих расходов. Другими словами, в этот момент компания попала именно в ту ситуацию, в которой действия руководства, как правило, не отвечают серьезным критериям, предъявляемым Уорреном Баффетом. В данном случае именно так и произошло с решениями, принятыми высшим руководством American Express.

Джеймс Робинсон, который в то время занимал пост CEO компании, принял решение направить избыток денежных средств на создание на базе American Express мощной группы компаний, занимающихся предоставлением финансовых услуг посредством приобретения других родственных фирм. Его первое приобретение — компания IDF Financial Services — оказалось прибыльным. Однако после этого Джеймс Робинсон приобрел еще одну компанию, Shearson Lehman,

и эта покупка оказалась неудачной. С течением времени требовалось все больше и больше средств для поддержания деятельности Shearson. Когда эта компания поглотила 4 млрд долл., Робинсон заключил соглашение с Уорреном Баффетом, который согласился купить пакет привилегированных акций компании American Express на сумму 300 млн долл. До тех пор, пока компания не вернулась к прежнему подходу к ведению бизнеса, он совсем не был заинтересован в покупке обыкновенных акций.

В 1992 году Джеймс Робинсон неожиданно ушел в отставку, а его пост занял Харви Голуб. Он с первых же дней поставил перед собой задачу расширить осведомленность клиентов о бренде American Express. Придерживаясь терминологии, которую использует Уоррен Баффет, Харви Голуб начал использовать такие термины, как *незаурядная компания* и *ценность бренда*, для описания карточек American Express. На протяжении двух следующих лет он приступил к ликвидации слабых активов компании и к восстановлению ее прежнего уровня рентабельности бизнеса и рентабельности использования собственного капитала. Одним из первых шагов Харви Голуба было решение избавиться от компании Shearson Lehman с ее огромными потребностями в финансировании.

Вскоре компания American Express начала демонстрировать признаки возврата к прежнему уровню рентабельности. Однако ресурсов, имеющихся в распоряжении компании, было недостаточно для достижения цели, поставленной Харви Голубом. Эта цель заключалась в том, чтобы сделать бренд American Express Card самым авторитетным мировым брендом в сфере обслуживания. С тех пор как была поставлена задача достижения этой цели, каждое послание компании подчеркивало выдающуюся ценность бренда American Express.

Далее Харви Голуб поставил перед компанией American Express следующие финансовые задачи: увеличить чистую прибыль в расчете на акцию (EPS) на 12–15% в год, а рентабельность акционерного капитала — на 18–20%. В скором времени компания вновь начала получать избыток денежных средств, и в ее распоряжении появилось больше капитала и больше акций, чем это было необходимо. В итоге в сентябре 1994 года руководство American Express объявило о том,

что согласно сложившимся рыночным условиям компания планирует выкупить 20 млн собственных обыкновенных акций. Это сообщение прозвучало для Уоррена Баффета как музыка.

Летом того же года Баффет конвертировал привилегированные акции American Express, которыми владела компания Berkshire Hathaway, в обыкновенные. Вскоре после этого он начал покупать другие акции компании. К концу 1994 года компания Berkshire владела уже 27 млн акций American Express. В марте 1995 года Баффет прибавил к этому пакету еще 20 млн акций; в 1997 году — еще 49,5 млн; в 1998 году он приобрел еще 50,5 млн акций. В конце 2003 года компания Berkshire Hathaway владела уже более чем 151 млн акций American Express — почти 12% от общего их количества. Рыночная стоимость этих акций составила более 7 млрд долл., — в семь раз больше той суммы, которую Баффет вложил в их приобретение.

## The Washington Post Company

Бизнес компании Washington Post приносит достаточно денежных средств, которые можно reinvestировать в расширение основных направлений ее деятельности. Таким образом, высшее руководство компании стоит перед необходимостью выбора одного из следующих вариантов дальнейших действий: возвращение денег акционерам и/или выгодное вложение имеющихся средств в реализацию новых инвестиционных возможностей. Как известно, Уоррен Баффет предпочитает иметь дело с компаниями, которые возвращают избыток денег акционерам. В то время, когда Кэтрин Грэхем занимала пост президента Washington Post, эта компания была первой в сфере газетного бизнеса, которая начала выкупать собственные акции в больших количествах. За период с 1975 по 1991 год компания выкупила невероятно большую долю своих акций — 43%, в среднем по цене 60 долл. за акцию.

Возврат денег акционерам может проводиться также и за счет роста дивидендов. В 1990 году, столкнувшись с проблемой накопления значительного объема денежных резервов, совет директоров компании Washington Post проголосовал за увеличение годовых дивидендов, выплачиваемых акционерам, с 1,84 долл. до 4 долл., что в процентном отношении составило 117% (см. рис. 6.1).

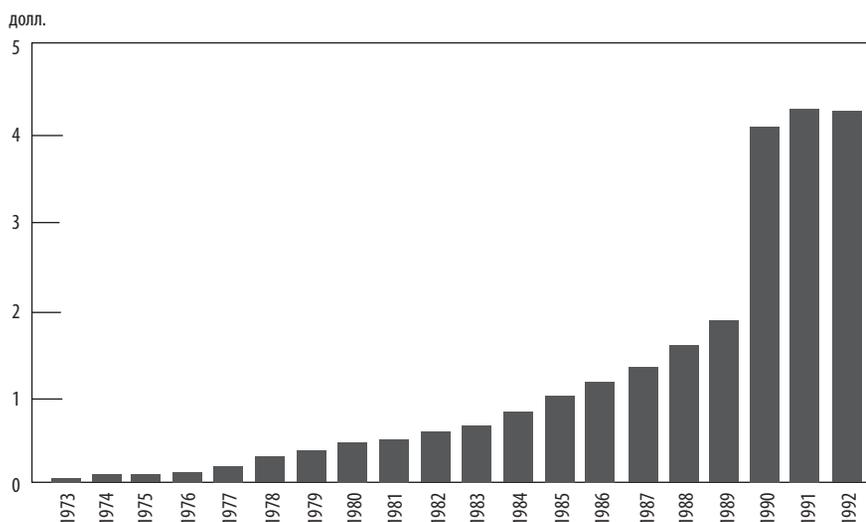


Рис. 6.1. Дивиденды на одну акцию компании Washington Post

Помимо возврата избытка денежных средств держателям акций, компания Washington Post приобрела несколько прибыльных фирм. В частности, компания выкупила кабельный бизнес у Capital Cities, а также ряд компаний сотовой связи и несколько телецентров. Дон Грэхем, который руководит компанией в настоящий период, постоянно получает новые предложения. Для того чтобы и впредь уверенно продвигаться к выполнению задачи формирования достаточного притока денежных средств при оптимальном объеме затрат на инвестиции, он разработал специальные критерии оценки этих предложений. Согласно этим критериям, для Дона Грэхема может представить интерес компания, которая «столкнулась с определенными трудностями в конкурентной борьбе, не требует больших капитальных затрат на ведение бизнеса и имеет большие возможности с точки зрения ценообразования». Кроме того, Дон Грэхем отмечает следующее: «Мы однозначно отдаем предпочтение компаниям, с деятельностью которых знакомы», а также при наличии выбора «мы больше склонны инвестировать капитал в небольшое количество крупных компаний, вместо того чтобы распылять инвестиции» [9]. Подход Дона Грэхема к приобретению компаний или их акций во многом совпадает со стратегией, которой придерживается и сам Уоррен Баффет в Berkshire Hathaway.

В последние годы динамика газетного бизнеса изменилась. В прежние времена, когда рост экономики замедлялся, а рекламодатели сокращали свои расходы, газеты имели возможность поддерживать приемлемый уровень рентабельности посредством увеличения размера оплаты за строку при публикации рекламных объявлений. В современных условиях у рекламодателей появились новые, менее дорогостоящие способы довести информацию о своих компаниях до сведения потребителей: кабельное телевидение, прямые почтовые рассылки, рекламные приложения к печатным изданиям. Газеты потеряли монополию на публикацию рекламы. Кроме того, снизилась их гибкость в вопросах ценообразования.

Даже при таких условиях Уоррен Баффет убежден в том, что компания Washington Post находится в лучшей форме по сравнению с другими медийными компаниями. Существует две причины для такого оптимизма. Во-первых, долгосрочная задолженность компании была в полной мере погашена за счет имеющихся денежных резервов. Washington Post — это единственная газета, акции которой обращаются на фондовом рынке и которая, по сути, не имеет долгов. «В результате, — объясняет Уоррен Баффет, — долговая нагрузка не усугубляла проблему снижения стоимости активов компании» [10]. Во-вторых, как отмечает Баффет, компания Washington Post функционирует под исключительно хорошим управлением.

### The Pampered Chef

Дорис Кристофер, основатель, председатель совета директоров и CEO компании Pampered Chef, распорядилась капиталом компании самым лучшим образом, финансируя расширение бизнеса и рост компании исключительно за счет внутренних источников. Она реинвестировала практически всю полученную прибыль в расширение своего бизнеса, что принесло компании огромное увеличение объема продаж. За период с 1995 по 2001 год темпы роста бизнеса в компании Pampered Chef составили 232%, при этом маржа прибыли компании (до вычета налогов) равнялась 25%. Единственный долг, когда-либо имевшийся у компании, — это начальные инвестиции в размере 3 тыс. долл., которые Дорис взяла в кредит под залог своего полиса страхования жизни.

Судя по всему, Дорис Кристофер — осмотрительный и эффективный менеджер, безукоризненно управляющий компанией. Она демонстрирует тонкую интуицию в вопросах управления компанией, обращаясь со своими торговыми представителями справедливо, но при этом придерживаясь принципов конкуренции. Специалисты по прямому маркетингу, работающие на Pampered Chef в разных уголках страны, — это основа бизнеса компании, единственно возможный путь установления контакта между компанией и ее 12 млн покупателей. Продавцы продукции компании получают комиссионные в размере от 18 до 20% от объема собственной реализации и от 1 до 4% — от объема продаж консультантов, которых они привлекли к работе в компании.

## Искренность

Уоррен Баффет высоко ценит менеджеров, предоставляющих исчерпывающую и правдивую информацию о финансовых показателях работы компании, способных признавать ошибки, разделять успехи с другими и всегда откровенных с акционерами компании. В частности, Баффет уважает менеджеров, которые способны обнародовать информацию о деятельности компании, не прикрываясь стандартами Общепринятых принципов ведения бухгалтерского учета (GAAP).

Стандарты составления финансовой отчетности требуют раскрытия деловой информации в соответствии с отраслевыми особенностями. Некоторые менеджеры используют это минимальное требование в своих интересах, затрудняя держателям акций доступ к динамике показателей деятельности компаний, имеющих непосредственное отношение к их деловым интересам.

«В финансовых отчетах действительно необходимо отображать, — говорит Уоррен Баффет, — данные (составленные в соответствии с принципами GAAP или без их соблюдения), которые помогли бы читателю, специалисту по финансам, найти ответ на следующие ключевые вопросы: 1) сколько приблизительно стоит данная компания? 2) какова вероятность того, что эта компания сможет выполнить свои обязательства в будущем? 3) насколько хорошо менеджеры компании выполняют свою работу? [11].

Годовые отчеты компании Berkshire Hathaway представляют собой хороший пример правильного подхода к составлению таких финансовых документов. Отчеты Berkshire Hathaway удовлетворяют всем требованиям общепринятых принципов GAAP, но они намного более информативны. Уоррен Баффет включает в эти отчеты данные о прибыли каждой отдельной компании, акциями которых владеет Berkshire, а также много других дополнительных данных, которые, по его мнению, держатели акций могут посчитать важными для оценки экономической эффективности работы компании. Баффет восхищается CEO, способными отчитываться перед держателями акций своих компаний в таком же откровенном стиле.

Уоррен Баффет также высоко ценит топ-менеджеров, имеющих смелость откровенно признавать и обсуждать свои неудачи. Он убежден в том, что менеджеры, которые признают свои ошибки, более способны их исправлять. По мнению Баффета, большинство годовых отчетов искажают реальное положение дел в компании. С течением времени каждая компания допускает ошибки, как крупные, так и мелкие. Уоррен Баффет считает, что менеджеры многих компаний отчитываются перед акционерами с излишним оптимизмом, вместо того чтобы честно объяснить ситуацию. Тем самым такие менеджеры, возможно, реализуют свои собственные краткосрочные интересы, но игнорируют при этом долгосрочные интересы других людей.

Уоррен Баффет считает, что именно Чарли Мангер помог ему понять ценность анализа ошибок вместо сосредоточения внимания исключительно на успехах. В своих годовых отчетах перед акционерами Berkshire Hathaway Баффет открыто излагает информацию, как позитивную, так и негативную, об экономических показателях работы компании и эффективности управления. Он не скрывал от акционеров трудности, с которыми столкнулась компания Berkshire в сфере текстильного и страхового бизнеса, и признал свои собственные неудачи в управлении подразделениями Berkshire.

Критика Уоррена Баффета в свой собственный адрес носит прямой и резкий характер. Поглощение страховой компании General Re в 1998 году повлекло за собой серьезные проблемы, многие из них оставались невыявленными на протяжении нескольких лет и всплыли на поверхность только после террористической атаки в Нью-Йорке в сентябре 2001 года. Как признался Баффет некоторое время спустя,

в момент поглощения он думал, что эта страховая компания работает на таком же уровне дисциплинированности, которого он требовал от других страховых компаний, входящих в состав Berkshire. «Я совершил непоправимую ошибку, — признал Баффет в 2002 году. — В этой компании необходимо было еще многое изменить, чтобы не допустить подобной ситуации» [12].

Проблемы, возникшие в General Re, не ограничивались только страховыми операциями. В состав этой компании входило также дилерское подразделение по торговле акциями и производными ценными бумагами. В момент поглощения Уоррен Баффет считал это направление бизнеса неперспективным, хотя приобретения этого подразделения нельзя было избежать, поскольку оно являлось частью сделки. Через несколько лет это обернулось катастрофическими финансовыми последствиями. В 2003 году Баффет открыто извинился перед акционерами Berkshire Hathaway: «Я уверен, что мог бы сэкономить вам около 100 млн долл., если бы действовал более оперативно и вовремя отреагировал на необходимость закрытия Gen Re Securities. Чарли без промедления занялся бы закрытием этого подразделения — в этом нет никаких сомнений. Но я колебался. В результате акционерам нашей компании приходится платить более высокую цену за выход из этого бизнеса, чем это было бы необходимо» [13].

Оппоненты Уоррена Баффета утверждают, что для него не составляет никаких проблем публично признать свои ошибки, поскольку он владеет таким большим пакетом акций Berkshire Hathaway, что может не опасаться увольнения. Это правда. Однако этот факт ни в коей мере не приуменьшает фундаментальную ценность убежденности Баффета в том, что искренность менеджера приносит ему самому выгоду ничуть не меньшую, чем выгода, которую получают при этом акционеры компании. «СЕО, который публично вводит в заблуждение других, — говорит Баффет, — может в конце концов обмануть и самого себя» [14].

## **Coca-Cola Company**

Стратегия укрепления позиций компании Coca-Cola, которую принял на вооружение Роберто Гоизуэтой после вступления в должность СЕО, явно учитывала и интересы акционеров компании. «На протяжении следующего десятилетия мы сохраним свою полную привер-

женность интересам наших акционеров, а также защите и увеличению стоимости их инвестиций, — писал он. Для того чтобы обеспечить нашим акционерам прибыль на инвестированный ими капитал, превышающую средние показатели, мы должны избрать такие направления бизнеса, доходность которых превышает инфляцию» [15].

Перед Роберто Гоизуэтой стояла не только задача расширения бизнеса, решение которой требовало больших капиталовложений, но и задача повышения биржевой стоимости акций компании. Увеличение рентабельности компании и показателя ROE позволяло компании Coca-Cola увеличивать дивиденды, выплачиваемые акционерам, одновременно сокращая их долю в чистой прибыли. В 1980-х годах дивиденды, выплачиваемые акционерам, росли на 10% в год, тогда как доля этих дивидендов в чистой прибыли компании снизилась с 65 до 40%. Это позволило компании Coca-Cola реинвестировать значительную часть своей прибыли в дальнейшее расширение бизнеса без ущемления интересов акционеров.

Coca-Cola, несомненно, выдающаяся компания, которая демонстрирует прекрасные показатели экономической эффективности на протяжении всей истории своего существования. Однако в последние годы темпы роста компании стали более умеренными. Подобная ситуация могла бы вызвать панику у некоторых акционеров, но только не у Уоррена Баффета. Он не предпринял фактически никаких действий и не продал ни единой акции. Это однозначное подтверждение его веры в компанию и яркая иллюстрация его верности своим принципам.

## Институциональный императив

Если менеджмент только демонстрирует свою мудрость и укрепляет доверие к себе, признавая и вовремя исправляя собственные ошибки, почему в таком случае годовые отчеты в большинстве своем сообщают только об успехах? Если распределение капитала — это так просто и логично, то почему капитал распределяется настолько неоптимально? Уоррен Баффет понял, что причина заключается в невидимой силе, которую он называет «институциональным императивом» — склонностью менеджеров компаний подражать поведению других

менеджеров независимо от того, насколько глупым или иррациональным может оказаться такое поведение.

Уоррен Баффет утверждает, что для него это было самое неожиданное открытие за всю карьеру. В школе его учили, что квалифицированные менеджеры — это честные, умные люди, которые всегда принимают рациональные деловые решения. Соприкоснувшись с реальными миром бизнеса, он узнал, что на самом деле «менеджеры часто теряют свою способность мыслить рационально, когда в игру вступает институциональный императив» [16].

По мнению Уоррена Баффета, именно на счет институционального императива следует отнести появление нескольких серьезных, но, к сожалению, распространенных обстоятельств в деятельности компаний: «1. Компания оказывает сопротивление изменениям в своей текущей деятельности. 2. Различные корпоративные проекты или сделки о приобретении других компаний осуществляются только для поглощения всех имеющихся денежных средств. 3. Любое настойчивое деловое предложение руководителя компании, каким бы нелепым оно ни было, быстро получает обоснование посредством детального анализа рентабельности инвестиций и других стратегических аспектов сделки, подготовленного командой этой же компании. 4. Менеджеры без всяких на то оснований копируют образ действий компаний аналогичного профиля в таких вопросах, как расширение бизнеса, приобретение других фирм, определение оплаты труда высших должностных лиц и т. д.» [17].

Уоррен Баффет рано усвоил этот урок. Джек Рингволт, глава компании National Indemnity, которую в 1967 году приобрела Berkshire Hathaway, помог Баффету понять деструктивную силу этого императива. Тогда как большинство страховых компаний оформляли страховые полисы на условиях, которые гарантированно приносили недостаточный объем прибыли (или даже убытки), Рингволт пошел против тенденции, сложившейся на рынке страхования, и отказался выписывать новые страховки. Уоррен Баффет оценил мудрость такого решения Рингволта и последовал его примеру. В настоящее время страховые компании, входящие в состав Berkshire Hathaway, по-прежнему придерживаются этого принципа в своей деятельности.

В чем состоит сущность институционального императива и почему он подчиняет себе так много компаний? Причина — в самой природе

человека. Менеджеры в большинстве своем не хотят выглядеть глупо и ставить свою компанию перед необходимостью ежеквартально нести убытки, тогда как другие компании получают ежеквартальные прибыли, даже если они заведомо знают, что ведут свою компанию к гибели. Сойти с накатанной колеи — задача не из легких. Гораздо проще следовать по пути, проложенному другими компаниями (даже если здесь их ждет неудача), чем изменить привычный курс, по которому движется сама компания.

Следует признать, что Уоррен Баффет и Чарли Мангер и в этой ситуации так же, как и в своем стремлении быть искренними со своими акционерами, пользуются преимуществами своей защищенности в компании Berkshire Hathaway — им нет необходимости опасаться увольнения, и это освобождает путь для принятия нестандартных решений. Кроме того, менеджеры, которые обладают большими коммуникативными способностями, должны уметь убеждать держателей акций в целесообразности изменения курса компании (даже если это влечет за собой краткосрочное сокращение доходов), если это приведет к получению несопоставимо лучших результатов через определенный период времени. Неспособность сопротивляться институциональному императиву, по мнению Уоррена Баффета, во многих случаях свойственна не столько владельцам компании, сколько ее менеджерам, которые не готовы к коренным изменениям в ее деятельности.

Некоторые менеджеры осознают, что их компания нуждается в кардинальных изменениях, иначе она может столкнуться с угрозой закрытия. Но даже в этом случае реализация плана обновления работы может оказаться слишком сложной для большинства менеджеров. Многие из них поддаются искушению купить новую компанию, вместо того чтобы решать возникшую проблему посредством непопулярных финансовых мер.

Почему большинство менеджеров поступает именно так? Уоррен Баффет выделяет три фактора, которые, по его мнению, оказывают наибольшее влияние на формирование подобной линии поведения менеджеров. Во-первых, многие руководители не могут контролировать свое стремление к активным действиям. Такая гиперактивность часто находит выход в неоправданном поглощении других компаний. Во-вторых, большинство менеджеров сравнивают такие показатели

своих компаний, как объем продаж, уровень доходов и размер оплаты труда высших должностных лиц, с соответствующими показателями других компаний, принадлежащих к той же отрасли, а также к другим отраслям. Такое сопоставление неизменно приводит к еще большей активизации деятельности компании. И последнее: Уоррен Баффет убежден в том, что большинству менеджеров свойственно гипертрофированное представление о собственном управленческом таланте.

Еще одна распространенная проблема — это неумение менеджеров правильно распоряжаться капиталом компании, то есть правильно его распределять. Как отмечает Уоррен Баффет, высшие руководители во многих случаях поднимаются на самый верхний уровень карьерной лестницы, проявив свои способности в других сферах деятельности компании — административном управлении, инженерном деле, маркетинге или производстве. Поскольку специалисты такого уровня не имеют достаточного опыта в распределении капитала, многие из высших руководителей компаний обращаются за помощью в этом вопросе к другим сотрудникам компании, к консультантам или специалистам инвестиционных банков. Именно в этот момент институциональный императив и начинает свое вмешательство в процесс принятия решений. Уоррен Баффет подчеркивает, что если CEO демонстрирует намерение заключить сделку о поглощении другой компании, для оправдания которой требуется, чтобы коэффициент окупаемости инвестиций был равен 15%, его сотрудники на удивление легко находят подтверждения тому, что компания, о которой идет речь, сможет обеспечить коэффициент окупаемости инвестиций, равный 15,1%.

И последнее обстоятельство, объясняющее феномен институционального императива, — это склонность многих менеджеров к бездумному подражанию. Если компании А, В и С делают одно и то же, в таком случае, — думает CEO компании D, — будет вполне закономерно, если и наша компания поступит так же.

По мнению Баффета, такой подход не следует относить на счет коррумпированности или глупости менеджеров. Это скорее проявление институционального императива, который затрудняет сопротивление менеджеров линии поведения, обрекающего компанию на провал. Выступая перед студентами Университета Нотр-Дам, Уоррен Баффет продемонстрировал им список, в который были включены тридцать

семь обанкротившихся инвестиционных банков. Как объяснил Баффет, все эти банки потерпели неудачу, хотя объем торгов на Нью-йоркской фондовой бирже увеличился в пятнадцать раз. Эти фирмы возглавляли трудолюбивые специалисты с высоким IQ; у каждого из них было сильное желание добиться успеха. В этот момент Баффет сделал паузу и обвел глазами аудиторию. «Вы думаете, — строго сказал он, — вот о чем: “Как они могли прийти к таким результатам?” Я объясню вам как: бездумно подражая другим менеджерам» [18].

### **Coca-Cola Company**

Когда Роберто Гоизуэта принял на себя руководство компанией Coca-Cola, его первый шаг был направлен на то, чтобы избавиться от всех видов бизнеса, несхожих с бизнесом, основанным его предшественником, и сосредоточить усилия компании на нем — то есть на производстве и продаже фирменного сиропа. Это была недвусмысленная демонстрация способности компании Coca-Cola противостоять институциональному императиву.

Сокращение направлений деятельности компании до выпуска единственного продукта было, несомненно, смелым шагом. Но еще более поразительными действия Роберто Гоизуэты делало то, что он предпринимал их в то время, когда другие компании придерживались прямо противоположной стратегии. Многие ведущие компании по производству напитков инвестировали свои прибыли в неродственные направления бизнеса. Компания Anheuser-Busch инвестировала прибыли от производства пива в тематические парки. Компания Brown-Forman, специализирующаяся на производстве и сбыте вина и других спиртных напитков, инвестировала свои прибыли в выпуск изделий из фарфора, хрустала и серебра. Все эти инвестиции обеспечивали намного более низкий уровень прибыли. Seagram Company, Ltd., глобальная компания по производству вина и других спиртных напитков, купила Universal Studios. Компания PepsiCo, главный конкурент Coca-Cola, купила акции сети закусочных (Frito-Lay), а также сетей ресторанов, таких как Taco Bell, Kentucky Fried Chicken и Pizza Hut.

Роберто Гоизуэта не только сфокусировал усилия компании на основном и самом важном продукте, но и предпринял некоторые действия по перераспределению ресурсов компании, направив их

на самые прибыльные направления бизнеса. Поскольку экономическая отдача от продажи сиропов намного выше экономической отдачи от других направлений бизнеса, компания пошла по пути реинвестирования прибылей в свой наиболее прибыльный бизнес.

## Clayton Homes

В отрасли, развитие которой сдерживают внутренние проблемы ее становления, компания Clayton Homes выделяется на фоне других компаний сильным менеджментом и разумной моделью ведения бизнеса.

В настоящее время сборные дома составляют 15% от общего количества единиц жилищного строительства в Соединенных Штатах Америки. Во многих отношениях такие дома сейчас избавляются от своей исторически сложившейся отрицательной репутации. Они становятся более похожими по своему размеру и возможностям на стационарные. Качество конструкции таких домов постоянно улучшается; они могут конкурировать с домами или квартирами, сдающимися в аренду. Сборные дома имеют определенные налоговые преимущества в том плане, что их владельцам нет необходимости платить на них налоги как на недвижимость. Ипотечные кредиты на приобретение таких домов предоставляются сейчас крупными ипотечными банками и специализированными правительственными ипотечными агентствами, такими как Fannie Mae.

Сборные дома значительно дешевле стационарных (по средним ценам на 2002 г. — 48 800 долл. против 164 217 долл. соответственно). Именно поэтому первичный рынок домов такого типа охватывает потребителей с более низким уровнем доходов. В 2002 году более 22 млн американцев, среднегодовой семейный доход которых составлял около 26 900 долл., жили в сборных домах [19].

В 1990-х годах многие компании, специализирующиеся на выпуске сборных домов, по собственной воле попали в двойную сеть чрезмерного расширения бизнеса, что закончилось банкротством многих из них. С одной стороны, избыточное производство сборных домов было обусловлено всеобщим увеличением популярности и признания жилья такого типа. С другой стороны, причиной такого перепроизводства стала обычная алчность.

Продажа домов осуществляется либо через розничных торговцев, которые имеют статус независимых дилеров, представляющих не-

сколько компаний, либо через собственные торговые точки компании. Именно здесь, в этих торговых точках, покупатели почти всегда могут найти и учреждения, выполняющие операции по кредитованию, — как правило, такими учреждениями являются дочерние предприятия компании-производителя или компании розничной торговли. Сама по себе такая система не вызывает никаких возражений, а также выглядит и фактически действует как агентство по продаже автомобилей. Проблема заключается в том, что в этой отрасли началось повальное увлечение продажей сборных домов любому человеку, который может подписаться под договором о продаже, независимо от его кредитной истории, исключительно на основании ссуд, которым во многих случаях уготована судьба остаться невыплаченными.

Продажа большого количества сборных домов быстро приносит прибыль компаниям розничной торговли и громадные комиссионные торговым агентам. Однако это также создает массу проблем в долгосрочной перспективе. В действительности обстоятельства складываются весьма печально: многие дома продаются людям с нестабильным финансовым состоянием. Это обуславливает высокий процент перепродажи домов, изымаемых у владельцев по причине неуплаты долгов по кредитам, что, в свою очередь, приводит к снижению уровня спроса на новые постройки. Поскольку на протяжении нескольких прошедших лет имел место рост безработицы, в такой же степени увеличивалось и количество случаев неуплаты долгов по кредитам. Если учесть еще и фактор избыточного накопления продукции на складах компаний-производителей начиная с 1990-х годов на фоне трудной экономической ситуации, которая привела к сокращению расходов практически всеми жителями страны, то это объясняет плачевное состояние дел в отрасли в целом.

Подобные проблемы в сфере производства и сбыта сборных домов можно частично объяснить практикой продажи их под рискованные кредиты, получившей такое большое распространение в этой отрасли. Однако почему же большинство компаний, представляющих эту отрасль, поступают именно таким образом? Потому что все так делают, и каждая отдельно взятая компания опасается потерять свою долю на рынке, если она будет придерживаться другой стратегии. В этом и состоит, если говорить кратко, сущность институционального императива. Компания Clayton Homes не смогла полностью оградить

себя от влияния этого феномена, хотя ей и удалось избежать грубых ошибок.

Самое важное то, что компания Clayton Homes совсем по-другому подходит к оплате труда своих торговых агентов. Размер комиссионных, выплачиваемых продавцам и менеджерам, основан не только на количестве проданных домов, но и на качестве и эффективности предоставленных кредитов. Торговый персонал несет финансовую ответственность в случае несвоевременной выплаты долгов по кредитам и участвует в прибыли, когда кредит выплачивается вовремя. Возьмем, к примеру, менеджера по продажам, который занимается вопросами продажи передвижного дома стоимостью 24 тыс. долл. и выдачи кредита под эту покупку. Если покупатель не может выплачивать кредит, компания Clayton Homes теряет около 2500 долл. ежемесячно, и менеджер несет финансовую ответственность за половину этих убытков [20]. Если же кредит выплачивается вовремя, менеджер тоже получает половину от этой суммы. Такой подход позволяет заинтересовать персонал компании в снижении риска при выдаче кредитов.

Такая методика оправдала себя. В 2002 году «только 2,3% владельцев домов, купленных у Clayton Homes под ипотечный кредит, задерживают выплату взносов более чем на 30 дней» [21]. Этот показатель приблизительно в два раза меньше доли неуплаченных в срок кредитов по отрасли в целом. В 1990-х годах, когда из бизнеса вышли более 80 предприятий и 4 тыс. розничных торговцев, компания Clayton Homes закрыла только 31 торговую точку и не закрыла ни одного предприятия, занимающегося выпуском сборных домов. К 2003 году, когда акциями Clayton Homes заинтересовался Уоррен Баффет, компания вышла из кризиса, поразившего как всю экономику в целом, так и производство сборных домов в частности, более сильной и с лучшими позициями на рынке, чем все ее конкуренты.

Уоррен Баффет принял решение купить акции Clayton Homes, поскольку он видел в Джиме Клейтоне трудолюбивого основателя компании с большими управленческими способностями и многими другими достоинствами. Клейтон не раз и не два демонстрировал свою способность оградиться от экономического спада в своей отрасли посредством реструктуризации модели ведения бизнеса таким

способом, который предполагал противодействие особенно разрушительным аспектам институционального императива.

### **The Washington Post Company**

По мнению Уоррена Баффета, даже третьеразрядные газеты могут приносить значительную прибыль. Поскольку рынок не требует от газет соблюдения высокого качества издания, то сами менеджеры могут вводить эти стандарты. И именно благодаря стандартам качества управления газетой, а также способностям менеджеров газета может добиться высокого уровня доходности. В 1973 году, если бы Уоррен Баффет инвестировал в такие газетные издательства, как Gannett, Knight-Ridder, New York Times и Time Mirror те же 10 млн долл., которые он инвестировал в Washington Post, его прибыль на инвестированный капитал превысила бы средние показатели. Это отобразило бы исключительно благоприятные экономические условия, сложившиеся в газетном бизнесе в тот период. Однако превышение на 200–300 млн долл. рыночной стоимости Washington Post аналогичного показателя других газетных издательств в значительной мере было обусловлено, как утверждает Уоррен Баффет, «неизмеримо более высоким уровнем качества управленческих решений, которые принимала Кэй [Кэтрин Грэхем], по сравнению с решениями менеджеров большинства других медийных компаний» [22].

По мнению Уоррена Баффета, Кэтрин Грэхем была достаточно мудрой, чтобы покупать большое количество акций Washington Post по выгодной цене. Кроме того, у нее хватило смелости противостоять натиску профсоюзов, сократить расходы и повысить ценность бизнеса, которым занималась ее компания. Акционерам Washington Post посчастливилось, что Кэтрин Грэхем удалось так удачно позиционировать компанию на газетном рынке.

Оценивая людей, необходимо искать в них три качества: честность, интеллект и энергичность. Если человеку не свойственно первое качество, два других могут оказаться губительными [23].

*Уоррен Баффет, 1993 год*

## **Уоррен Баффет о менеджменте, этике и рационализме**

Во всех своих обращениях к акционерам Berkshire Hathaway и, по сути, ко всему миру Уоррен Баффет неизменно подчеркивает свое уважение к честным и искренним менеджерам. Он убежден, что такие менеджеры способствуют сохранению корпоративных ценностей не только в данный момент времени. Их участие в деятельности компаний представляет собой основной фактор успеха и в долгосрочной перспективе. Оплата труда высших руководителей; предоставление права на покупку акций компании по заранее оговоренному курсу (управленческие опционы); независимость директоров компаний; аферы с отчетностью — все эти аспекты деятельности компаний затрагивают самые глубокие чувства Баффета, и он без колебаний делится своими эмоциями по этому поводу.

### **Алчность высших должностных лиц и институциональный императив**

В своем обращении к акционерам Berkshire Hathaway за 2001 год Уоррен Баффет писал: «У нас с Чарли вызывает отвращение ситуация, ставшая такой типичной в последнее время: акционеры несут убытки в миллиарды долларов, а основатели компаний, их руководители и другие высшие должностные лица, которые способствовали созданию кризисной ситуации в компании, покидают ее, унося с собой огромное богатство. В действительности многие из этих людей подталкивали инвесторов к покупке акций, тогда как сами в то же время избавлялись от своих акций, в некоторых случаях всякими способами пытаясь скрыть свои действия. К их стыду, такие руководители компаний относятся к акционерам как к «дойным коровам», а не как к партнерам. В корпоративной Америке нет недостатка в таком вопиюще нечестном поведении высшего руководства компаний» [24].

Скандалы вокруг мошенничества с отчетностью стали сигналом тревоги для всех граждан Соединенных Штатов Америки, особенно для тех, кто владел акциями компаний, работникам которых было разрешено вносить часть заработной платы в инвестиционный пул по пенсионному плану 401(k). Акционеры начали интересоваться, насколько честно и прозрачно компании, акциями которых они владеют,

управляют их делами. Достоянием гласности все чаще становились крупные проблемы, возникающие в системе: высшие руководители компаний получали громадную заработную плату, в то же время используя деньги компании на покупку личных реактивных самолетов и проведение роскошных приемов. При этом члены совета директоров во многих случаях одобряли любые решения менеджеров компании. Все это выглядело так, будто ни один генеральный директор не мог противостоять искушению подражать руководителям того же ранга других компаний в получении непомерно большой оплаты и ведении расточительного образа жизни. Подобное поведение представляет собой самый деструктивный вариант институционального императива.

Уоррен Баффет считает, что ситуация до сих пор существенно не изменилась к лучшему. В своем обращении к акционерам за 2003 год он подверг резкой критике неослабевающую «эпидемию алчности». Баффет писал: «Количество злоупотреблений среди высших руководителей компаний существенно увеличилось в 1990-х, когда повсеместное распространение получила практика непомерно высокой оплаты труда самых алчных менеджеров, между которыми разгорелось острое соперничество. Оплата труда топ-менеджеров компаний по-прежнему остается основным критерием оценки того, насколько серьезно корпоративная Америка настроена на реформирование системы управления компаниями. В настоящий момент результаты такой оценки не внушают оптимизма» [25]. Это слова человека, который не пользуется правом льготного приобретения акций своей компании и по-прежнему назначает себе оплату, равную 100 тыс. долл. в год.

### **Управленческие опционы**

Помимо очень высокой заработной платы, высшие должностные лица акционерных компаний, как правило, получают также вознаграждение в виде предоставления им права на покупку акций компании по фиксированной цене (так называемые управленческие опционы). Подобное вознаграждение в большинстве случаев устанавливается в зависимости от роста прибыли компании и в очень редких случаях основывается на реальной эффективности труда руководителя.

Такое положение дел полностью противоречит принципам, которых придерживается Уоррен Баффет. Он говорит, что если права

на покупку акций компании по льготной цене раздаются без учета заслуг каждого руководителя, то складывается такая ситуация: менеджеры с низкой эффективностью своего труда получают такое же щедрое вознаграждение, что и менеджеры, добивающиеся для компании высоких результатов. По мнению Баффета, если ваша бейсбольная команда выигрывает звание чемпиона, вы не станете платить одинаково и результативным игрокам, и тем игрокам, которые не принесли команде много очков.

В компании Berkshire Hathaway Уоррен Баффет применяет систему оплаты труда, в соответствии с которой вознаграждение, получаемое менеджерами, находится в прямой зависимости от результативности их труда. По мнению Баффета, хорошая работа любого подразделения Berkshire Hathaway должна быть соответствующим образом вознаграждена независимо от динамики курса акций компании. Размер вознаграждения не связан ни с масштабами компании, ни с возрастом менеджера, ни с общим уровнем рентабельности компании Berkshire. Вместо этого он непосредственно зависит от того, насколько им удалось добиться успеха в обеспечении высокой эффективности работы тех участков, за которые они несут ответственность. Некоторые менеджеры получают вознаграждение за увеличение объема продаж, другие — за снижение общего уровня расходов или за сокращение объема капитальных затрат. В конце года Уоррен Баффет не раздает служащим Berkshire Hathaway права на покупку акций компании по фиксированным ценам, он выписывает чеки, иногда даже на очень большие суммы. Менеджеры могут использовать деньги, полученные по этим чекам, по своему усмотрению. Многие из них используют эти средства для приобретения акций компании Berkshire.

Даже если продажа акций компании по фиксированным ценам используется для поощрения ее служащих на законных основаниях, Уоррен Баффет предупреждает о необходимости внимательно следить за тем, как данные о подобных операциях отображаются в балансе активов и пассивов компании. Он считает, что такие сведения необходимо заносить в статью расходов, чтобы было понятным влияние такой системы поощрения служащих на сумму прибыли, заявленной в финансовых отчетах компании. Подобный подход кажется настолько очевидным, что он должен приниматься безоговорочно. К сожалению, не все компании оценивают ситуацию именно таким образом.

По мнению Уоррена Баффета, существует еще один аспект заведомой готовности многих высших руководителей к чрезмерно завышенной оплате своей работы. В своем обращении к акционерам Berkshire Hathaway за 2003 год Баффет пишет: «Когда высшие должностные лица или их представители приходят на переговоры в комитет по выплате премий и компенсаций, очень часто одна из сторон (в частности, должностное лицо) проявляет чрезмерный интерес к условиям оплаты. Например, высшие должностные лица практически всегда считают слишком большой разницу между получением права на приобретение 100 тысяч и 500 тысяч акций компании. Однако членам комитета по выплате премий и вознаграждений такая разница может показаться несущественной, в особенности если размер такого вознаграждения, как и бывает на самом деле во многих компаниях, никак не сказывается на сумме доходов компании, заявленных в ее финансовых отчетах. При таких условиях подобные переговоры во многих случаях носят сугубо формальный характер» [26].

То, что Уоррен Баффет принимает эту проблему близко к сердцу, подтверждается его реакцией на обнародованное в апреле 2003 года заявление компании Amazon о том, что затраты компании на поощрение служащих продажей акций будут заноситься в статью расходов. Баффет написал генеральному директору Amazon Джефу Безосу, что это потребовало «особой смелости» и что его решение «получит признание и будет вознаграждено» [27]. Неделю спустя Баффет купил на 98,3 млн долл. высокодоходных облигаций Amazon.

### **Проблемы фальсификации и вуалирования финансовой отчетности**

Каждый, кто читал ежедневно выходящие газеты во второй половине 2001 года, не мог не заметить растущую волну корпоративных злоупотреблений. На протяжении нескольких месяцев все мы с чувством, граничившим с ужасом, наблюдали, как один скандал сменяется другим и как в этих скандалах оказываются замешанными самые известные в мире американского бизнеса люди. Все происходившие события имели много общего: центром каждого скандала была финансовая отчетность. Предметом публичных обсуждений стали злоупотребления в сфере финансовой отчетности компаний. Кроме того, в них оказались замешаны внешние аудиторы, которые и должны были проверять бухгалтерские отчеты компаний.

Безусловно, в конце концов, менеджеров, прикрывающих трудности текущей деятельности посредством подтасовки финансовой отчетности компании, ожидают большие проблемы [28].

*Уоррен Баффет, 1991 год*

[Обратите внимание на то, когда были сказаны эти слова.]

Несомненно, на самом деле проблема намного шире, чем махинации с финансовой отчетностью. В основе этого феномена лежит алчность, ложь и преступные действия должностных лиц. Однако финансовые отчеты, составляемые в компании, позволяют обнаружить признаки возникающих проблем. В своем обращении к акционерам Berkshire Hathaway за 2002 год Уоррен Баффет призвал инвесторов внимательно изучать годовые отчеты. «Если вы на протяжении последних нескольких лет читаете финансовые отчеты, — писал он, — то видели изобилие так называемых таблиц с отчетами о прибылях и убытках, — таблиц, в которых высшие менеджеры компаний неизменно отображают данные о прибыли, существенно превышающие те цифры, которые установлены аудиторами. Предоставляя держателям акций компании информацию в таком виде, CEO как будто говорит им: «Не учитывайте это, не принимайте к сведению то, — обращайтесь внимание только на то, что формирует большую прибыль». Во многих случаях менеджеры компаний составляют такие завуалированные финансовые отчеты для акционеров своих компаний, даже не стесняясь этого» [29].

Такие скандалы вызывают у Баффета откровенное отвращение. «Появившиеся в последнее время вопиющие злоупотребления подорвали доверие многих миллионов акционеров». Уоррен Баффет осуждает бурные времена 1990-х годов — период быстрого обогащения, который он называет «большим пузырем» — за нарушение норм корпоративной этики. «Когда курс акций начал расти, — говорит Баффет, — этические нормы поведения менеджеров начали падать. К концу 1990-х высшие руководители, оказавшиеся на прямом пути к успеху, практически не встречали никакого противодействия. Слишком многие из них поступали непорядочно, фальсифицируя данные и получая непомерно высокую оплату за заурядные достижения в бизнесе» [30]. И во многих случаях члены совета директоров, на которых

возложена ответственность за рост собственного капитала компании, не справлялись с этой задачей.

### **Неспособность членов совета директоров противостоять исполнительному руководству компании**

По мнению Уоррена Баффета, проблемы с управлением компаниями в определенной степени обусловлены позорной склонностью членов совета директоров легкомысленно одобрять все действия топ-менеджеров компании. Это вопрос независимости и выдержки членов совета директоров или степени их готовности честно выполнять возложенные на них обязанности, рискуя вызвать недовольство директората компании. Такая готовность, или ее отсутствие, проявляется на каждом заседании совета директоров по всей стране.

«Настоящая независимость, или готовность противостоять натиску генерального исполнительного директора компании, в случае когда его действия оказываются ошибочными или нелепыми, — это чрезвычайно ценное качество члена совета директоров, — пишет Уоррен Баффет. — Однако это качество встречается очень редко. Искать его следует среди людей с высокими моральными принципами, интересы которых совпадают с интересами рядовых акционеров». Уоррен Баффет разъясняет свою позицию, описывая, какие качества он ценит в членах совета директоров Berkshire Hathaway: «Безукоризненная честность, умение здраво мыслить в деловых вопросах, ориентация на интересы акционеров и неподдельная заинтересованность в делах компании» [31].

## **Оценка эффективности менеджмента**

Уоррен Баффет первым признал, что оценка уровня профессионализма менеджеров по таким параметрам, как рационализм, искренность и независимость мышления — это задача более трудная по сравнению с измерением финансовых результатов деятельности компании, потому что человек более сложен по своей природе, чем финансовый отчет.

В действительности многие специалисты считают, что, поскольку деятельность человека носит неопределенный и расплывчатый характер, невозможно оценить эффективность менеджера достаточно

точно, и это лишает всякого смысла решение этой задачи. По мнению таких специалистов, отсутствие возможности получить результаты измерений с точностью до десятичного знака автоматически означает отсутствие самого объекта для измерений. Другие эксперты придерживаются точки зрения, что эффективность менеджмента в полной мере можно проследить по статистическим данным о результатах деятельности компании, таким как объем продаж, коэффициент рентабельности (ROA), коэффициент рентабельности акционерного капитала (ROE), поэтому нет никакой необходимости в использовании других критериев оценки.

Обе точки зрения имеют определенные основания, но ни одна из них не обладает достаточной силой, чтобы поставить под сомнение исходную предпосылку о значимости определения уровня профессионализма менеджера. Необходимость оценки эффективности работы менеджера вытекает из того, что результаты этой оценки помогают заблаговременно обнаружить признаки возникновения проблем, связанных с финансовым состоянием компании. Внимательный анализ намерений и действий менеджеров позволяет получить информацию, которая поможет определить эффективность их работы задолго до того, как это найдет свое отражение в финансовых отчетах компании или на страницах газет, в колонках с информацией о курсах акций на фондовой бирже. Такая оценка потребует напряженных усилий и выполнения рутинной работы, и этого может оказаться достаточно, чтобы привести в уныние слабых духом и ленивых. Однако тот, кто справится с этой задачей, только выиграет от этого.

Как приступить к сбору необходимой информации? Уоррен Баффет дает несколько советов. Он предлагает проанализировать несколько годовых отчетов за ряд предыдущих лет, обратив особое внимание на стратегические планы компании, составленные ее менеджерами. Затем необходимо сопоставить эти планы с текущими результатами деятельности компании, для того чтобы определить степень реализации этих планов. Кроме того, целесообразно сопоставить стратегические планы, составленные несколько лет назад, со стратегией и идеями на текущий период и определить, насколько изменился образ мыслей менеджеров. Уоррен Баффет также считает, что было бы очень полезно сравнить годовые отчеты компании, представляющей интерес для инвестора, с отчетами конкурирующих компаний того же

профиля. Не всегда удается обнаружить случаи точного дублирования фрагментов годовых отчетов, но даже сравнительный анализ относительных показателей эффективности работы менеджеров компании позволяет глубже понять ценность этой компании для инвестора.

Я читаю годовые отчеты компании, которую я оцениваю, а также годовые отчеты ее конкурентов. Это основной источник необходимой информации.

*Уоррен Баффет, 1993 год*

Мы любим простоту во всем. Председатель совета директоров должен иметь возможность просто сидеть и читать годовые отчеты [32].

*Чарли Мангер, 1993 год*

Расширяйте свой круг чтения. Ищите в газетах и финансовых журналах статьи о компании, представляющей для вас интерес, а также обо всей отрасли в целом. Читайте высказывания высших должностных лиц этой компании, а также высказывания других людей о них. Если вы узнали, что председатель совета директоров компании недавно выступил с речью или докладом, возьмите копию в отделе по связям с инвесторами и внимательно ознакомьтесь с документом. Заходите на сайт компании, чтобы получить оперативную информацию о ее текущей деятельности. Используйте любые возможные способы для развития своей интуиции. Чем больше вы укрепляете привычку чутко воспринимать информацию об интересующих вас компаниях, тем легче вам будет принять окончательное решение.

Как ни печально говорить об этом, но необходимо отметить, что документы, которые изучает инвестор, с большой степенью вероятности могут содержать завышенные данные, могут быть предприняты попытки ввести инвестора в заблуждение. Всем известны названия компаний, которые придерживаются такой линии поведения. Они — изгои американского бизнеса. Руководители некоторых из них, оказавшись в тюрьме, получают в свое распоряжение достаточно времени, чтобы переосмыслить свои действия. Иногда махинации выполняются настолько мастерски, что даже специалистам в области судебной бухгалтерии трудно их обнаружить. Как же в таком случае обычный инвестор, не обладающий специальными знаниями, может разобраться в том, что происходит в компании?

Ответ на этот вопрос звучит удручающе: это невозможно. Рядовой инвестор может научиться читать финансовые отчеты и балансовые ведомости, и он должен это делать, но, если в документах есть явные подтасовки и ложь, обнаружить это практически невозможно.

Я не утверждаю, что в этом случае следует сдаваться. Инвестор должен продолжать анализ состояния дел в компании и всегда должен быть готов к обнаружению признаков возникновения проблем. Неудивительно, что Уоррен Баффет дает инвесторам ряд полезных советов по этому поводу [33].

- «Остерегайтесь компаний, демонстрирующих плохую организацию бухгалтерского учета». Этими словами Баффет предупреждает инвесторов о необходимости проявлять осторожность по отношению к компаниям, в которых поощрение служащих продажей акций не заносится в статью расходов. Это явный признак того, что в финансовых отчетах этой компании имеется подтасовка и других данных.
- Еще один сигнал опасности: «непонятные примечания к финансовым отчетам». Уоррен Баффет утверждает, что, если инвестор не может разобраться в таких примечаниях, ему не следует относить это на счет своей некомпетентности; это излюбленный метод менеджеров, желающих скрыть от инвестора ту или иную информацию.
- «Не доверяйте компаниям, во всеуслышание объявляющим о гарантированной будущей прибыли». Никому не дано знать будущее, и ни один руководитель компании, который претендует на это, не стоит доверия инвестора.

В заключение следует отметить, что Уоррен Баффет стремится к сотрудничеству с менеджерами, которые говорят то, что думают, и ведут себя искренне как по отношению к акционерам, так и по отношению к рабочим и служащим своих компаний. Его непреклонная приверженность к соблюдению этических норм поведения как к необходимому условию ведения бизнеса приобрела еще большее значение после вспышки корпоративных скандалов. В то же время Уоррен Баффет первым признал бы, что такая позиция сама по себе не обезопасит

инвесторов от поражений, обусловленных мошенничеством высших должностных лиц компании.

Я должен добавить и свое предостережение. Я не могу обещать, что следование описанным в данной книге принципам, составляющим суть пути Уоррена Баффета, сможет защитить инвестора на все 100%. Если должностные лица компании со знанием дела вводят инвесторов в заблуждение посредством фальсификации данных в финансовых отчетах или другими незаконными методами, в таком случае очень трудно, зачастую просто невозможно, обнаружить такое мошенничество вовремя. В итоге лица, совершившие такие должностные преступления, окажутся в тюрьме, однако акционерам к тому времени уже будет нанесен серьезный ущерб, и они потеряют свои деньги. По этому поводу я могу сказать следующее: если инвестор придерживается осторожного, вдумчивого подхода к анализу возможных объектов для инвестиций (подхода, которому учит нас Уоррен Баффет) и если у него найдется время провести серьезную предварительную проверку интересующих его компаний, окончательное решение, которое он примет, скорее окажется правильным, чем неправильным. Несомненно, такой инвестор окажется в более выигрышном положении по сравнению с теми, кто волей-неволей принимает решения под влиянием информации, полученной из газет и по слухам.

# Глава 7

## Руководство по инвестированию: что следует знать о финансах интересующей вас компании

Финансовые критерии, с помощью которых Уоррен Баффет оценивает как эффективность менеджмента, так и экономические результаты деятельности компании, основаны на некоторых принципах, характерных именно для деятельности этого великого инвестора. Прежде всего, Уоррен Баффет не относится слишком серьезно к результатам работы компании за год. Вместо этого он внимательно изучает средние показатели работы компании за четыре-пять лет. Баффет отмечает, что во многих случаях получение компанией прибыльных результатов от своего бизнеса может не совпадать с промежутком времени, за который наша планета делает один оборот вокруг Солнца.

Уоррен Баффет также не считает нужным слишком усердно анализировать финансовую отчетность, в которой приводятся впечатляющие результаты работы за год, но которые, однако, не представляют собой настоящих ценностей. Он оценивает результаты деятельности компании на основании ряда финансовых принципов, никогда не теряющих своей актуальности.

- Фокусируйте внимание на показателе «доходность акционерного капитала» (ROE), а не на показателе «чистая прибыль в расчете на одну акцию» (EPS).
- Вычисляйте «прибыль собственников» для определения действительной стоимости компании.

- Ищите компании с высоким уровнем коэффициента рентабельности.
- Ищите компании, в которых на каждый доллар нераспределенной прибыли приходится по меньшей мере один доллар рыночной стоимости компании.

## Доходность акционерного капитала

Результаты деятельности компании за год принято оценивать по величине показателя чистой прибыли, приходящейся на одну акцию (EPS). Увеличился ли он за предыдущий год? Достаточно ли он высок, чтобы это могло быть предметом гордости компании? Уоррен Баффет считает прибыль в расчете на акцию не более чем дымовой завесой. В связи с тем что многие компании оставляют нераспределенной часть своей прибыли за предыдущий год с целью увеличения объема собственного капитала, Баффет не видит смысла обращать внимание на рекордно высокие показатели прибыли в расчете на акцию. Нет ничего интересного в росте EPS на 10%, если компания в то же время увеличивает свой собственный капитал на 10%. Баффет считает, что это ничем не отличается от внесения денег на депозитный счет с последующим начислением процентов на основную сумму и на проценты, начисленные на эту сумму.

По мнению Уоррена Баффета, критерием экономической эффективности работы компании можно считать коэффициент доходности акционерного капитала (ROE), определенный без учета заемного капитала, а также без использования подтасовок финансовых показателей и т. д., а не постоянный прирост прибыли в расчете на акцию [1]. Для оценки эффективности работы компании за год Уоррен Баффет предпочитает использовать коэффициент доходности акционерного капитала — отношение объема операционной прибыли компании к акционерному капиталу.

Однако для использования этого коэффициента необходимо сделать некоторые корректировки. Во-первых, все рыночные ценные бумаги компании должны оцениваться по цене их покупки (то есть по их балансовой стоимости), а не по рыночной стоимости, поскольку на показателе ROE отдельных компаний может существенно сказываться рыночная стоимость их ценных бумаг. Например, если

на протяжении одного года имел место значительный рост фондового рынка, что, в свою очередь, привело к увеличению чистой стоимости компании, действительно выдающиеся результаты деятельности компании за год теряют свою значимость при использовании большего знаменателя в формуле определения доходности акционерного капитала. Напротив, падение курсов ценных бумаг на фондовом рынке приводит к сокращению акционерного капитала компании, а это, в свою очередь, означает, что посредственные текущие результаты деятельности этой компании выглядят намного более многообещающими, чем они есть на самом деле.

Во-вторых, необходимо также учитывать воздействие различных нестандартных факторов на числитель коэффициента доходности акционерного капитала. Уоррен Баффет исключает из рассмотрения прибыль от прироста основного капитала или потери от снижения рыночной стоимости капитала, также увеличение или сокращение объема текущей прибыли компании под влиянием тех или иных исключительных обстоятельств. Баффет пытается очистить результат работы компании за год от влияния специфических факторов. Ему необходимо знать, насколько хорошо руководство компании справляется с задачей получения операционной прибыли за счет использования имеющегося капитала. По словам Баффета, это единственный оптимальный критерий, позволяющий оценить экономическую эффективность действий руководства компании.

Помимо всего прочего, Баффет убежден, что компания должна добиваться высокого уровня ROE, используя для этого небольшие займы или не прибегая к их помощи вообще. Известно, что компания может увеличить прибыль на инвестированный капитал посредством увеличения коэффициента соотношения между заемным и собственным капиталом. Об этом знает и Баффет, но его не привлекает перспектива небольшого увеличения коэффициента доходности акционерного капитала Berkshire Hathaway за счет привлечения дополнительного заемного капитала. «Хорошие решения по вопросам ведения бизнеса или по вопросам инвестиций, — говорит он, — способны дать хорошие результаты без малейшего увеличения финансового левериджа» [2]. Более того, компании, несущие большую долговую нагрузку, становятся уязвимыми во время снижения темпов экономического развития.

Уоррен Баффет не дает никаких рекомендаций относительно того, какой уровень задолженности приемлем или неприемлем для ведения

бизнеса. Различные компании, в зависимости от потока денежных поступлений, могут привлекать разный объем заемного капитала. Единственное, чему учит Баффет, — это тому, что хорошая компания способна достичь достаточно высокого уровня прибыли на акционерный капитал без увеличения задолженности. Инвесторам следует осторожно относиться к компаниям, которые могут выходить на хорошее значение ROE только за счет привлечения значительных заемных средств.

### **Coca-Cola Company**

В своем плане оздоровления компании, получившем название «Стратегия на 1980-е годы», Роберто Гоизуэта подчеркнул, что компания Coca-Cola откажется от всех направлений бизнеса, которые не обеспечивают приемлемого уровня рентабельности использования акционерного капитала. Любое новое венчурное предприятие должно обладать достаточным потенциалом развития, чтобы инвестиции в него можно было считать оправданными. Компания Coca-Cola больше не была заинтересована в отвоевывании своей доли на застойном рынке. «Повышение уровня прибыли в расчете на акцию и результирующее повышение прибыли на акционерный капитал по-прежнему остается самой главной задачей для компании», — заявил Роберто Гоизуэта [3]. За его словами последовали действия. В 1983 году подразделение компании Coca-Cola, занимавшееся выпуском вина, было продано компании Seagram's.

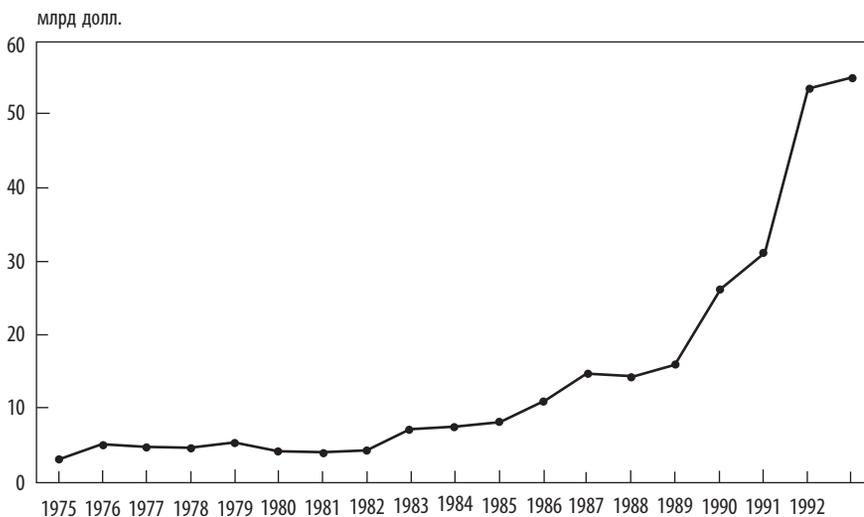
В 1970-х годах коэффициент доходности акционерного капитала компании Coca-Cola достиг достаточно большого значения — 20%, однако на Роберто Гоизуэта это не произвело особого впечатления. Он потребовал увеличения прибыли на акционерный капитал, и компания обязалась обеспечить такие результаты. К 1988 году коэффициент доходности акционерного капитала возрос до 31,8% (см. рис. 7.1).

За период, на протяжении которого компанией Coca-Cola управлял Роберто Гоизуэта, финансовые результаты деятельности компании увеличились в два и в три раза по сравнению с аналогичными показателями, которых удалось добиться предыдущему CEO Coca-Cola. Это можно было увидеть по динамике рыночной стоимости компании Coca-Cola. В 1980 году рыночная стоимость компании была равна 4,1 млрд долл. К 1987 году, даже после обвала фондового рынка в октябре этого года, рыночная стоимость компании

возросла до 14,1 млрд долл. (см. рис. 7.2). На протяжении семи лет среднегодовые темпы роста рыночной стоимости компании Соса-Кола составили 19,3%.



**Рис. 7.1.** Эффективность бизнеса компании Соса-Кола: показатели доходности акционерного капитала и коэффициент рентабельности бизнеса



**Рис. 7.2.** Рыночная стоимость компании Соса-Кола

## The Washington Post Company

Когда в 1973 году Уоррен Баффет купил пакет акций компании Washington Post, коэффициент доходности акционерного капитала этой компании составлял 15,7%. Этот показатель был средним для всех газетных издательств и лишь немного превышал доходность индекса Standard & Poor's Industrial. Однако всего за пять лет коэффициент ROE Washington Post удвоился. К концу этого пятилетнего периода значение коэффициента доходности акционерного капитала компании в два раза превышало соответствующий показатель S&P Industrial и на 50% — среднее значение этого показателя для газетного бизнеса. На протяжении следующих десяти лет компания Washington Post удерживала свое превосходство, достигнув в 1988 году значения коэффициента доходности акционерного капитала, равного 36,3.

Эти цифры, превышающие средние показатели, производят еще большее впечатление, если обратить внимание на то, что на протяжении длительного периода времени компания Washington Post придерживается стратегии сокращения уровня своей задолженности. В 1973 году отношение долгосрочного долга компании к объему акционерного капитала достигло уровня 37,2% — это был второй по величине показатель среди газетных издательств. Удивительно, что до 1978 года Кэтрин Грэхем удалось сократить долг компании на 70%. В 1983 году отношение долгосрочной задолженности компании к объему акционерного капитала снизилось до 2,7%, что составило одну десятую часть от среднего показателя по газетным издательствам. В то же время компания Washington Post обеспечила доходность акционерного капитала, на 10% превысившую соответствующие показатели других компаний этой же отрасли.

## «Прибыль собственников»

Инвесторы, по мнению Уоррена Баффета, должны обращать внимание на то, что балансовая прибыль в расчете на акцию — это только отправная точка определения экономической ценности бизнеса, которым занимается компания. «Прежде всего, необходимо понять, — говорит Баффет, — что не вся прибыль является равнозначной» [4]. В компаниях с высоким значением коэффициента «активы/прибыль»,

как правило, мы имеем дело с эрзац-прибылью. Это объясняется тем, что вследствие инфляции прибыль компаний, «перегруженных» активами, приобретает иллюзорный характер. Следовательно, данные о балансовой прибыли могут быть полезны для финансового анализа только в том случае, если с их помощью можно составить ориентировочный прогноз денежных потоков компании.

Однако, как предостерегает Баффет, даже движение денежных потоков нельзя считать идеальным критерием оценки компании. Во многих случаях такая оценка вводит инвесторов в заблуждение. Анализ движения денежных средств — это прекрасный способ определения стоимости компаний, бизнес которых начинается с больших инвестиций, но чьи издержки в дальнейшем не очень велики. К числу таких относятся компании по недвижимости, разработке газовых месторождений, а также по предоставлению услуг кабельной связи. Однако компании, бизнес которых связан с постоянным наращиванием капитальных затрат, например предприятий обрабатывающей промышленности, сложно оценить точно только на основании движения денежных потоков.

Денежные потоки, как правило, определяются следующим образом: к чистой прибыли (после налогообложения) добавляются амортизационные отчисления и другие некассовые затраты. По мнению Уоррена Баффета, проблема этого определения заключается в том, что в нем не учитывается очень важный экономический фактор — капитальные затраты. Какую часть прибыли, полученную за год, компании приходится вкладывать в приобретение нового оборудования, в модернизацию производственных предприятий, а также в другие мероприятия по совершенствованию своей работы, направленные на поддержание ее экономического положения и обеспечения выпуска продукции в необходимом объеме? Уоррен Баффет считает, что 95% американских компаний требуют капитальных затрат, объем которых приблизительно равен объему затрат на износ и амортизацию. Он утверждает, что можно отсрочить капитальные затраты на год или два, но если делать это на протяжении длительного периода, не модернизируя и не развивая бизнес компании, то в ее деятельности неизбежно произойдет спад. Капитальные затраты — это такая же статья расходов компании, как и затраты на оплату труда и коммунальные услуги.

Популярность метода расчета стоимости компании на основании данных о движении денежных средств возросла в 1980-х годах, когда

получила широкое распространение практика выкупа контрольного пакета акций компании за счет кредита, поскольку в тот период непомерно высокие цены на акции компаний были оправданы потоком денежных поступлений в этих компаниях. Уоррен Баффет убежден в том, что данные о движении денежных потоков часто используются специалистами по операциям с недвижимостью и ценными бумагами, для того чтобы оправдать то, что не имеет оправдания, и таким образом продать то, что не пользуется спросом. Когда оказывается, что прибыли компании недостаточно для обслуживания бросовых облигаций или для оправдания абсурдных курсов акций, как нельзя кстати приходится возможность акцентировать внимание на движении денежных средств [5]. Однако Баффет предупреждает, что не следует фокусировать внимание на этом без учета капитальных затрат.

Вместо данных о движении денежных средств Уоррен Баффет использует такой критерий оценки компании, он называет его «прибылью собственников», для чего к чистой прибыли компании добавляется износ и амортизация и вычитаются капитальные затраты и другие дополнительные оборотные средства, которые могут понадобиться компании в процессе ее деятельности. Баффет признает, что этот показатель нельзя назвать математически точным, потому что подсчет будущих капитальных затрат во многих случаях основывается на приблизительных оценках. Кроме того, цитируя Кейнса, Баффет говорит: «Я предпочитаю быть почти правым, чем точно неправым».

### **Coca-Cola Company**

В 1973 году «прибыль собственников» (чистая прибыль плюс амортизация минус капитальные затраты) компании Coca-Cola составила 152 млн долл. К 1980 году этот показатель вырос до 262 млн долл., при совокупных темпах годового роста 8%. Затем с 1981 по 1988 год прибыль собственников выросла с 262 млн до 828 млн долл., что соответствовало 17,8% совокупного годового роста за этот период (см. рис. 7.3).

Рост прибыли собственников отобразился на цене акций компании Coca-Cola. За десять лет, с 1973 по 1982 год, совокупная прибыль компании увеличивалась в среднем на 6,3% в год. На протяжении следующих десяти лет, с 1983 по 1992 год, среднегодовые темпы роста совокупной прибыли Coca-Cola составили 31,1%.

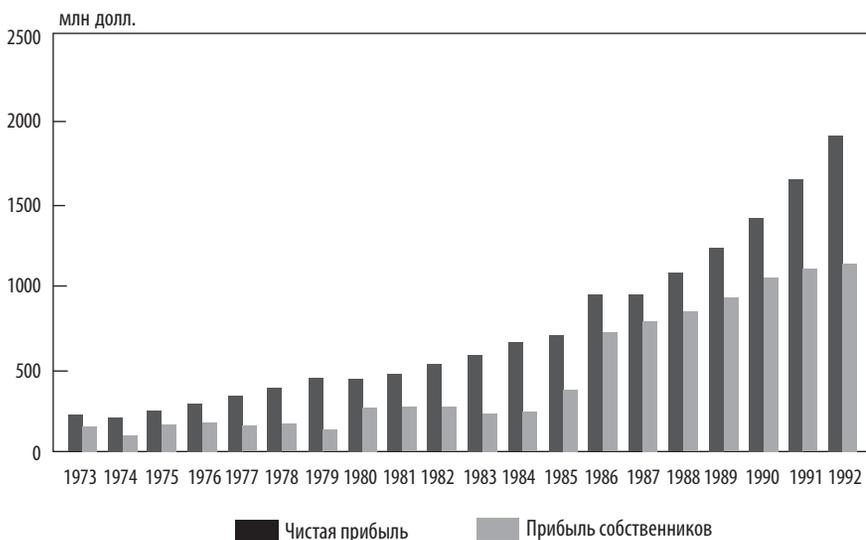


Рис. 7.3. Чистая прибыль и «прибыль собственников» компании Coca-Cola

## Коэффициент рентабельности бизнеса

Как и Филип Фишер, Уоррен Баффет считает, что инвестиции крупных компаний приобретают неоптимальный характер, если их топ-менеджеры не могут извлечь прибыль из своей выручки. Баффет по опыту знает, что руководство компаний с высокими издержками стремится отыскать все новые и новые способы непрерывного увеличения накладных расходов, тогда как менеджеры компаний с низкими издержками всегда ищут способы сокращения расходов.

Для Уоррена Баффета неприемлемо сотрудничество с менеджерами, которые допускают повышение уровня издержек. Во многих случаях этим же менеджерам приходится инициировать программы реструктуризации бизнеса, чтобы привести затраты в соответствие с доходами от продаж. Каждый раз, когда та или иная компания объявляет о развертывании программы сокращения затрат, Баффет знает, что руководство этой компании не совсем понимает, какой вред связанные с этим расходы могут нанести владельцам компании. «Действительно хороший менеджер, — говорит Уоррен Баффет, — это не тот кто просыпается утром и говорит: “Сегодня я начну сокращать

издержки”. Это то же самое, что проснуться утром и принять решение дышать» [6].

Уоррен Баффет знает, какой должна быть оптимальная численность персонала компании. Кроме того, по его мнению, на каждый доллар, полученный от продаж продукции компании, требуется приемлемый уровень затрат. С этой точки зрения, Баффет отдал должное Карлу Рейхардту и Полу Хейзену из компании Wells Fargo за их жесткую борьбу с ненужными расходами. «Они не терпят, когда численность персонала компании больше, чем это необходимо, и энергично занимаются сокращением затрат и тогда, когда уровень прибыли достигает рекордного значения, и тогда, когда уровень прибыли снижается», — говорит Уоррен Баффет [7].

Сам Баффет также может проявлять жесткость, когда речь идет об издержках и ненужных расходах, и он очень щепетилен по отношению к коэффициенту рентабельности компании Berkshire Hathaway. Безусловно, Berkshire Hathaway — уникальная компания. Численность персонала компании, работающего в офисе на Kiewit Plaza, не превышает половины численности софтбольной\* команды. В Berkshire Hathaway нет юридического отдела, а также отдела по связям с общественностью или инвесторами. В компании нет также отделов стратегического планирования, укомплектованных дипломированными магистрами делового администрирования, которые занимались бы составлением планов слияний и поглощений. Накладные расходы Berkshire Hathaway составляют меньше 1% от объема операционной прибыли компании (после налогообложения). Если сравнить этот показатель с соответствующими показателями других компаний, оказывается, что многие из них при таком же объеме доходов несут 10% затрат. Это означает, что акционеры теряют 9% от стоимости своих активов только вследствие избыточных накладных расходов.

## The Pampered Chef

Как уже упоминалось выше, Дорис Кристофер основала свою компанию, взяв в кредит 3 тыс. долл. под семейный полис страхования жизни и больше никогда не брала деньги в долг. Сейчас объем продаж ее компании составляет 700 млн долл.

---

\* Софтбол (англ. softball) — спортивная командная игра с мячом, аналог бейсбола.  
Прим. ред.

Клиенты Pampered Chef оплачивают покупки при их оформлении, поэтому бизнес, которым занимается компания, обеспечивает превышение поступлений над выплатами. Алан Люс, президент компании Luce & Associates из Орlando (штат Флорида), предоставляющей консультации в сфере прямых продаж, оценивает коэффициент рентабельности Pampered Chef (до вычета налогов) в 25%.

### **Coca-Cola Company**

В 1980 году коэффициент рентабельности компании Coca-Cola (до налогообложения) составлял всего 12,9%. На протяжении пяти лет он снижался и оказался существенно ниже соответствующего показателя за 1973 год, который был равен 18%. За первый год своего пребывания на должности руководителя компании Роберто Гоизуэта смог поднять коэффициент рентабельности Coca-Cola до 13,7%. До 1988 года, когда Уоррен Баффет приобрел акции компании Coca-Cola, значение коэффициента рентабельности возросло до рекордно высокого значения — 19%.

### **The Washington Post Company**

В 1971 году компания Washington Post стала открытым акционерным обществом. Шесть месяцев спустя Кэтрин Грэхем встретила с финансовыми аналитиками с Уолл-стрит. На этой встрече она сказала, что главная задача компании Washington Post заключается в максимальном увеличении рентабельности бизнеса. Кэтрин Грэхем сообщила специалистам Уолл-стрит, что прибыль телецентров, входящих в состав компании, а также еженедельника Newsweek продолжает расти, однако прибыльность газетного издательства Washington Post снижается. По ее словам, главная причина сложившегося положения заключалась в высоких издержках производства, а именно в больших затратах на оплату труда.

После приобретения Times-Gerald прибыль компании начала резко колебаться. Каждый раз, когда профсоюзы выступали против газеты (1949, 1958, 1966, 1968, 1969 годы), руководство компании, не желая рисковать закрытием предприятий, шло по пути уступок требованиям рабочих и служащих о повышении заработной платы. В этот период в Вашингтоне (округ Колумбия) по-прежнему функционировали

всего три газетных издательства. На протяжении 1950-х и 1960-х годов увеличение издержек на оплату труда тормозило рост прибыли компании Washington Post. Эту проблему, как сказала г-жа Грэхем специалистам Уолл-стрит, необходимо было решить в ближайшем будущем.

В 1970-х годах истек срок действия договоров между профсоюзами и компанией. Г-жа Грэхем привлекла к переговорам с профсоюзами людей, которые проводили жесткую линию по отношению к ним. Во время забастовки рабочих в 1974 году компания взяла верх в противостоянии с профсоюзной организацией Newspaper Guild. После длительных переговоров работники типографий подписали новый договор между профсоюзами и компанией Washington Post.

В начале 1970-х журнал Forbes писал: «Лучшее, что можно сказать об эффективности работы Washington Post, — это то, что компании удалось добиться уровня рентабельности, который можно было бы назвать «уровнем джентльмена С» [8]. В 1973 году коэффициент рентабельности компании (до налогообложения) составлял 10,8% — это существенно ниже соответствующего коэффициента за 1960-е годы. После успешного пересмотра условий договора с профсоюзами положение в компании Washington Post улучшилось. До 1978 года коэффициент рентабельности компании составил уже 19,3%, что равносильно 80%-ному росту за пятилетний период.

Уверенность Уоррена Баффета в успехе компании Washington Post в полной мере оправдала себя. В 1988 году коэффициент рентабельности компании увеличился до 31,8%, что существенно превысило и средний показатель среди других компаний аналогичного профиля (16,9%), и рентабельность индекса Standard & Poors Industrial Average (8,6%). В последние годы уровень прибылей компании Washington Post несколько снизился, но он по-прежнему превышает средние показатели.

## **Доллар в бизнес — доллар к рыночной стоимости**

Уоррен Баффет всегда ставил перед собой цель выбирать компании, в которых один доллар нераспределенной прибыли трансформируется по крайней мере в один доллар ее рыночной стоимости. По этому

критерию можно быстро идентифицировать компании, руководству которых на протяжении определенного промежутка времени удалось оптимально инвестировать капитал компании. Если нераспределенная прибыль инвестируется в саму компанию и позволяет получить прибыль, превышающую средние показатели, это неизбежно приведет к пропорциональному увеличению рыночной стоимости компании.

Хотя фондовый рынок внимательно следит за стоимостью компании на протяжении длительного периода времени, за любой произвольно взятый год курсы акций компании могут существенно изменяться по причинам, не имеющим отношения к ее стоимости. Как утверждает Уоррен Баффет, то же можно сказать и о нераспределенной прибыли. Если компания на протяжении длительного периода неэффективно использует нераспределенную прибыль, то в итоге рынок совершенно обоснованно понизит курс акций этой компании. Напротив, если руководству компании достаточно долго удастся с эффективностью выше средней использовать средства, направляемые на прирост собственного капитала компании, то рынок реагирует на это ростом биржевой стоимости ее акций.

По мнению Уоррена Баффета, подтверждением того, что он выбрал компанию с благоприятными долгосрочными экономическими перспективами, работающую под руководством способных менеджеров, ориентированных на удовлетворение интересов акционеров, можно считать увеличение рыночной стоимости компании. И здесь Баффет использует тест, который можно быстро провести. Необходимо, чтобы прирост рыночной стоимости компании как минимум был равен объему нераспределенной прибыли. Другими словами, на один доллар нераспределенной прибыли должен приходиться хотя бы один доллар прироста рыночной стоимости компании. Если прирост рыночной стоимости компании превышает объем нераспределенной прибыли, то это еще лучше. В общем, как говорит Уоррен Баффет, «на арене этих гигантских торгов задача инвестора заключается в том, чтобы выбрать компанию с экономическими характеристиками, которые позволяли бы ей на каждый доллар нераспределенной прибыли получать минимум один доллар прироста рыночной стоимости» [9].

## Coca-Cola Company

Начиная с 1988 года, когда Уоррен Баффет начал покупать акции компании Coca-Cola, стоимость этих акций повышалась чрезвычайно высокими темпами — с 10 долл. за одну акцию до 45 долл. в 1992 году. За этот же период рост акций компании Coca-Cola существенно превысил рост индекса Standard & Poor's 500.

За период с 1989 по 1999 год рыночная стоимость компании Coca-Cola увеличилась с 25,8 до 143,9 млрд долл. Этот рост можно более наглядно проиллюстрировать следующим образом. На каждые 100 долл., вложенные в обыкновенные акции Coca-Cola 31 декабря 1989 года, при условии реинвестирования дивидендов, через десять лет приходилось уже по 681 долл. прибыли до вычета налогов, что в среднем составило 21% годового прироста прибыли. За эти же десять лет компания получила 26,9 млрд долл. прибыли, из которой выплатила 10,5 млрд долл. акционерам в виде дивидендов и вложила в свой бизнес в виде нераспределенной прибыли 16,4 млрд долл. На каждый доллар нераспределенной прибыли компания увеличила свою рыночную стоимость на 7,20 долл.

На конец 2003 года первоначальные инвестиции Berkshire Hathaway в акции компании Coca-Cola стоили более 10 млрд долл.

## Gillette

За период с 1988 года, когда Уоррен Баффет впервые начал сотрудничество с компанией, по 1992 год рыночная стоимость компании Gillette возросла на 9,3 млрд долл. За этот период компания заработала 1,6 млрд долл., выплатила 582 млн долл. акционерам и направила на развитие бизнеса 1,011 млрд долл. На каждый доллар прироста нераспределенной прибыли рыночная стоимость компании выросла на 9,21 долл.

Глубокий анализ финансового состояния компании — задача не из легких, поскольку ни один инвестор, если только он не Уоррен Баффет, практически не имеет доступа к такой информации о частной компании. Тем не менее, как учил нас сам Уоррен Баффет, эти усилия вполне оправданны, потому что они позволяют раскрыть важную информацию о компании.

После серии скандалов вокруг махинаций с отчетностью необходимость внимательно анализировать финансовые аспекты деятельности компаний приобрела для инвесторов еще большее значение. Нет никакой гарантии, что эти усилия позволят инвестору узнать всю правду о компании. Тем не менее в этом случае у инвестора есть намного больше шансов обнаружить фальсифицированные данные о деятельности компании, чем если бы он ничего не предпринимал. «Менеджеры, которые неизменно обещают выйти на “нужные показатели”, в какой-то момент начнут подделывать их» [10]. Цель инвестора — научиться определять правду.

# Глава 8

## Руководство по инвестированию: что следует знать о стоимости интересующей вас компании

Все рассмотренные до сих пор аспекты руководства по инвестированию были посвящены одному — покупать или не покупать акции компании. Теперь инвестор должен дать себе ответ на два вопроса. Достаточно ли хороша стоимость компании? Целесообразно ли покупать эту компанию (или ее акции) именно сейчас? Другими словами, насколько выгодна ее цена?

Курс акций компании устанавливается на фондовом рынке. Инвестор определяет их стоимость, тщательно взвесив всю известную ему информацию о бизнесе компании, ее менеджменте и финансовом положении. Цена и стоимость — понятия не всегда тождественные. Уоррен Баффет часто говорит по этому поводу следующее: «Цена — это то, что вы платите. Стоимость — это то, что вы получаете».

Если бы фондовый рынок функционировал действительно эффективно, то любая доступная информация о состоянии дел в компании незамедлительно отображалась бы на цене ее акций. Но инвесторам хорошо известно, что ситуация на фондовом рынке обстоит совсем иначе. По многим причинам, которые не всегда поддаются логическому объяснению, рыночная цена компании колеблется вокруг ее действительной стоимости то в сторону повышения, то в сторону понижения.

Очень плохо, когда инвестор ложится спать, думая о курсах акций. Целесообразнее думать о стоимости этих акций и о результатах деятельности компании. Курсы акций следует воспринимать как вспомогательную информацию, а не как руководство к действию [1].

*Уоррен Баффет, 2003 год*

Теоретически инвесторы должны принимать решения, учитывая различие между ценой и стоимостью акций компании. Если цена акции меньше удельной величины ее действительной стоимости, то разумный инвестор принимает решение покупать эти акции. Если цена компании выше ее стоимости, то разумный инвестор воздержится от покупки.

По мере смены различных этапов жизненного цикла компании мудрый инвестор периодически пересматривает соотношение стоимости акций компании и их рыночных цен и в соответствии с результатами такой переоценки принимает решения о покупке, продаже или сохранении акций.

Резюмируя, скажем, что процесс принятия рациональных инвестиционных решений состоит из двух этапов.

1. Определение стоимости акций компании.
2. Приобретение акций — в случае если они продаются по цене, которая значительно ниже ее действительной стоимости.

## Определение стоимости бизнеса

Финансовые аналитики используют много разнообразных формул для определения величины действительной стоимости компании. Некоторые из них отдают предпочтение упрощенным методам — низкое значение коэффициента «рыночная цена акции / чистая прибыль на одну акцию» ( $P/E$ ), низкое значение коэффициента «рыночная цена акции / балансовая стоимость акции» ( $P/B$ ), высокое значение дивидендной доходности. Однако Уоррен Баффет считает, что наилучший метод определения фактической стоимости компании разработал Джон Бэрр Уильямс более шестидесяти лет назад (см. главу 2). Баффет, так же как и многие другие инвесторы, использует модель дисконтирования дивиденда (представленную в книге Уильямса «Теория инвестиционной стоимости»<sup>\*</sup> в качестве лучшего метода определения действительной стоимости ценных бумаг.

Парефразируя Уильямса, Уоррен Баффет говорит, что стоимость компании эквивалентна общей сумме ожидаемого потока чистых

---

<sup>\*</sup> Англ.: The Theory of Investment Value.

денежных поступлений (прибыль собственника) за все время жизни компании, дисконтированного по соответствующей процентной ставке. Баффет считает этот метод самым приемлемым для определения целесообразности инвестиций в различные объекты: государственные облигации, корпоративные облигации, обыкновенные акции, многоквартирные жилые здания, бензозаправки, фермерские хозяйства.

С математической точки зрения определение действительной стоимости объекта для инвестиций аналогично оценке стоимости облигации. Известно, что фактическая стоимость облигаций равняется суммарной дисконтированной стоимости всех будущих денежных поступлений от нее — процентных выплат и номинала. Полученное значение и определяет фактическую стоимость облигации. Для того чтобы оценить стоимость компании, инвестору необходимо определить такой же «купонный доход», который компания предположительно получит за определенный период, и привести его стоимость к величине текущей стоимости по существующей ставке дисконтирования. «Оцененные таким образом, — говорит Баффет, — все компании, начиная с производителей автомобильных антенн и заканчивая операторами мобильной связи, становятся равными с точки зрения экономической рентабельности их бизнеса» [2].

Подводя итоги изложенных выше рассуждений, можно сказать, что вычисление текущей стоимости компании предусматривает, во-первых, оценку общего объема прибыли, которую компания предположительно получит на протяжении своего жизненного цикла, и, во-вторых, приведение полученного значения к текущей стоимости по определенной ставке дисконтирования. (Следует помнить о том, что под словом «прибыль» Баффет имеет в виду так называемую прибыль собственников компании — чистые денежные поступления, скорректированные с учетом капитальных затрат. Об этом идет речь в главе 7).

Для оценки общего объема ожидаемой прибыли инвестор должен, воспользовавшись представленными в этой книге принципами анализа, учесть всю известную ему информацию о характеристиках бизнеса компании, о ее финансовом положении, а также о качестве менеджмента. Что касается второй части формулы, то инвестору необходимо только принять решение относительно того, какой должна быть ставка дисконтирования на текущий момент.

Уоррен Баффет строго придерживается следующего принципа определения целесообразности инвестиций: он ищет компании, прибыль которых в такой же степени прогнозируема и надежна, как и прибыль по облигациям. Баффет считает: если бизнес компании в состоянии на протяжении длительного промежутка времени приносить ей стабильную прибыль и если этот бизнес прост и понятен, в таком случае он может с высокой степенью достоверности определить объем будущей прибыли этой компании. Если же Баффет не может составить надежный прогноз денежных потоков в компании, то он даже не пытается оценить ее стоимость. Он просто исключает такую компанию из списка потенциальных объектов для инвестиций.

Для того чтобы правильно оценить стоимость компании, необходимо определить чистую суммарную величину денежных поступлений, которые будет приносить бизнес компании, начиная с текущего момента и заканчивая «судным днем», и дисконтировать их по подходящей ставке дисконтирования. К этому и сводится весь процесс оценки стоимости компании. Важной частью этой формулы является то, с какой степенью достоверности определен размер ожидаемых денежных поступлений. Некоторые компании более предсказуемы в этом плане по сравнению с другими. Мы стремимся иметь дело с компаниями, деятельность которых поддается прогнозированию [3].

*Уоррен Баффет, 1988 год*

В этом и состоит отличительная особенность подхода Уоррена Баффета. Этот великий инвестор отдает должное высокой динамичности корпорации Microsoft и высоко ценит Билла Гейтса как менеджера. Тем не менее Баффет признает и тот факт, что он не владеет секретом оценки будущей прибыли этой компании. Это и есть именно то, что Уоррен Баффет называет «кругом компетентности». Он недостаточно хорошо знает принципы функционирования высокотехнологичной отрасли для составления долгосрочных прогнозов потенциальной прибыли компаний, представляющих ее.

Что касается второго элемента формулы — определения приемлемой ставки дисконтирования, позиция Баффета достаточно проста: ставка дисконтирования должна соответствовать безрисковой ставке. На протяжении многих лет он использовал текущую процентную

ставку по долгосрочным государственным облигациям. Поскольку существует почти стопроцентная уверенность в том, что на протяжении следующих 30 лет правительство США будет выплачивать купоны по своим облигациям, можно утверждать, что процентная ставка по этим облигациям и представляет собой безрисковую ставку дисконтирования.

Когда процентные ставки падают, Баффет поднимает ставку дисконтирования. Когда доходность облигаций упала ниже 7%, он поднял ставку дисконтирования до 10% — именно так он чаще всего поступает и сейчас. Если на протяжении какого-то периода процентные ставки повышаются, Баффет успешно использует ставку дисконтирования, равную ставке процента по долгосрочным ценным бумагам. В противном случае он увеличивает маржу безопасности инвестиций на три пункта.

Некоторые ученые заявляют, что ни одна компания, какой бы сильной она ни была, не может прогнозировать прибыли с той же степенью достоверности, с какой выплачиваются проценты по облигациям. Следовательно, утверждают они, в качестве ставки дисконтирования целесообразнее принимать безрисковую ставку доходности *плюс* премия за риск использования акционерного капитала, которая прибавляется для того, чтобы учесть неопределенность будущей прибыли компании. Уоррен Баффет не прибавляет к ставке дисконтирования премию за риск. Вместо этого он полагается на свое умение искать компании с постоянными и предсказуемыми прибылями, а также на маржу безопасности инвестиций, обеспечиваемую, в первую очередь, покупкой компании (или ее акций) по цене, которая значительно ниже действительной стоимости. «Я придаю очень большое значение определенности, — говорит Уоррен Баффет. — При таком подходе идея использования фактора риска в моем понимании не имеет никакого смысла» [4].

## **Coca-Cola Company**

Когда Уоррен Баффет впервые купил пакет акций компании Coca-Cola, многие задавали вопрос: «В чем заключается ценность Соке?». Другими словами, почему Баффет был готов заплатить за акции компании, доходность которых составляла 6,6%, цену, в пять раз превышавшую

их балансовую стоимость? Потому что, как постоянно повторяет великий инвестор, цена акций не имеет ничего общего с их действительной стоимостью, а стоимость акций Coca-Cola, по его глубокому убеждению, очень высока.

Прежде всего следует отметить, что в момент покупки Баффетом первого пакета акций Coca-Cola рентабельность акционерного капитала компании составляла 31% при относительно небольшом объеме капиталовложений. Еще более важно то, что Баффет увидел отличия в методах управления, которых придерживался Роберто Гоизуэта, по сравнению с методами прежнего руководства компании. Поскольку Гоизуэта начал продавать те подразделения компании, которые не приносили прибыли, и стал реинвестировать вырученные средства в высокоприбыльное направление — производство фирменного сиропа, это дало Уоррену Баффету основания рассчитывать на улучшение финансовых показателей компании Coca-Cola. Кроме того, Роберто Гоизуэта начал выкупать акции компании Coca-Cola, обращающиеся на рынке, тем самым еще больше увеличивая экономическую стоимость компании. Все эти факторы учтены Баффетом в процессе исчисления действительной стоимости акций компании Coca-Cola. Описание этих вычислений представлено ниже.

В 1988 году прибыль собственников компании Coca-Cola составила 828 млн долл. Годовая доходность облигаций, выпущенных Министерством финансов США на тридцатилетний период, то есть безрисковая ставка доходности, была в то время равна 9%. Таким образом, по состоянию на 1988 год прибыль собственников Coca-Cola, дисконтированная по ставке 9%, означала, что фактическая стоимость компании равняется 9,2 млрд долл. Когда Баффет купил акции компании Coca-Cola, ее рыночная стоимость была равна 14,8 млрд, на 60% больше, что дало многим экспертам основания думать, что он переплатил. Однако значение 9,2 млрд долл. представляет собой дисконтированную стоимость имевшейся в тот момент прибыли собственников компании Coca-Cola. Если Баффет был готов заплатить более высокую цену, это означает только то, что при подсчете действительной стоимости компании он принял во внимание и возможности ее роста в будущем.

Когда компания способна увеличивать прибыль собственников без дополнительных капиталовложений, вполне приемлемо дисконтировать доход владельцев по ставке, равной разности между безрисковой нормой прибыли и ожидаемым приростом дохода владель-

цев. Анализируя деятельность компании Coca-Cola, можно увидеть, что за период с 1981 по 1988 год прибыль собственников увеличивалась в среднем на 17,8% ежегодно, то есть более высокими темпами по сравнению с безрисковой ставкой доходности.

В подобной ситуации специалисты используют двухэтапную модель дисконтирования. Эта модель предназначена для оценки будущей прибыли компании, если на протяжении нескольких лет темпы ее роста чрезвычайно высоки, после чего следует период устойчивого роста при более умеренных темпах.

Эту двухэтапную процедуру можно использовать для вычисления текущей (по состоянию на 1988 год) стоимости будущих денежных потоков компании Coca-Cola (табл. 8.1). Прежде всего, предположим, что, начиная с 1988 года компания сможет увеличивать прибыль собственников на 15% ежегодно на протяжении десяти лет. Это вполне обоснованное предположение, поскольку этот коэффициент ниже среднего показателя роста за предыдущие семь лет. К концу десятилетнего периода исходный размер прибыли собственников в размере 828 млн долл. увеличился бы до 3,349 млрд долл. Предположим также, что начиная с одиннадцатого года темпы роста снизятся до 5% в год. Используя ставку дисконтирования, равную 9% (что соответствует существовавшей на тот момент доходности долгосрочных облигаций), можно вычислить действительную стоимость компании Coca-Cola на 1988 год — 48,377 млрд долл. (более подробную информацию об этой модели анализа можно найти в разделе «Примечания», приведенном в конце данной книги) [5].

Однако что произойдет, если мы примем решение следовать более осторожному подходу к вычислению действительной стоимости компании и используем другие предположения относительно темпов ее роста? Если предположить, что компания Coca-Cola может увеличивать прибыль собственников на 12% ежегодно на протяжении десяти лет, а затем снизить темпы роста в среднем до 5% в год, то текущая стоимость компании, дисконтированная по ставке 9%, составит 38,168 млрд долл. При 10% роста на протяжении десяти лет и 5% после этого периода стоимость компании Coca-Cola была бы равна 32,497 млрд долл. Если предположить, что темпы роста на протяжении всего расчетного времени составляют всего 5%, стоимость компании будет составлять не менее 20,7 млрд долл. [828 млн долл. разделить на (9–5%)].

Табл. 8.1

**Расчет стоимости компании Coca-Cola (используется расчет дисконтированной величины прибыли собственников, двухэтапная модель дисконтирования (первый этап — десять лет))**

	Год									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Поток денежных средств за предыдущий год, долл.	828	952	1095	1259	1448	1665	1915	2202	2532	2912
Темпы роста (прибавить прирост), %	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
Поток денежных средств	952	1095	1259	1448	1665	1915	2202	2532	2912	3349
Коэффициент дисконтирования (умножить)	0,9174	0,8417	0,7722	0,7084	0,6499	0,5963	0,5470	0,5019	0,4604	0,4224
Дисконтированная стоимость (год)	823	922	972	1026	1082	1142	1204	1271	1341	1415
Сумма текущей стоимости денежных потоков, долл.					11248					
Остаточная стоимость компании										
Поток денежных средств за 10 год			3349							
Темпы роста (g) (прибавить прирост)			5%							
Поток денежных средств за 11 год			3516							
Ставка капитализации (k– g)			4%							
Стоимость на конец 10 года			87900							
Коэффициент дисконтирования на конец года 10 (умножить)			0,4224							
Текущая остаточная стоимость					37129					
Рыночная стоимость компании					48377					

Примечания: предполагаемые темпы роста на первом этапе — 15%; предполагаемые темпы роста на втором этапе — 5%; k = ставка дисконтирования = 9,0%. Суммы приведены в миллионах долларов.

## Gillette

Как было упомянуто в главе 4, в июле 1989 года компания Berkshire Hathaway приобрела пакет конвертируемых привилегированных акций Gillette на сумму 600 млн долл. В феврале 1991 года компания Gillette объявила о расщеплении обычных акций в соотношении два

к одному. Компания Berkshire конвертировала свои привилегированные акции, получив в результате 12 млн обыкновенных акций, или 11% всех обращающихся на рынке акций Gillette.

После конвертации привилегированных акций в обыкновенные компания Berkshire должна была получать дивиденды в расчете 1,7% на одну акцию против 8,75%, которые она получала по конвертируемым привилегированным акциям. С этого момента Berkshire владела уже не ценными бумагами Gillette с фиксированным доходом и с возможностью его повышения, а долей в капитале компании без каких-либо обязательств по выплате дохода. Для того чтобы убедиться в том, что он обладает стоящими инвестициями, акциями Gillette, Баффету необходимо было найти подтверждение обоснованности сделанных инвестиций.

В предыдущих главах книги уже говорилось о том, что бизнес компании Gillette был понятен Уоррену Баффету и что у этой компании имелись благоприятные перспективы для дальнейшего развития. Финансовые показатели компании улучшались, в том числе доходность акционерного капитала (ROE) и коэффициент рентабельности продаж (ROS). Тот факт, что компания Gillette могла поднимать цены на свою продукцию, повышая доходность акционерного капитала до уровня, превышающего средние показатели, свидетельствовал о повышении гудвила компании. CEO Gillette Колман Моклер целенаправленно сокращал долгосрочную задолженность компании и прилагал много усилий для повышения биржевой стоимости ее акций.

В общем, компания Gillette удовлетворяла всем предварительным условиям для покупки ее акций. Уоррену Баффету оставалось только определить стоимость компании, чтобы убедиться в том, что ее цена не завышена.

По состоянию на конец 1990 года прибыль собственников компании Gillette составляла 275 млн долл. Начиная с 1987 года этот показатель увеличивался в среднем на 16% ежегодно. Хотя этот период слишком непродолжителен, чтобы в полной мере оценить темпы роста компании, можно все же сделать некоторые предположения. В 1991 году Баффет сравнил Gillette с компанией Coca-Cola. «Coca-Cola и Gillette — две лучшие в мире компании, — писал он, — и мы рассчитываем на увеличение их прибыли в будущем» [6].

В начале 1991 года доходность государственных 30-летних облигаций США составляла 8,62%. Проявляя осмотрительность, можно использовать ставку дисконтирования, равную 9%, для оценки компании Gillette. Но так же, как и в случае с Coca-Cola, коэффициент потенциального роста прибыли компании Gillette превышает ставку дисконтирования, поэтому и в этом случае необходимо применить двухэтапную модель дисконтирования. Предположим, темпы роста компании составят в среднем 15% в год на протяжении первых десяти лет и 5% — после этого периода. В таком случае после дисконтирования (под 9%) прибыли собственников по состоянию на 1990 год будет получено значение действительной стоимости компании Gillette — 16 млрд долл. Если рост составит 12%, стоимость компании приблизится к 12,6 млрд долл. При значении темпов будущего роста 10% стоимость компании составит 10,8 млрд долл. Даже если сделать очень осторожную оценку темпов роста прибыли собственников компании, например 7%, стоимость Gillette составит не менее 8,5 млрд долл.

### **The Washington Post Company**

В 1973 году общая рыночная стоимость компании Washington Post составляла 80 млн долл. Тем не менее Уоррен Баффет утверждает, что «финансовым аналитикам и топ-менеджерам газет следовало бы оценивать действительную стоимость Washington Post в диапазоне от 400 до 500 млн долл.» [7]. Как Баффет пришел к такой оценке? Чтобы понять это, необходимо повторить все этапы процедуры подсчета, воспользовавшись аргументами Уоррена Баффета.

В первую очередь необходимо вычислить прибыль собственников по состоянию на 1973 год: чистая прибыль (13,3 млн долл.) плюс износ и амортизация (3,7 млн долл.) минус капитальные затраты (6,6 млн долл.) — эти вычисления дают прибыль собственников в размере 10,4 млн долл. В результате деления этой суммы на текущую (по состоянию на 1973 год) доходность долгосрочных государственных облигаций США, равную 6,81%, мы получим следующее значение стоимости компании Washington Post — 150 млн долл. Это значение почти в два раза превышает рыночную стоимость компании, но оно значительно ниже оценок Баффета.

По словам Баффета, со временем объем капитальных затрат в компании станет равным объему расходов на износ и амортизацию, поэтому чистая прибыль должна приблизиться к прибыли собственников. Зная об этом, можно просто разделить чистую прибыль на безрисковую ставку доходности, получив, таким образом, в результате сумму 196 млн долл.

На этом этапе вычислений принимается предположение о том, что прирост прибыли собственников равен росту темпов инфляции. Но известно, что газетные издательства имеют большие возможности с точки зрения ценообразования. Поскольку большая часть компаний такого типа занимает монопольное положение в своих регионах, они могут поднимать цены быстрее, чем растет инфляция. Предположим, компания *Washington Post* имела возможность поднимать цены на 3%. В этом случае стоимость компании приближалась бы к 350 млн долл. Баффету также было известно, что текущий коэффициент рентабельности компании (10%) был ниже аналогичного показателя за предыдущий период (15%). Кроме того, он знал, что Кэтрин Грэхем намеревалась вернуть компанию *Washington Post* к прежнему уровню прибыльности. Если бы коэффициент рентабельности компании увеличился до 15%, то ее текущая стоимость возросла бы еще на 135 млн долл., а это означает, что действительная стоимость компании составляла на тот момент 485 млн долл.

## Wells Fargo

Стоимость банка является производной от величины его собственного капитала, а также его будущей прибыли. Когда в 1990 году компания *Berkshire Hathaway* начала покупать акции *Wells Fargo*, было известно, что за предыдущий год банк получил прибыль в размере 600 млн долл. Средняя текущая доходность государственных 30-летних облигаций США составляла в тот период около 8,5%. Из соображений осторожности можно дисконтировать прибыль *Wells Fargo* за 1989 год, составившую 600 млн долл., под 9% годовых, получив в результате значение истинной стоимости компании — 6,6 млрд долл. Если бы банк на протяжении следующих тридцати лет получал ежегодную прибыль, ни на цент не превышающую 600 млн долл., то компания стоила бы не менее 6,6 млрд долл. Когда в 1990 год Баффет купил *Wells*

Fargo, он заплатил за акции компании по 58 долл. Учитывая тот факт, что компания имела 52 млн акций, обращающихся на рынке, это эквивалентно покупке компании за 3 млрд долл., то есть на 55% ниже ее фактической стоимости.

В финансовых кругах в то время шли горячие дискуссии о том, способна ли вообще получать прибыль компания Wells Fargo, учитывая ее проблемы с возвратом выданных кредитов. Биржевые спекулянты, играющие на понижение, считали, что не способна. По мнению Уоррена Баффета, компания могла приносить прибыль. Он хорошо знал, что владение акциями компании сопряжено с определенной долей риска, однако был уверен в полученных им результатах анализа действительной стоимости компании. Поэтапные размышления Уоррена Баффета представляют собой хорошую модель размышлений для каждого инвестора, который взвешивает фактор риска своих инвестиций.

Баффет начал с того, что ему уже было известно. Карл Рейхардт, который в тот период занимал должность председателя совета директоров Wells Fargo, управлял банком начиная с 1983 года и добился впечатляющих результатов. Под его руководством рост прибыли и показателя ROE превышал средние показатели, а эффективность деятельности банка была одной из самых высоких в стране. Кроме того, Карл Рейхардт сформировал серьезный кредитный портфель.

На следующем этапе Уоррен Баффет попытался предвидеть события, которые могли бы подвергнуть риску его инвестиции. Для этого он выделил три таких события и попытался вычислить вероятность каждого из них. В известном смысле эти рассуждения можно отнести к вероятностным вычислениям.

Первый возможный риск был связан с крупным землетрясением, которое могло бы нанести большой ущерб заемщикам и их кредиторам. Второй — с гораздо более значительным событием: «существенное снижение деловой активности, причем настолько катастрофическое, что оно имело бы тяжелые последствия практически для всех компаний с высокой долей заемных средств независимо от того, насколько благоразумными были бы действия руководства этих компаний». Безусловно, ни одну из этих двух возможностей нельзя было исключать полностью, но Баффет на основании всех имеющихся фактов пришел к выводу, что вероятность наступления каждого из упомянутых выше событий достаточно низкая.

Третий риск, больше всего занимавший внимание участников рынка в тот период, был связан с тем, что цены на недвижимость на Западном побережье США могли бы упасть из-за строительства избыточного количества объектов недвижимости, что «повлекло бы за собой громадные убытки банков, финансировавших такое расширение строительства» [8]. Насколько серьезной могла быть угроза подобного развития событий?

Уоррен Баффет считал, что значительное падение цен на недвижимость не должно повлечь за собой серьезных проблем у хорошо управляемых банков, таких как Wells Fargo. Эта уверенность основывалась на элементарных математических подсчетах. Ему было известно, что банк получал 1 млрд долл. прибыли в год до вычета налогов, но с учетом убытков по кредитам в размере 300 млн долл. Баффет подсчитал, что даже если бы 10% кредитов, выданных банком под покупку недвижимости на общую сумму 48 млрд долл., оказались в 1991 году приносящими банку убытки, в том числе и убытки из-за неуплаты процентов (составляющих 30% от номинальной величины кредитов), бизнес Wells Fargo все равно функционировал бы на уровне безубыточности.

По мнению Баффета, вероятность подобного развития событий тоже была низкой. Однако даже если бы банк Wells Fargo на протяжении года совсем не заработал прибыли, а функционировал лишь на точке безубыточности, Баффет все равно не отказался бы инвестировать в него средства. «Такое развитие событий, вероятность которого мы считаем очень низкой, не вызвало бы у нас большого беспокойства» [9].

Привлекательность Wells Fargo как объекта для инвестиций еще больше увеличилась, когда Уоррен Баффет получил возможность приобрести акции банка по цене, которая была на 50% ниже их действительной стоимости. И его выбор в полной мере оправдал себя. К концу 1993 год курс акций Wells Fargo вырос до 137 долл. за акцию, что почти в три раза превышало цену, которую заплатил за них Баффет.

## Покупка акций по привлекательной цене

Понятность бизнеса, которым занимается компания, устойчивость его экономического положения, ориентация менеджеров, управляющих компанией, на интересы акционеров — все эти характеристики потенциальных объектов для инвестиций очень важны, утверждает

Уоррен Баффет, но сами по себе не гарантируют успеха инвестиций. Для того чтобы обеспечить такой успех, инвестор должен покупать компанию или ее акции по разумной цене, а после покупки компания должна оправдать ожидания инвестора. Второе условие не всегда поддается контролю, но первое контролировать достаточно легко. Если цена не устраивает инвестора, то ему следует воздержаться от покупки акций.

Основная цель Уоррена Баффета заключается в том, чтобы определить компанию, рентабельность бизнеса которой превышает среднюю. После чего купить акции этой компании по цене ниже ее действительной стоимости. Бенджамин Грэхем учил Баффета, что крайне важно покупать акции только тогда, когда разность между их ценой и стоимостью не меньше маржи безопасности инвестиций. В наши дни в своей инвестиционной деятельности Уоррен Баффет по-прежнему руководствуется этим принципом, хотя его партнер Чарли Мангер смог убедить его в необходимости от случая к случаю покупать незаурядные компании по более высокой цене.

Большие возможности для инвестиций появляются в случае, когда первоклассные компании попадают в необычные обстоятельства, из-за которых их акции недооцениваются рынком [10].

*Уоррен Баффет, 1988 год*

Соблюдение принципа обеспечения маржи безопасности инвестиций оказывает Баффету двоякую помощь в принятии решений. Во-первых, следование ему защищает инвестиции от риска падения курса акций. Если подсчеты, сделанные Баффетом, показывают, что действительная стоимость компании только немного превышает цену, которую ему придется заплатить за ее акции, он отказывается от покупки. При этом Баффет рассуждает следующим образом: если бы произошло даже незначительное снижение действительной стоимости компании, в итоге и курс акций этой компании также упал бы, возможно, даже ниже той цены, которая была за эти акции заплачена. Однако когда разность между ценой и стоимостью достаточно велика, риск падения курсов значительно меньше. Если Баффет может приобрести компанию по цене, составляющей 75% от ее действительной стоимости (с дисконтом в 25%), а стоимость компании впоследствии

упадет на 10%, то первоначальная покупная цена по-прежнему будет обеспечивать адекватный уровень доходности инвестированного капитала.

Создание маржи безопасности инвестиций открывает также возможности для получения очень большой доходности от инвестиций в акции. Если Баффету удастся найти компанию с доходностью выше средней, то стоимость ее акций в долгосрочном периоде тоже будет неизменно повышаться. Если компания стабильно получает 15% прибыли на акционерный капитал (ROE), то темпы роста курса ее акций будут превышать темпы роста курса акций компании, ROE которой составляет 10%. Кроме того, если Баффет, используя маржу безопасности инвестиций, сможет купить незаурядную компанию значительно дешевле ее внутренней стоимости, то Berkshire Hathaway только выиграет, когда рынок скорректирует курс акций компании. «Рынок, так же как и Бог, помогает тем, кто пытается помочь сам себе, — говорит Баффет. — Однако, в отличие от Бога, рынок не прощает тем, кто не знает, что делает» [11].

## Показательный пример

### Larson-Juhl, 2001

В конце 2001 года Уоррен Баффет заключил сделку о покупке Larson-Juhl (компания, занимающейся оптовыми поставками материалов для изготовления картинных рам) за 223 млн долл. наличными. Сделку заключили согласно любимому сценарию Баффета: это была авторитетная компания с хорошими экономическими показателями, сильным менеджментом и прекрасной репутацией в своей отрасли, в то же время компания переживала период кратковременного спада деловой активности, из-за чего на рынке установилась привлекательная цена на ее акции.

Larson-Juhl полностью находилась в собственности Крейга Понцио, талантливый дизайнер, обладавшего не меньшими способностями в ведении бизнеса. Во время учебы в колледже Крейг работал на одном из производственных предприятий компании Larson Picture Frame. В 1981 году он выкупил эту компанию. Семь лет спустя Крейг Понцио выкупил и конкурирующую фирму — Juhl-Pacific и создал компанию, известную сейчас под названием Larson-Juhl. Когда Крейг Понцио купил Larson Picture Frame в 1981 году, годовым объемом продаж компании составлял 3 млн долл. В 2001 году объем продаж Larson-Juhl превысил 300 млн долл.

Это именно тот уровень эффективности управления компанией, которым так восхищается Уоррен Баффет.

Кроме того, у Баффета вызывает восхищение структура производственной системы компании. Larson-Juhl производит материалы для изготовления различных рам и продает их специализированным мастерским. К числу этих материалов относятся декоративные багеты для изготовления рам, картон, стекло, а также необходимая фурнитура. В местных магазинах выставляются образцы всех имеющихся видов багетов рам, но на складах нет запасов этой продукции. И именно здесь компании Larson-Juhl удастся проявить свои возможности с блеском. Через свою сеть двадцати трех производственных предприятий и центров распределения продукции, рассредоточенных по всей территории Соединенных Штатов Америки, компания имеет возможность выполнять заказы в рекордно короткие сроки. В подавляющем большинстве случаев (эксперты в этой отрасли утверждают, что в 95 случаях из ста) заказчик получает необходимые материалы на следующий день.

При таком чрезвычайно высоком уровне обслуживания только очень немногие мастерские начинают пользоваться услугами других поставщиков, даже если цены в Larson-Juhl выше. Именно это приносит компании то, что Баффет называет «крепостным рвом», защищающим компанию, — однозначное и устойчивое преимущество перед конкурентами.

Это преимущество еще больше усиливается благодаря тому, что компания Larson-Juhl широко известна высоким качеством своих багетов. Мастерские по изготовлению рам заказывают багеты с шагом в один фут по длине, после чего разрезают их на фрагменты такой длины, которая нужна для изготовления рамы по проекту заказчика. Если багет расщепляется или разрезается неаккуратно, работникам мастерской не удастся обеспечить достаточно плотного соединения углов рамы. Как утверждают специалисты таких мастерских, багеты Larson-Juhl всегда образуют идеальные углы. Способность обеспечивать такой высокий уровень качества продукции сделала компанию Larson-Juhl не только самой крупной, но и самой престижной компанией в своей отрасли.

Компания Larson-Juhl продает тысячи видов материалов для изготовления рам своим заказчикам, численность которых составляет около 18 тысяч. Будучи лидирующим поставщиком такой продукции на рынке США, компания имеет также тридцать три предприятия в Европе, Азии и Австралии.

В общем, компания Larson-Juhl обладает многими качествами, которые так высоко ценит Уоррен Баффет. Ее бизнес развития прост и понятен. Компания имеет продолжительную и стабильную историю бизнеса. Возраст одной из компаний, вошедших в состав Larson-Juhl, насчитывает около ста лет. Кроме того, компания имеет прогнозируемое будущее с благоприятными долгосрочными перспективами. Материалы, из которых производятся картинные рамы (багеты,

стекло и картон), по всей вероятности, не устареют в результате появления новых технологий. Кроме того, очень низка вероятность падения спроса на продукцию, необходимую поклонникам изобразительного искусства для проявления их особой заботы о своих любимых картинах.

Однако интерес Баффета к компании именно в этот момент вызвала возможность приобрести акции компании по привлекательной цене. Возможность появилась в результате снижения уровня рентабельности компании, которое, по убеждению Баффета, было временным.

В 2001 финансовом году (завершившемся в августе) чистые продажи компании Larson-Juhl составили 314 млн долл. Это принесло 30,8 млн долл. прибыли от производства продукции. Эти результаты были несколько ниже по сравнению с результатами предыдущих лет: 361 млн долл. от продаж и 39,1 млн долл. прибыли в 2000 году; 386 млн долл. от продаж в 1999 году.

Зная обычный подход Баффета к вычислению стоимости компании, можно разобраться в предпринятом финансовом анализе компании Larson-Juhl. Используя стандартную ставку дисконтирования дивидендов, равную 10%, с учетом умеренного коэффициента темпов роста, равного 3%, можно вычислить, что в 2001 году стоимость компании составила бы 440 млн долл. (30,8 млн долл. разделить на [10% минус 3%]). Следовательно, покупная цена компании — 223 млн долл. — давала Баффету возможность получить за нее компанию с намного более высокой действительной стоимостью. Кроме того, Баффет был убежден в том, что базовые экономические показатели компании достаточно устойчивы и что низкие показатели за 2001 год были краткосрочной реакцией компании на спад экономики, который имел место в тот период.

Как часто бывает, руководство Larson-Juhl обратилось с предложением именно к компании Berkshire Hathaway, а не к другим инвестиционным компаниям. Уоррен Баффет описывает беседу с руководителем Larson-Juhl так: «Хотя я и не слышал ничего о компании Larson-Juhl до звонка Крейга, несколько минут разговора с ним убедили меня в том, что мы придем к соглашению. Он откровенно описал состояние дел в компании, реалистично оценил стоимость компании, и ему не было безразлично, кто ее купит. Два дня спустя Крейг и Стив Макензи, CEO компании, приехали в Омагу, и через полтора часа мы заключили сделку» [12]. С момента первого контакта до момента подписания договора прошло двенадцать дней.

## Coca-Cola Company

С тех пор как в 1980 году Роберто Гоизуэта взял под свой контроль управление компанией Coca-Cola, курс акций компании ежегодно повышался. На протяжении пяти лет до того, как Баффет начал

покупать акции Coca-Cola, их курс повышался в среднем на 18% в год. Компания функционировала настолько успешно, что у Баффета не было возможности покупать ее акции по цене, которая была бы ниже их фактической стоимости. И все же Баффет решил купить акции этой компании. Цена, напоминает он, не имеет ничего общего со стоимостью.

В июне 1988 года курс акций компании Coca-Cola был равен приблизительно 10 долл. за акцию (с учетом расщепления акций). На протяжении следующих десяти месяцев Баффет купил 93,4 млн акций в среднем по цене 10,96 долл. за акцию, что было в пятнадцать раз больше прибыли и в двенадцать раз больше денежных поступлений в расчете на акцию и в пять раз больше балансовой стоимости акций. Уоррен Баффет был готов пойти на это благодаря чрезвычайно высокой стоимости гудвила компании, а также из-за его уверенности в том, что *действительная* стоимость компании намного выше.

Стоимость компании Coca-Cola на фондовом рынке в 1988 и 1989 годах, когда Баффет покупал акции компании, составляла 15,1 млрд. Однако Баффет был убежден в том, что действительная стоимость компании существенно выше — 20 млрд долл. (при условии 5% роста), 32 млрд долл. (при 10% роста), 38 млрд долл. (при 12% роста) и даже, возможно, 48 млрд долл. (при 15% роста). Таким образом, сформированная Баффетом маржа безопасности инвестиций (разность между ценой компании и ее действительной стоимостью) могла составлять от 27 до 70%. В то же время Баффет сохранил свою твердую веру в компанию Coca-Cola: вероятность того, что рост курса акций компании будет превышать рост рынка, все больше и больше увеличивалась (рис. 8.1).

Что же сделал Уоррен Баффет? За 1988 и 1989 годы компания Berkshire Hathaway купила акций Coca-Cola на сумму более 1 млрд долл., что составило 35% от всех обыкновенных акций, которыми на тот момент владела компания Berkshire. Это был смелый шаг. В этом случае Баффет поступил в соответствии с одним из своих основных принципов инвестиционной деятельности: когда вероятность успеха очень высока — не бойтесь делать большие ставки.

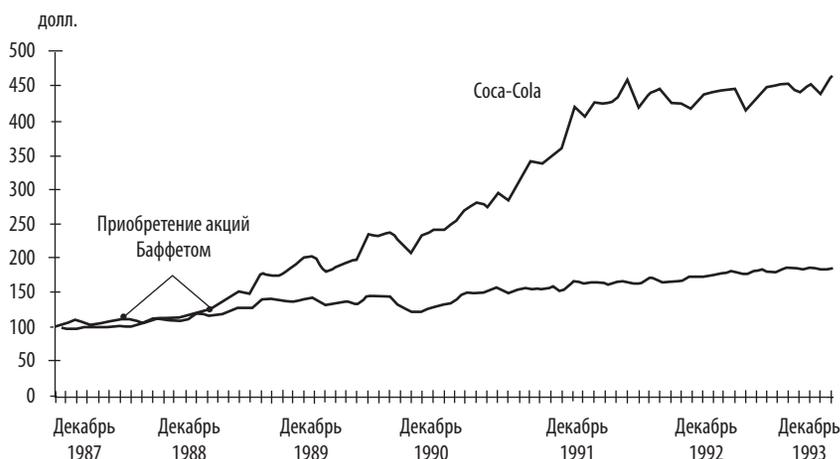


Рис. 8.1. Курс обыкновенных акций Coca-Cola Company по сравнению с индексом S&P 500 (приведено к 100 долл. на начальную дату)

## Gillette

За период с 1984 по 1990 год среднегодовой прирост курса акций компании Gillette составлял 27%. В 1989 году курс акций компании вырос на 48%, а в 1990-м, за год до того как компания Berkshire конвертировала свои привилегированные акции Gillette в обыкновенные, курс акций увеличился на 28% (рис. 8.2). В феврале 1991 года он достиг рекордной на тот момент отметки —73 долл. за акцию (до момента расщепления акций). В тот период на рынке обращалось 97 млн акций компании. Когда компания Berkshire конвертировала свои привилегированные акции Gillette, общее количество обыкновенных акций достигло 109 млн. Стоимость компании Gillette на фондовом рынке была равна 8,03 млрд долл.

В зависимости от предположений относительно темпов роста компании Gillette, в момент конвертирования привилегированных акций Gillette, которыми владела компания Berkshire, в обыкновенные акции, рыночная цена компании Gillette была на 50% ниже ее действительной стоимости (при 15% роста), на 37% ниже (при 12% роста), или на 25% ниже (при 10% роста).



**Рис. 8.2.** Курс обыкновенных акций Gillette Company по сравнению с индексом S&P 500 (приведено к 100 долл. на начальную дату)

### The Washington Post Company

Даже самый осторожный подсчет действительной стоимости компании Washington Post свидетельствует о том, что Уоррен Баффет купил ее по меньшей мере за половину истинной стоимости. Баффет утверждает, что он купил компанию по цене, которая была не менее чем на 25% ниже ее действительной стоимости. В любом случае Баффет не отклонился от сформулированного Бенджаминем Грэхемом исходного условия: покупка компании со скидкой обеспечивает необходимую маржу безопасности инвестиций.

### The Pampered Chef

Уоррен Баффет, по имеющимся сведениям, купил контрольный пакет акций Pampered Chef за сумму от 800 до 900 тыс. долл. При коэффициенте рентабельности, равном от 20 до 25% (до налогообложения) это означает, что компания Pampered Chef куплена за сумму, которая была в 4,3–5 раз больше прибыли до вычета налогов и в 6,5–7,5 раз больше чистой прибыли (при условии обложения налогом всех доходов).

Учитывая темпы роста выручки компании, равные 25% или выше, а также высокую доходность акционерного капитала, не подлежит сомнению, что компания Pampered Chef была приобретена со значительной скидкой.

## Показательный пример

### Fruit of the Loom, 2002

В 2001 году, когда компания Fruit of the Loom функционировала под контролем суда по делам о банкротстве, Berkshire Hathaway предложила выкупить подразделения Fruit of the Loom по выпуску одежды (основное направление деятельности) за 835 млн долл. Одним из пунктов соглашения о выводе компании Fruit of the Loom из процедуры банкротства было требование о проведении аукциона среди компаний, претендующих на право выкупа акций Fruit of the Loom. В январе 2002 года суд объявил о том, что аукцион выиграла компания Berkshire Hathaway и что выручка от продажи акций должна поступить в распоряжение кредиторов.

В тот период, когда компания Berkshire вышла со своим предложением, общая сумма задолженности Fruit of the Loom составляла около 1,6 млрд долл. — 1,2 млрд долл. кредиторам и держателям обеспеченных облигаций, а также 400 млн долл. — держателям необеспеченных облигаций. Согласно условиям соглашения, кредиторы, имеющие обеспечение долга, должны были получить по 73 цента по каждому доллару своих претензий, а кредиторы без обеспечения долга — по 10%.

В 1999 году, непосредственно перед подачей заявления о банкротстве, объем активов компании Fruit of the Loom составлял 2,35 млрд долл., но после реорганизации компания потеряла часть своих денег. По состоянию на 31 октября 2000 года объем активов был равен 2,02 млрд долл.

Таким образом, если обрисовать ситуацию в упрощенной форме, Баффет купил компанию с активами в размере 2 млрд долл. за 835 млн долл., и эта сумма ушла на погашение неуплаченного долга, равного 1,6 млрд долл.

Однако в этом была своя выгода для компании Berkshire. Вскоре после банкротства Fruit of the Loom компания Berkshire выкупила ее долг (как облигации, так и банковские кредиты) за 50% от номинальной стоимости долга. На протяжении периода, во время которого рассматривалось дело о банкротстве Fruit of the Loom, продолжалась выплата процентов по долгам, обладающим преимуществом в погашении, что приносило компании Berkshire доходность в размере 15%. По сути, Баффет выкупил компанию, которая была должна ему деньги, и погасил этот долг. Сам Баффет объяснил это так: «Наши активы выросли на 10% от суммы первостепенной задолженности Fruit of the Loom, что, возможно, позволит нам в результате вернуть 70% номинальной стоимости этого долга. Посредством такого вложения капитала мы косвенным образом снизили покупную цену всей компании хотя бы на небольшую сумму» [13]. Уоррен Баффет — один из немногих людей, который может позволить себе назвать 105 млн долл. «небольшой суммой». Тем не менее в действительности, если учесть эту выплату процентов, чистая покупная цена компании Fruit of the Loom составила 730 млн долл.

В то время, когда предложение компании Berkshire рассматривалось в суде по делам о банкротстве, журналист из газеты Omaha World-Herald попросил Трэвиса Паскависа, специалиста по ценным бумагам из компании Morningstar, охарактеризовать эту сделку. Трэвис Паскавис сказал, что такие компании, как Fruit of the Loom, обычно продаются по их балансовой стоимости, которая в данном случае составила бы 1,4 млрд долл. Таким образом, при предложенной покупателем цене в 835 млн долл. (которая в итоге снизилась до 730 млн долл.) можно считать, что Berkshire Hathaway купила компанию Fruit of the Loom достаточно выгодно [14].

## Clayton Homes

Процесс приобретения Berkshire компании Clayton Homes не обошелся без сложностей: вокруг цены компании разгорелись жаркие юридические споры.

В апреле 2003 года Уоррен Баффет предложил руководству Clayton Homes продать ему акции компании по цене 12,50 долл. за акцию. Это значение было близким к нижнему пределу диапазона курсов акций компании, установленного банком месяцем раньше. По мнению руководства Clayton Homes, это была справедливая цена, учитывая спад деловой активности в сфере производства и продажи передвижных домов, который имел место в тот период. Однако акционеры Clayton Homes развернули в судах борьбу против этой сделки, утверждая, что цена, предложенная Баффетом, значительно ниже действительной стоимости акций Clayton Homes. Джеймс Дорр, главный консультант Orbis Investment Management Ltd., голосовавший своими 5,4% акций против слияния компаний на таких условиях, выражал свое недовольство сделкой так: «В действительности Уоррену Баффету, который хочет купить ваши акции, следовало бы сказать вам, чтобы вы их не продавали, — по крайней мере, чтобы вы не продавали их по такой цене» [15]. Для разумного инвестора это звучит, возможно, как очень большой комплимент.

Уоррен Баффет защищал справедливость своего предложения. «На момент голосования акционеров по данной сделке, — писал он, — отрасль производства передвижных домов находится в плохом состоянии, поэтому компания Clayton Homes, которая нуждается в ежегодном финансировании минимум в размере 1 млрд долл., будет и впредь иметь трудности с поиском необходимых средств». По-видимому, члены совета директоров компании Clayton Homes согласились

с доводами Баффета. Кроме того, в качестве подтверждения своей приверженности к компании Clayton Homes Баффет предложил авансовое финансирование компании в размере 360 млн долл. [16]. Уоррен Баффет и руководство Clayton Homes выиграли борьбу с акционерами, получив при этом небольшое преимущество.

## Резюме

Уоррен Баффет неоднократно говорил, что вложение капитала в покупку обыкновенных акций — процесс достаточно простой: необходимо найти выдающуюся компанию, которой управляют честные и компетентные менеджеры и которая продается по цене ниже ее действительной стоимости. Несомненно, многие инвесторы, когда-либо слышавшие эти слова, думали так: «Безусловно, это просто для Уоррена Баффета. Однако это не так уж просто для меня».

Оба эти утверждения по-своему верны. Поиск хорошей компании требует времени и сил и никогда не бывает легким. Однако следующий шаг — оценка действительной стоимости этой компании, необходимая для принятия решения относительно приемлемости цены, — это действительно достаточно простая задача, которая сводится к правильной расстановке переменных.

И именно здесь инвестору помогут те принципы, которые составляют суть руководства по инвестициям и которые изложены в этой и в предыдущих главах. Еще раз кратко остановимся на них.

- Принципы анализа бизнеса помогут инвестору сосредоточить внимание на компаниях, деятельность которых характеризуется относительной прогнозируемостью. Если инвестор направит свои усилия на компании со стабильной историей деятельности и благоприятными перспективами, компании, выпускающие в основном одну и ту же продукцию для одних и тех же рынков, то он сможет нарисовать для себя отчетливую картину того, как эти компании будут функционировать. Такой же подход оправдывает себя и в случае, когда инвестор сосредоточивает свое внимание на компаниях, бизнес которых понятен для него, — в противном случае он не сможет правильно интерпретировать влияние новых разработок на деятельность компании.

- Принципы анализа менеджмента помогут инвестору сосредоточить внимание на компаниях, которые функционируют под управлением хороших менеджеров. Успех компании может полностью зависеть от квалификации ее высших менеджеров.
- Анализ деятельности компании по таким критериям, как принципы ведения бизнеса и принципы управления, позволит инвестору составить правильное представление о возможностях компании в плане получения доходов в будущем.
- Принципы анализа финансов компании помогут инвестору выяснить цифры, необходимые для определения действительной стоимости компании.
- Принципы определения стоимости компании помогут инвестору выполнить математические вычисления, необходимые для получения ответа на последний вопрос: учитывая всю имеющуюся информацию о компании, можно ли считать целесообразной покупку ее акций?

Два принципа определения стоимости компании, изложенные в данной главе, имеют очень большое значение. Однако не следует слишком беспокоиться, если вам не удалось в полной мере реализовать десять других принципов. Не позволяйте слишком большому количеству информации лишить вас энергии. Делайте все, что в ваших силах, начинайте и смело продвигайтесь вперед.

# Глава 9

## Инвестиции в ценные бумаги с фиксированным доходом

Возможно, более всего Уоррен Баффет известен в финансовом мире, благодаря инвестициям в обыкновенные акции. Он прославился своим отношением к акциям таких компаний, как Coca-Cola, American Express, Washington Post и Gillette. Суть его позиции заключается в том, чтобы «покупать и держать» акции таких выдающихся компаний. Тем не менее деятельность Уоррена Баффета не ограничена только операциями с обыкновенными акциями. Он покупает также краткосрочные и долгосрочные ценные бумаги с фиксированным доходом, к числу которых относятся денежные сертификаты, облигации и привилегированные акции. Инвестиции в твердопроцентные ценные бумаги — это одно из нескольких направлений инвестиционной деятельности Баффета. Как и в других случаях, он занимается этим видом инвестиций при наличии возможностей, не использованных должным образом другими участниками рынка. В этом и состоит подход Баффета к инвестиционной деятельности: он просто всегда ищет те возможности для инвестиций, которые способны обеспечить самую высокую посленалоговую доходность. В последние годы Баффет время от времени проводит операции на рынке долгового капитала, в том числе с корпоративными и государственными облигациями, конвертируемыми облигациями, конвертируемыми привилегированными акциями и даже с высокодоходными «бросовыми» облигациями.

Внимательный анализ его сделок с твердопроцентными ценными бумагами позволяет увидеть большое сходство с инвестициями в обыкновенные акции, поскольку Уоррен Баффет придерживается в этом схожих принципов инвестиционной деятельности. Он ищет

такие финансовые инструменты, которые позволили бы обеспечить маржу безопасности инвестиций и были бы доступны по низкой (выгодной) цене. Как и в случае с покупкой обыкновенных акций, Баффет настаивает на том, что любой эмитент привлекательных для него ценных бумаг должен обладать такими характеристиками, как сильный и честный менеджмент, оптимальное распределение капитала, а также потенциал для получения прибыли в будущем. Решения Баффета не зависят ни от «горячих» тенденций на рынке, ни от вычисления удачных моментов для купли-продажи ценных бумаг. Мудрость инвестиционных решений, которые принимает Баффет, заключается в том, что он ищет возможности для извлечения прибыли в покупке недооцененных финансовых активов.

Этот аспект инвестиционной деятельности Уоррена Баффета не получил широкого освещения в финансовой прессе, хотя ценные бумаги с фиксированным доходом составляют значительную часть общего инвестиционного портфеля компании Berkshire Hathaway. В 1992 году на их долю приходилось 20% инвестиционного портфеля Berkshire. 14 лет спустя эта доля увеличилась до 30%.

Причина включения твердопроцентных ценных бумаг в инвестиционный портфель Berkshire Hathaway достаточно проста. На момент покупки они имели очень выгодную цену. Существует две причины того, что Уоррен Баффет часто прибегал к покупке целых компаний и к приобретению ценных бумаг с фиксированной процентной ставкой. Первая причина заключается в значительном росте инвестиционных ресурсов компании Berkshire Hathaway. Вторая — в изменении инвестиционной среды, в том числе в нехватке акций, которые могли бы представлять интерес для Баффета. В своем обращении к акционерам Berkshire Hathaway за 2003 год Уоррен Баффет писал, что ему становится все труднее находить акции, цена которых была бы существенно ниже их действительной стоимости, и что эта проблема осложняется быстрым увеличением объема капитала, которому необходимо найти применение.

Также он объяснял акционерам, что компания Berkshire и впредь будет придерживаться практики распределения капитала, которая использовалась в прошлом: «Если складывается ситуация, когда акции становятся дешевле рыночной цены всей компании, мы начинаем их активно покупать. Если цена облигаций становится привлекательной,

как это было в 2002 году, мы активно покупаем и такие ценные бумаги. При любых рыночных или экономических условиях мы с радостью купим компании, характеристики которых отвечают нашим стандартам. Если такая компания находится, то чем она крупнее, тем лучше. Капитал нашей компании используется недостаточно эффективно. Это неприятная ситуация, но это лучше, чем предпринимать необдуманные действия (я знаю это по собственному опыту)» [1].

В известной мере инвестиции в ценные бумаги с фиксированным доходом всегда будут составлять определенную часть инвестиционного портфеля Berkshire Hathaway из-за доминирования страховых компаний в структуре Berkshire. Для того чтобы выполнить свои обязательства перед держателями страховых полисов, страховые компании должны инвестировать часть своих доходов в твердопроцентные ценные бумаги. Тем не менее доля бумаг такого типа в инвестиционном портфеле страховых подразделений Berkshire меньше, чем в других страховых компаниях.

В сущности, Баффет пытается избегать инвестиций в ценные бумаги с фиксированным доходом (за рамками того объема инвестиций подобного типа, который необходим для поддержания деятельности страховых компаний), если существует угроза инфляции, которая может привести к ослаблению будущей покупательной способности денег и, следовательно, к снижению стоимости облигаций. И хотя в конце 1970-х и в начале 1980-х уровень процентных ставок стал приблизительно равным доходности акций большинства компаний, Баффет не начал заниматься исключительно покупкой долгосрочных облигаций. По его мнению, всегда существует возможность стремительного роста неконтролируемой инфляции. При таких условиях даже обыкновенные акции стали бы терять свою действительную стоимость, не говоря уже об облигациях, которые пострадали бы еще больше. Страховая компания, которая вложила большую часть своих средств в облигации в период гиперинфляции, может столкнуться с проблемой истощения инвестиционного портфеля.

Несмотря на то, что даже упоминание имени Уоррена Баффета и облигаций в одном контексте может показаться странным, ни у кого не вызывает удивления, что для оценки ценных бумаг с фиксированным доходом он применяет те же методы, что и для оценки стоимости компании или ее акций. Уоррен Баффет — инвестор, который

руководствуется в своей деятельности определенными принципами и вкладывает деньги только в случае, когда он видит возможности для получения прибыли и когда ему удастся предусмотреть компенсацию возможного риска в условиях сделки. Даже при заключении сделки о покупке твердопроцентных ценных бумаг стремление Уоррена Баффета всегда действовать с позиций владельца компании означает, что он уделяет особое внимание качеству управления, стоимости компании-эмитента этих ценных бумаг, а также ее экономической эффективности. Такой подход к оценке стоимости облигаций отличается необычностью, но он хорошо послужил Баффету.

## Облигации

### Washington Public Power Supply System

В 1983 году Уоррен Баффет принял решение приобрести облигации энергетической компании штата Вашингтон — Washington Public Power Supply System (WPPSS). Эта сделка представляет собой яркий пример того, как Баффет анализирует целесообразность получения прибыли за счет покупки облигаций по сравнению с покупкой целой компании.

25 июля 1983 года руководство системы энергоснабжения WPPSS (которую с иронией называют Whoops) объявило дефолт по муниципальным облигациям на сумму 25 млрд долл., которая была направлена на финансирование незавершенного строительства двух ядерных реакторов, известных под названиями «Проект 4» и «Проект 5». По решению властей штата, руководители местных энергораспределяющих компаний не должны были платить WPPSS за электроэнергию, которую они предварительно обязались купить, но в итоге не востребовали. Такое решение привело к крупнейшему в истории США дефолту по муниципальным облигациям. Размер дефолта, а также последовавший за ним кризис на несколько лет ухудшили состояние рынка облигаций, выпущенных коммунальными энергетическими компаниями. Инвесторы начали быстро продавать облигации компаний коммунального хозяйства, что привело к снижению цен на эти облигации и к росту их текущей доходности.

Угроза, нависшая над проектами 4 и 5, выполняющимися WPPSS, бросила тень и на проекты 1, 2 и 3. Однако Уоррен Баффет почувство-

вал разницу между ситуацией, в которой оказались проекты 4 и 5, с одной стороны, и ситуацией, сложившейся с проектами 1, 2 и 3 — с другой. Первые три проекта были действующими станциями, имевшими прямые обязательства перед государственной организацией Bonneville Power Administration. И все же проблемы с проектами 4 и 5 были настолько серьезными, что по некоторым прогнозам они могли ослабить кредитоспособность Bonneville Power.

Уоррен Баффет оценил риски, связанные с владением муниципальными облигациями WPPSS, выпущенными для реализации проектов 1, 2 и 3. Безусловно, существовал риск, что и по этим облигациям может быть объявлен дефолт, а также риск, что выплата процентов по этим облигациям может быть приостановлена на длительный период. Однако существовала проблема верхнего предела стоимости этих облигаций. Даже несмотря на то, что Баффет мог купить облигации WPPSS по цене ниже номинала, к истечению срока погашения они могли иметь лишь стоимость, равную их номиналу.

Вскоре после объявления дефолта облигаций, выпущенных для финансирования проектов 4 и 5, агентство Standard & Poor's снизило свои рейтинги облигаций, выпущенных для финансирования реализации проектов 1, 2 и 3. Цена облигаций WPPSS по проектам 1, 2 и 3 с самой низкой купонной ставкой упала до сорока центов на один доллар номинала. Это привело к тому, что посленалоговая текущая доходность этих облигаций находилась в диапазоне от 15 до 17%. Цена облигаций с самой высокой купонной ставкой упала до восьмидесяти центов на один доллар номинала, причем эти облигации приносили такую же текущую доходность, как и низкокупонные облигации. Эта ситуация ни в коей мере не взволновала Уоррена Баффета, который с октября 1983 года по июнь следующего года активно покупал облигации WPPSS, эмитированные под проекты 1, 2 и 3. К концу июня 1984 года компания Berkshire Hathaway владела облигациями WPPSS, выпущенными под реализацию проектов 1, 2 и 3 на сумму 139 млн долл. (это были облигации как с низкой, так и с высокой купонной ставкой). Номинальная стоимость этих облигаций составляла 205 млн долл.

По мнению Баффета, покупка облигаций WPPSS означала для Berkshire Hathaway приобретение бизнеса, который предположительно мог генерировать прибыль в размере 22,7 млн долл. после вычета налогов (эта цифра представляет собой общую сумму выплат

по годовым купонам облигаций WPPSS). Эта прибыль должна была поступать в распоряжение компании Berkshire Hathaway в денежном виде. Баффет подчеркивает, что в тот период на продажу было выставлено очень мало компаний, которые продавались бы по цене ниже их балансовой стоимости и приносили бы 16,3% посленалоговой доходности от использования «безрычагового» капитала. Баффет подсчитал, что, если бы он решил купить действующую компанию с небольшой долей заемных средств, приносящую прибыль в объеме 22,7 млн долл. после вычета налогов (45 млн долл. до вычета налогов), это обошлось бы компании Berkshire Hathaway в сумму от 250 до 300 млн долл. При условии, что такую компанию можно было бы найти. Если бы, помимо всего прочего, бизнес такой компании был достаточно сильным и понятным для Баффета, он без колебаний выложил бы за нее такую сумму. Однако компания Berkshire заплатила всего половину этой суммы за облигации WPPSS, чтобы получить такой же объем прибыли. Более того, компания Berkshire приобрела облигации WPPSS на 32% ниже балансовой стоимости.

Оглядываясь в прошлое, Уоррен Баффет признает, что покупка облигаций WPPSS оказалась гораздо более выгодной, чем он ожидал. Прибыль по этим облигациям была больше, чем от большинства компаний, купленных в 1983 году. Позже Баффет продал облигации WPPSS с низкой купонной ставкой. Они удвоились в цене и в то же время приносили компании Berkshire Hathaway не облагаемую налогом прибыль в размере от 15 до 17%. «Несмотря на положительный опыт с покупкой облигаций WPPSS, мы не изменили своего отрицательного отношения к долгосрочным облигациям, — сказал Баффет. — Все, что мы вынесли из этого опыта, — это надежда на то, что когда-нибудь мы снова столкнемся с облигациями, которые по тем или иным причинам будут существенно недооценены рынком» [2].

### **RJR Nabisco**

Во второй половине 1980-х на финансовом рынке появились новые финансовые инструменты, которые получили официальное название «высокодоходные облигации». Однако большинство инвесторов называли и называют их бросовыми облигациями.

По мнению Уоррена Баффета, новые высокодоходные облигации отличались от их предшественников, «падших ангелов», — так сам

Баффет называл высокодоходные облигации, потерявшие приемлемый для инвесторов уровень рейтинга в трудный период и переведенные рейтинговыми агентствами в более низкую категорию. Облигации WPPSS относились именно к категории «падших ангелов». Баффет охарактеризовал новый тип высокодоходных облигаций как худшую форму «падших ангелов» и сказал, что они стали бросовыми еще до момента их выпуска.

Торговцы ценными бумагами с Уолл-стрит вовсю пропагандировали привлекательность покупки бросовых облигаций, ссылаясь на результаты недавнего исследования, согласно которому более высокие процентные ставки компенсировали инвесторам риск дефолта. Баффет выдвигал доводы против этой точки зрения, утверждая, что использование статистики о дефолтах за предыдущий период лишено смысла, поскольку эти данные основаны на анализе другой категории ценных бумаг, существенно отличающихся от теперешних бросовых облигаций. По мнению Баффета, было нелогично предполагать, что бросовые (высокодоходные, но ненадежные) облигации идентичны «падшим ангелам» — высокодоходным облигациям, потерявшим уровень рейтинга, приемлемый для инвесторов. «Это было бы так же ошибочно, как анализировать уровень смертности от напитка Kool-Aid с привлечением данных о массовом самоубийстве в местечке Джонстон, жители которого употребляли его перед гибелью» [3].

Как показало развитие событий на фондовом рынке в 1980-х годах, по мере наполнения рынка новыми предложениями высокодоходные облигации становились все более «бросовыми». Баффет говорил по этому поводу следующее: «Бросовые облигации в громадных количествах продавались теми, кому все безразлично, тем, кто ни о чем не думает. И недостатка ни в продавцах, ни в покупателях не было» [4]. В разгар всеобщего психоза на рынке долговых обязательств Баффет высказал предположение о том, что некоторые компании, предоставляющие финансовые услуги, непременно обанкротятся, когда станет очевидным, что компании, обремененные большими долгами, с трудом справляются с задачей выплаты процентов. В 1989 году компании Southmark Corporation и Integrated Resources объявили дефолт по своим облигациям. Даже компания Sampreau Corporation, американская империя розничной торговли, широко использовавшая для финансирования своего бизнеса выпуск бросовых

облигаций, объявила о трудностях с выполнением своих обязательств по выплате процентов по ним. После этого произошли следующие события. Компания UAL Corporation, которая в скором будущем должна была перейти в руки ее работников путем выкупа контрольного пакета акций на сумму 6,8 млрд долл., для чего предполагалось выпустить бросовые облигации, 13 октября 1989 года объявила о своей неспособности привлечь необходимые средства. Арбитражеры продали свои позиции по обыкновенным акциям UAL, что привело к падению индекса Dow Jones Industrial Average на 190 пунктов за один день.

Разочарование по поводу неудачной сделки UAL и убытков по облигациям Southmark Corporation и Integrated Resources заставило инвесторов подвергнуть сомнению ценность высокодоходных облигаций. Управляющие инвестиционными портфелями начали избавляться от бросовых облигаций. При отсутствии покупателей цены на высокодоходные облигации начали стремительно падать. В начале года бросовые облигации приносили большую доходность, однако впоследствии индекс их доходности, рассчитываемый компанией Merrill Lynch, опустился до 4,2%, в то время как текущая доходность облигаций инвестиционного класса составляла 14,2%. К концу 1989 года бросовые облигации оказались в большой немилости на рынке.

За год до этих событий компания Kohlberg Kravis & Roberts выкупила компанию RJR Nabisco за 25 млрд долл. Для этого компания использовала в основном банковские займы и средства от выпуска бросовых облигаций. Компания RJR Nabisco выполняла свои финансовые обязательства по обслуживанию облигаций, однако когда рынок бросовых облигаций обвалился, курс облигаций RJR начал падать наряду с бросовыми облигациями других компаний. В 1989 и 1990 годах, когда на рынке бросовых облигаций наблюдалась тенденция к снижению курсов, Баффет начал покупать облигации RJR Nabisco.

На протяжении этого периода большинство бросовых облигаций потеряли свою привлекательность для инвесторов, но Баффет понял, что облигации RJR Nabisco не заслуживают такой участи. Компания обеспечивала стабильный выпуск продукции, которая приносила достаточное количество денежных средств для погашения задолженности. Кроме того, RJR Nabisco успешно продала некоторые свои подразделения по очень выгодным ценам, сократив показатель отношения заемных средств к собственному капиталу. Баффет проанализировал

риск инвестиций в облигации RJR Nabisco и пришел к выводу, что действительная репутация компании лучше, чем воспринимаемая другими инвесторами, которые решили продать свои облигации. Облигации RJR Nabisco обеспечивали текущую доходность в размере 14,4%, поэтому покупка этих облигаций по заниженной цене открывала возможность получения прибыли на вложенный капитал в будущем.

Таким образом, на протяжении 1989 и 1990 годов Уоррен Баффет купил облигации RJR Nabisco на сумму 440 млн долл. Они продавались на тот момент со значительным дисконтом. Весной 1991 года компания RJR Nabisco объявила о погашении большинства своих бросовых облигаций посредством их выкупа по номинальной стоимости. В результате курс облигаций RJR Nabisco вырос на 34%, что принесло Berkshire Hathaway 150 млн долл. прибыли.

### Level 3 Communications

В 2002 году Баффет купил крупные пакеты высокодоходных корпоративных облигаций других компаний, увеличив свои активы в ценных бумагах такого типа в шесть раз, до 8,3 млрд долл. Шестидесят пять процентов облигаций, купленных Баффетом, были облигациями энергетических компаний, а оставшиеся облигации на сумму 7 млрд долл. были куплены через страховые подразделения компании Berkshire Hathaway.

Разъясняя ход своих мыслей в обращении к акционерам Berkshire Hathaway за 2002 год, Баффет писал: «Высшее руководство Berkshire не верит в снижение степени кредитного риска, связанного с эмитентами этих инвестиционных инструментов». Это слова человека, который никогда не берет на себя неучтенные риски (другими словами, риски, компенсация которых не предусмотрена в условиях сделки). По этому поводу Баффет сказал еще и следующее: «У нас с Чарли вызывает отвращение даже сама мысль о том, чтобы брать на себя хотя бы самые небольшие риски, если только нет уверенности в том, что мы получим адекватную компенсацию. В этом случае мы готовы пойти на риск в той же степени, в какой мы время от времени готовы съесть творог на следующий день после окончания срока годности, указанного на упаковке» [5].

Помимо оценки возможных рисков и обеспечения их адекватной компенсации, Уоррен Баффет, как правило, покупал ценные

бумаги со значительной скидкой к их действительной стоимости, даже по бросовой цене, и держал эти ценные бумаги до тех пор, пока у него не появлялась возможность реализовать их по номинальной стоимости.

Самый интригующий аспект всех этих сделок по покупке облигаций заключается в том, что Баффет, по всей вероятности, не стал бы покупать обыкновенные акции большинства компаний, облигации которых он приобрел. Как бы там ни было, к концу 2003 года инвестиции Баффета в высокодоходные облигации полностью окупились и принесли прибыль в размере 1,3 млрд долл. Общий объем чистой прибыли компании Berkshire Hathaway за этот год составил 8,3 млрд долл. Поскольку рынок высокодоходных облигаций резко вырос, некоторые облигации были досрочно погашены или проданы. Комментарий Баффета по этому поводу оказался предельно прост: «Вчерашние сорняки продаются сегодня по цене свежих цветов».

В июле 2002 года три компании инвестировали в общей сложности 500 млн долл. в конвертируемые 9%-ные облигации с ценой конверсии 3,41 долл. и сроком погашения 10 лет, выпущенные компанией Level 3 Communications, которая базируется в г. Брумфилд, штате Колорадо. Это должно было помочь компании сделать масштабные инвестиции и улучшить ее финансовое положение. Покупателями были: Berkshire Hathaway (100 млн долл.), Legg Mason (100 млн долл.) и Longleaf Partners (300 млн долл.).

Технологические компании, как правило, не представляют интереса для Баффета как потенциальные объекты для инвестиций. Он откровенно признает, что не знает, как следует правильно определять стоимость таких компаний. Выпуск облигаций обошелся компании Level 3 Communications достаточно дорого, но это позволило ей привлечь необходимые денежные средства и повысило ее кредитоспособность. Со своей стороны, Баффет сделал инвестиции под выгодные проценты (9%), получив свою долю в акционерном капитале. По оценкам самого Баффета, в тот период инвесторы могли рассчитывать на 7–8-процентный уровень годовой доходности от операций на фондовом рынке. Поэтому, получая свои 9%, он снова был впереди.

Вся эта история имеет еще одну сторону, характерную для деятельности Баффета: сильное влияние таких аспектов инвестицион-

ного процесса, как честность руководства компании и личные связи. Компания Level 3 Communications образована в результате отделения с передачей части активов от Peter Kiewit Sons расположенной в Омахе строительной компании. Друг Баффета, Уолтер Скотт — младший, занимает как пост почетного председателя совета директоров Peter Kiewit Sons, так и председателя совета директоров Level 3 Communications. Он признан почетным гражданином города Омаха, поддерживал городской зоопарк, музей изобразительного искусства, инженерно-технический институт, а также фонд Nebraska Game and Parks Foundation. Между Скоттом и Баффетом сложились тесные дружеские и деловые связи: Скотт входит в состав правления директоров компании Berkshire Hathaway, а офисы этих двух бизнесменов находятся в здании Kiewit Plaza, разделенные только двумя этажами друг от друга.

Уоррен Баффет очень хорошо знал Уолтера Скотта и был о нем высокого мнения. Тем не менее Баффет хотел, чтобы сделка с Level 3 Communications была честной и прозрачной и чтобы не возникало никаких вопросов относительно чрезмерного влияния отношений между ними на условия сделки. Таким образом, Баффет предложил О. Мейсону Хоукинсу, председателю совета директоров и CEO компании Southeastern Asset Management, который консультирует Longleaf Partners, помочь с заключением сделки и с определением ее условий.

В середине июня 2003 года, спустя год после заключения сделки, компании Berkshire Hathaway, Legg Mason и Longleaf Partners обменяли свои конвертируемые облигации Level 3 Communications на сумму 500 млн долл. на обыкновенные акции стоимостью 174 млн долл. В том числе дополнительно они получили акций на сумму 27 млн долл. в качестве поощрения за решение конвертировать облигации. (Компания Longleaf Partners уже конвертировала часть своих облигаций на сумму 43 млн долл. в первой половине 2003 года, а в июне конвертировала оставшуюся часть на сумму 257 млн долл.).

В результате Уоррен Баффет получил 36,7 млн акций Level 3 Communications. В июне он продал 16,8 млн этих акций на сумму 117,6 млн долл., а в ноябре продал еще 18,3 млн акций на сумму 92,4 млн долл. Очевидно, что компания Level 3 Communications успешно погашала свои долговые обязательства, и к концу 2003 года, всего за 16 месяцев,

первоначальная сумма, вложенная Баффетом в облигации этой компании, удвоилась. Помимо всего прочего, эти облигации принесли ему 45 млн долл. процентного дохода, и в его распоряжении осталось 1 644 900 обыкновенных акций Level 3 Communications.

## **Qwest**

Летом 2003 года Баффет купил на сотни миллионов долларов облигаций, выпущенных Qwest Communications — переживающей трудные времена телекоммуникационной компании, базирующейся в Денвере и известной раньше под названием US West, а также ее действующей дочерней компанией Qwest Corporation. В тот период компания Qwest имела задолженность в размере 26 млрд долл. и находилась в разгаре процесса пересмотра финансовой отчетности за 1999, 2000 и 2001 годы. Ходили слухи о возможном банкротстве компании. Корпоративные облигации Qwest продавались на рынке по цене от тридцати пяти до сорока центов на доллар. Некоторые из этих облигаций обеспечивали доходность в размере 12,5% и были обеспечены конкретными активами компании. Другие, более рискованные, облигации не имели такого обеспечения. Баффет купил облигации обоих типов.

По мнению большинства аналитиков, в тот период активы Qwest имели достаточно высокую стоимость для обеспечения денежного покрытия инвестиций, сделанных Баффетом, даже при таком уровне цен на ее облигации. Кроме того, если бы не необходимость выплачивать проценты, компания Qwest получала бы достаточно большой поток денежных средств. Самым ценным активом компании была действующая на условиях франчайзинга сеть местных телефонных служб, охватывающая 14 штатов. Баффет верил в то, что под руководством бывшего CEO Ameritech Ричарда Ноутберта компания сможет решить все свои проблемы.

## **Amazon.com**

В июле 2002 год Джеф Безос, CEO Amazon.com, заявил о том, что затраты компании на выпуск управленческих опционов на акции будут заноситься в статью расходов. Баффет написал Джефу Безосу письмо, в котором отдал должное такому решению. Всего неделю спустя после

написания этого письма он купил на 98,3 млн долл. высокодоходных облигаций Amazon.com.

Уоррен Баффет высоко ценит менеджеров, которые демонстрируют честность и руководствуются высокими моральными принципами в своей деятельности. Известно, что Баффет уже давно отставил идею занесения расходов на поощрение служащих компании продажам акций по фиксированным ценам в статью расходов. Тем не менее его решение купить облигации Amazon.com не было продиктовано исключительно уважением к позиции Джефа Безоса. Government Employees Insurance Company, подразделение Berkshire Hathaway, занимающееся страхованием автомобилей, должно было получить 16,4 млн долл. прибыли на свои инвестиции в высокодоходные облигации (17% доходности за девять месяцев), в случае если бы компания Amazon.com выкупила 10% подлежащих первоочередному погашению краткосрочных облигаций на общую сумму 264 млн долл., выпущенных в 1998 году. Немного позже, летом 2002 года, Баффет купил еще на 60,1 млн долл. конвертируемых облигаций Amazon.com с фиксированным доходом 67,8%. При курсе 60 долл. за 100 долл. номинала доходность этих облигаций составила 11,46%, а доходность к погашению была бы еще больше.

Общеизвестно, что Баффет стремится делать инвестиции в компании, бизнес которых он понимает, и что он всячески избегает необходимости иметь дело с компаниями, бизнес которых связан с высокими технологиями. Его общение с сетью Интернет ограничено тремя видами деятельности: он покупает книги через интернет-магазины, читает Wall Street Journal и играет в бридж. В своем обращении к акционерам за 2000 год Баффет высмеял свою боязнь высоких технологий: «Мы вошли в XXI столетие, приобщившись к таким современным отраслям, как производство кирпича, ковров и краски, поэтому постарайтесь сдерживать свое возбуждение» [6].

Почему же в таком случае облигации Amazon.com привлекли внимание Баффета? Во-первых, как сказал он сам, они продавались «по чрезвычайно низкой цене». Во-вторых, он верил в то, что компания Amazon.com добьется больших успехов в своей сфере бизнеса. Кроме того, Баффет, возможно, заметил определенное сходство профиля этой компании с другими компаниями розничной торговли, в которые он делал инвестиции. Компания Amazon.com генерирует свою

прибыль на базе громадных объемов продаж по низким ценам, и даже при достаточно низком коэффициенте доходности ей удается обеспечивать приемлемый уровень эффективности и рентабельности. Баффету нравится то, как Джеф Безос создал этот мегабренд, а также то, как он выводил свою компанию из очень трудных ситуаций.

## Арбитраж

Арбитраж в его простейшей форме предполагает покупку ценных бумаг на одном рынке и одновременную продажу их на другом. Цель такой операции заключается в получении прибыли на расхождении в ценах. Например, если акции компании котируются по 20 долл. за акцию на лондонской фондовой бирже и по 20,01 долл. — на токийской, то арбитражер может получить прибыль от одновременной покупки этих акций на лондонской бирже и продаже этих акций на токийской бирже. В этом случае капитал, вкладываемый в покупку акций, не подвергается никакому риску. Арбитражер просто извлекает выгоду из неэффективного функционирования этих двух рынков. Поскольку такая операция не связана с риском, ее можно назвать безрисковым арбитражем. Однако рискованный арбитраж предполагает продажу или покупку ценных бумаг с расчетом на получение прибыли за счет объявленной цены.

Самый распространенный тип рискованного арбитража предполагает покупку ценных бумаг по цене, которая ниже их будущей стоимости. Рискованный арбитраж, как правило, имеет место в связи со сделками о слиянии, ликвидации и реорганизации компаний, а также в связи с предложениями о приобретении контрольного пакета акций компании. Риск, который в таком случае берет на себя арбитражер, заключается в том, что в действительности курс ценных бумаг может не подняться до объявленного уровня.

По мнению Баффета, для оценки возможности рискованного арбитража необходимо найти ответы на три основных вопроса: «Какова вероятность того, что обещанное событие действительно произойдет? На протяжении какого периода будут заморожены средства компании? Какова вероятность, что произойдет более привлекательное событие — например, поступит предложение о поглощении конкурирующей компании? Что произойдет, если обещанное событие не со-

стоится в результате судебного разбирательства о нарушении анти-трестовского закона, из-за финансовых трудностей и т. д.» [7].

Столкнувшись с проблемой превышения объема денежных средств над возможностями их вложения, Уоррен Баффет часто прибегал к арбитражу как к одному из способов выгодного применения избытка наличности. В качестве примера можно привести сделку, заключенную в 1981 году с компанией Arkata Corporation, в соответствии с которой Баффет купил 600 тыс. акций этой компании в тот момент, когда она проходила процедуру выкупа контрольного пакета акций другой компанией за счет кредита. Другие арбитражеры заключают около пятидесяти сделок такого типа ежегодно. Однако Баффет, при всей своей заинтересованности, заключил только несколько крупных арбитражных сделок. Он ограничил свое участие в арбитраже сделками, которые носили открытый и дружественный характер, и отказывался спекулировать на потенциальных слияниях и поглощениях или на вымогательстве, базирующемся на скупке большого количества акций компании с целью их перепродажи этой же компании по завышенной цене.

Баффет никогда не подсчитывал результаты арбитражных сделок, которые были заключены за все время его деятельности. Однако, по его оценкам, арбитражные операции приносили компании Berkshire Hathaway в среднем 25% доналоговой доходности в год. Поскольку арбитраж во многих случаях используется вместо покупки краткосрочных казначейских векселей, интерес Баффета к арбитражным сделкам колеблется в зависимости от объема средств, которыми располагает компания Berkshire.

Тем не менее в настоящее время Баффет не занимается арбитражными операциями активно, а предпочитает держать избыток денежных средств в казначейских векселях и краткосрочных ликвидных инструментах. В некоторых случаях Баффет отдавал предпочтение среднесрочным, не облагаемым налогом облигациям в качестве альтернативы денежным инструментам. Он понимал, что замена среднесрочными облигациями краткосрочных казначейских векселей повлекла бы за собой риск значительных потерь, если бы ему пришлось продавать эти облигации в неблагоприятное время. Однако поскольку эти не облагаемые налогом облигации обеспечивают более высокую доходность по сравнению с казначейскими векселями,

то Баффет знал, что потенциальные убытки могут быть возмещены за счет прироста прибыли.

Арбитражные сделки всегда приносили успех компании Berkshire Hathaway, поэтому у акционеров компании мог вызвать удивление тот факт, что Баффет начал избегать их. Общеизвестно, что доходность сделанных Баффетом инвестиций была даже больше, чем он рассчитывал. Тем не менее в 1989 году условия в сфере арбитража начали меняться. Избыток финансовых средств, обращающихся на рынке сделок по выкупу менеджерами контрольных пакетов акций их компаний за счет кредита, создали условия для безудержного энтузиазма среди участников этого рынка. Баффет не знал, когда кредиторы и покупатели снова обретут способность размышлять здраво, но сам он всегда действовал осторожно в ситуациях, в которых другие поступали легкомысленно. Еще до крушения планов приобретения контрольного пакета акций UAL в октябре 1989 года Баффет начал отказываться от активного участия в арбитражных операциях. Еще одна причина, по всей вероятности, заключалась просто в отсутствии возможностей заключать сделки в масштабе, сопоставимом с громадным портфелем инвестиций Berkshire.

Как бы там ни было, уход Баффета от арбитражных сделок совпал с появлением конвертируемых привилегированных акций, что сделало этот процесс практически безболезненным.

## **Конвертируемые привилегированные акции**

Конвертируемые привилегированные акции — это гибридные ценные бумаги, которые обладают характеристиками как акций, так и облигаций. Как правило, такие ценные бумаги приносят инвесторам более высокую текущую доходность по сравнению с обыкновенными акциями. Такая повышенная доходность в свою очередь обеспечивает защиту от риска снижения курса акций. В период снижения курса обыкновенных акций более высокая доходность конвертируемых привилегированных акций защищает их от падения до уровня обыкновенных акций. Теоретически конвертируемые акции падают в цене до тех пор, пока их текущая доходность не прибли-

зится к цене неконвертируемых облигаций с такой же доходностью и сроком погашения.

Конвертируемые привилегированные акции также открывают перед инвесторами возможность извлечь выгоду от повышения курса обыкновенных акций. Поскольку акции такого типа можно конвертировать в обыкновенные акции, то их курс начинает повышаться вместе с повышением курса последних. Однако конвертируемые акции обеспечивают высокий уровень доходности и могут привести к приросту капитала, поэтому они оцениваются выше цены обыкновенных акций. Эта разность, выраженная в процентах, представляет собой ставку конверсии, по которой привилегированные акции конвертируются в обыкновенные. Как правило, конверсионная ставка колеблется от 20 до 30%. Это означает, что курс обыкновенных акций должен повыситься на 20–30%, прежде чем конвертируемые акции можно будет превратить в обыкновенные без потери стоимости.

Точно так же, как и в случае инвестиций в высокодоходные облигации, Баффет инвестировал капитал в конвертируемые привилегированные акции каждый раз, когда их доходность превосходила по своим возможностям другие инвестиционные проекты. В конце 1980-х и в 1990-х годах Баффет приобрел конвертируемые привилегированные акции таких компаний, как Salomon Brothers, Gillette, USAir, Champion International, American Express и др.

Некоторые компании попали под прицел так называемых захватчиков, имеющих своей целью поглощение, и Баффет приобрел репутацию «рыцаря на белом коне», который спасает компании от враждебного поглощения. Однако сам Баффет не считал себя спасителем, действующим исключительно ради блага других. Он воспринимал покупку акций этих компаний как возможность выгодно вложить капитал и тем самым использовать благоприятную возможность для получения большой прибыли. Кроме того, привилегированные акции этих компаний обеспечивали Баффету более высокую доходность, чем он мог бы получить от инвестиций в другие финансовые инструменты.

Некоторые компании-эмитенты конвертируемых привилегированных акций были знакомы Баффету. Однако что касается других компаний, то Баффет недостаточно глубоко разбирался в их бизнесе, а также не мог прогнозировать с достаточной степенью достоверности размеры потока денежных средств в этих компаниях. Баффет считал, что

именно невозможность такого прогнозирования и есть причина того, что компания Berkshire Hathaway инвестировала капитал в конвертируемые привилегированные акции упомянутых выше компаний, а не в их обыкновенные акции. Несмотря на возможности получения прибыли от превращения конвертируемых акций в обыкновенные, действительная ценность привилегированных акций, по мнению Баффета, заключается в обеспечении фиксированного дохода.

Из этого правила есть одно исключение — MidAmerican. Многосторонняя сделка с этой компанией охватывала конвертируемые привилегированные акции, обыкновенные акции, а также долговые обязательства компании. В этом случае Баффет заинтересовался конвертируемыми привилегированными акциями не только благодаря их способности обеспечивать фиксированный доход, но и благодаря возможности получить долю в акционерном капитале компании-эмитента.

### MidAmerican

14 марта 2000 года компания Berkshire приобрела 34,56 млн конвертируемых привилегированных акций и 900 942 обыкновенные акции MidAmerican Energy Holdings Company (газово-энергетической компании, расположенной в городе Де-Мойне) за приблизительно 1,24 млрд долл., или в среднем по 35,05 долл. за акцию. Два года спустя, в марте 2002 года, компания Berkshire купила еще 6,7 млн конвертируемых привилегированных акций за 402 млн долл. В результате компания Berkshire получила в собственность 9% акций MidAmerican, дающих право голоса, и немного более 80% акций, не дающих этого права, но представляющих интерес с точки зрения их доходности.

После 2002 года компания Berkshire и некоторые из ее дочерних компаний купили привилегированные акции без права передачи на сумму около 1,728 млн долл., часть которых на сумму 150 млн долл. были погашены в августе 2003 года. Еще 300 млн долл. вложил в акции MidAmerican Дэвид Сокол, председатель совета директоров и CEO компании, а также Уолтер Скотт, крупнейший инвестор компании. В действительности именно Скотт первым обратился к Баффету с предложением о покупке акций MidAmerican. Это была первая крупная сделка, над которой Баффет и Скотт работали вместе впервые за всю историю своей пятидесятилетней дружбы.

Цена, которую заплатил Баффет за акции MidAmerican, была близка к нижнему краю возможного ценового диапазона – от 34 до 48 долл. за акцию. Следовательно, Баффет купил эти акции по выгодной цене. Помимо этого, Баффет, так же как и акционеры Berkshire Hathaway, был уверен в перспективах развития MidAmerican настолько, что оказал финансовую поддержку этой компании в приобретении трубопроводов на сумму около 15 млрд долл. В качестве одного из элементов этой стратегии роста компания MidAmerican (с помощью Баффета) выкупила трубопроводы у энергетических компаний, попавших в затруднительное экономическое положение.

В марте 2002 года Баффет купил трубопровод Kern River Gas Transmission у компании Williams Company, расположенной в штате Талса. Этот трубопровод ежедневно транспортировал 850 млн кубических футов газа на расстояние 935 миль. Баффет заплатил за него 960 млн долл., взяв на себя имеющиеся долги, а также затратил 1 млрд долл. в виде капиталовложений.

Немногим позже, в том же 2002 году, компания MidAmerican также приобрела газопровод Dynegy's Northern Natural по договорной цене 900 млн долл., плюс покрытие долга. Впоследствии, в начале 2004 года, руководство Berkshire заявило, что компания вложит 30% расходов, или 2 млрд долл., в строительство нового газопровода, предназначенного для транспортировки природного газа из месторождения на Аляске, в районе Северного склона; это позволило бы увеличить добычу газа в США на 7%. Председатель совета директоров MidAmerican Сокол сказал, что без помощи Баффета компании трудно было бы сделать такие инвестиции.

В процессе другой сделки аналогичного плана дочерняя компания Berkshire MENC Investment Inc. купила на 275 млн долл. привилегированных акций компании Williams. Привилегированные акции такого типа, как правило, не дают такого же права голоса при избрании членов совета директоров, которое дают обыкновенные акции. Тем не менее по условиям этой сделки компания Berkshire Hathaway получила право на избрание 20% состава совета директоров MidAmerican, так же как и право утверждать решения относительно заключения некоторых важных сделок.

Летом того же года Уоррен Баффет и компания Lehman Brothers предоставили компании Williams подлежащий первоочередному погашению кредит на сумму 900 млн долл. Он был предоставлен

сроком на один год под 19% годовых и обеспечен практически всеми газовыми и нефтяными активами компании Barret Resources, которую компания Williams в свое время выкупила за 2,8 млрд долл. Сообщалось, что предоставленный Баффетом кредит был частью пакета договоренностей по обеспечению компании Williams, по-прежнему остававшейся компанией инвестиционного класса, с денежными средствами и кредитами на общую сумму 3,4 млрд долл. Цель такого финансирования заключалась в том, чтобы помочь компании предотвратить банкротство. Условия сделки были очень жесткими и предусматривали такие комиссионные за предоставление кредита, которые, по некоторым сообщениям, могли поднять процентную ставку по сделке до 34%. Однако в защиту такой жесткости условий можно привести следующий аргумент: Уоррен Баффет не только помогал компании инвестиционного класса преодолеть возникшие трудности, но и защищал себя от возможного риска.

Сделка с MidAmerican была не единственной попыткой Баффета инвестировать капитал в энергетическую отрасль, столкнувшуюся в то время с различными проблемами. Тем не менее инвестиции в эту компанию были комплексными и затрагивали многие аспекты ее деятельности. Баффет был убежден в том, что действительная стоимость компании была выше ее текущей рыночной цены. Он знал, что высшие руководители компании, в том числе Уолтер Скотт и Дэвид Сокол, действовали открыто, честно и разумно. Помимо всего прочего, энергетическая отрасль имеет все возможности для стабильной деятельности, поэтому Баффет рассчитывал на повышение уровня стабильности и рентабельности энергетических компаний.

В ситуации с MidAmerican Уоррен Баффет сделал инвестиции в ценные бумаги с фиксированным доходом, с перспективой их обмена на обыкновенные акции. Как и во всех остальных случаях, он действовал как владелец и взял на себя ответственность за дальнейшее развитие компании. Он заработал немного денег на твердопроцентных ценных бумагах компании Williams, обеспечивая при этом защиту своих капиталовложений договорными обязательствами, высокими процентными ставками и активами (в частности, активами Barret Resources). Как оказалось, компания MidAmerican стала третьим по величине поставщиком электроэнергии в Соединенном Королев-

стве Великобритании, а также обеспечивала электричеством 689 тыс. жителей штата Айова, а трубопроводы Kern River и Northern Natural обеспечивали транспортировку около 7,8% природного газа в США. В целом компания имела в своем распоряжении активов на сумму 19 млрд долл. и получала в среднем по 6 млрд долл. годового дохода от 25 штатов и ряда других стран. Компания Berkshire Hathaway получала от своих ценных бумаг MidAmerican около 300 млн долл. прибыли в год.

Анализируя данное направление инвестиционной деятельности Уоррена Баффета, важно помнить о том, что он расценивает конвертируемые привилегированные акции, в первую очередь, как ценные бумаги, приносящие фиксированный доход, и только потом как средство получения прибыли от прироста капитала. Следовательно, стоимость привилегированных акций, которыми владеет компания Berkshire Hathaway, не может быть меньше стоимости аналогичных неконвертируемых привилегированных акций и даже может превышать эту стоимость из-за наличия прав на конвертирование привилегированных акций в обыкновенные.

Уоррен Баффет получил всеобщее признание как величайший инвестор мира, использующий при инвестировании принцип сравнения стоимости и цены приобретаемых объектов (принцип «цена/стоимость»). Стратегия такого инвестора заключается в том, чтобы покупать акции, облигации, другие ценные бумаги, а также компании в целом по цене, которая значительно ниже действительной стоимости, и ждать повышения их цены. Таким образом, Баффет придерживается одних и тех же принципов независимо от типа инвестиций — в акции, дающие высокие дивиденды, или в высокодоходные корпоративные облигации. Инвестор, использующий принцип «цена/стоимость», активно действует там, где есть возможность заключения выгодной сделки.

Уоррена Баффета принято считать инвестором, отдающим предпочтение долгосрочным инвестициям в обыкновенные акции. Однако у него достаточно способностей, жизненных сил и капитала, чтобы включать в сферу своей деятельности проблемные отрасли и отыскивать там «неограниченные алмазы». Баффет выбирает в качестве потенциальных объектов для инвестиций компании, функционирующие под управлением честных, умных менеджеров и выпускающие

продукцию, способную генерировать поступления денежных средств. Кроме того, Баффет отдает предпочтение тем финансовым инструментам, которые наиболее целесообразны на текущий момент. Уоррен Баффет в большинстве случаев принимает правильные решения, однако когда он совершает ошибки, то открыто признает их. Как показывают цифры, решение Баффета серьезно заняться инвестициями в ценные бумаги с фиксированным доходом в 2002 и 2003 годах оказалось правильным. В 2002 году общий объем прибыли, полученной от инвестиций в твердопроцентные ценные бумаги составил 1 млрд долл. В 2003 году эта цифра увеличилась в три раза — до 2,7 млрд долл.

# Глава 10

## Как управлять инвестиционным портфелем

В предыдущих главах книги представлен анализ подхода Уоррена Баффета к принятию инвестиционных решений. Он основан на двенадцати неподвластных времени принципах инвестиционной деятельности. В книге также рассматривается, как Уоррен Баффет использует все эти принципы в процессе покупки акций и облигаций, а также в случае приобретения компаний. Большое внимание в предыдущих главах уделено также анализу общей концепции инвестиционной деятельности, которой придерживается Баффет.

Каждому инвестору известно, что принятие решения о том, акции какой компании следует покупать, — это только половина дела. Не менее важен процесс управления портфелем ценных бумаг, а также обучение тому, как справляться с эмоциональными перегрузками, неизменно сопровождающими принятие таких решений.

Уоррен Баффет как величайший инвестор и здесь покажет нам путь.

Голливуд создал стереотипный образ того, как должен выглядеть менеджер по управлению капиталом: он разговаривает по двум телефонам одновременно, лихорадочно делает какие-то записи, пытаясь при этом не отрывать глаз от многочисленных экранов мониторов, мигающих во всех уголках его кабинета, и яростно рвет на себе волосы, когда один из экранов показывает даже самое незначительное падение курса акций.

Уоррен Баффет безмерно далек от этого безумия. Он всегда спокоен, и это спокойствие основано на глубокой убежденности в правильности предпринимаемых действий. У него нет необходимости наблюдать за десятком компьютерных экранов одновременно, поскольку

ежеминутные изменения, происходящие на рынке, не представляют для него никакого интереса. Уоррен Баффет не мыслит категориями минут, дней и даже месяцев. Он оценивает происходящее в годах. Ему не нужно отслеживать события, происходящие в сотнях компаний, он фокусирует свою инвестиционную активность только на избранных. Такой подход, который сам Баффет называет «концентрированным вложением капитала», значительно упрощает задачу управления инвестиционным портфелем.

Мы просто сосредоточиваем свое внимание на нескольких выдающихся компаниях. Мы — концентрированные инвесторы [1].

*Уоррен Баффет, 1994 год*

### **Статус-кво: выбор из двух вариантов**

Управление портфелем ценных бумаг в его современном виде, как показывает общепринятая практика, сводится к «перетягиванию каната» между двумя конкурирующими стратегиями — активным управлением инвестициями и индексным инвестированием.

Менеджеры, осуществляющие активное управление инвестиционным портфелем, постоянно заняты покупкой и продажей большого количества обыкновенных акций. Их работа заключается в том, чтобы попытаться максимально удовлетворить потребности своих клиентов. Это подразумевает неизменное опережение рыночных показателей, которое должно обеспечивать положительный ответ каждый раз, когда у клиента возникает желание определить эффективность своих инвестиций по наиболее очевидному критерию: «Каков уровень эффективности моего инвестиционного портфеля по сравнению со средними рыночными показателями?» Если ответ на такой вопрос будет положительным, клиент оставит свои деньги в фонде. Для того чтобы обеспечить неизменное превышение рыночных показателей, активный портфельный менеджер пытается прогнозировать, что произойдет с ценными бумагами на протяжении ближайших шести месяцев и постоянно меняет состав портфеля в надежде на то, что ему удастся извлечь выгоду из своих прогнозов.

Индексное инвестирование предполагает пассивный подход к управлению портфелем ценных бумаг, — подход, который сводится

к покупке ценных бумаг и владению ими на протяжении длительного периода. Такая стратегия предполагает формирование диверсифицированного портфеля обыкновенных акций, состав и поведение которого в максимально возможной степени имитирует эталонный индекс, например Standard & Poor's 500. Самый простой и в настоящий момент самый распространенный способ создания такого инвестиционного портфеля — через индексные взаимные фонды.

Сторонники обоих подходов к управлению инвестиционным портфелем давно ведут борьбу за то, чтобы доказать, какой из них обеспечивает более высокий уровень доходности инвестиций.

Активные портфельные менеджеры утверждают, что благодаря их исключительно высокому мастерству в выборе ценных бумаг они могут обеспечить более высокие результаты по сравнению с менеджерами, которые придерживаются стратегии индексного инвестирования. Специалисты по индексному инвестированию, в свою очередь, могут привести аргументы в пользу своего метода, основываясь на результатах за прошлый период. В процессе исследования, охватившего двадцатилетний период (с 1977 по 1997 год), проанализирована эффективность взаимных акционерных фондов. На основании результатов этого исследования установлено, что в процентном соотношении количество фондов, эффективность которых превышала бы эффективность индекса Standard & Poor's 500, резко сократилось — с 50% в самом начале рассматриваемого периода до 25% за последних четыре года. В ноябре 1998 года эффективность 90% фондов с активным управлением портфелем инвестиций была ниже рыночных показателей (в среднем на 14% ниже индекса S&P 500), и только 10% таких фондов превысили этот показатель [2].

Активное управление инвестиционным портфелем, получившее в наши дни широкое распространение, не имеет больших шансов для того, чтобы эффективность инвестиций его сторонников превысила эффективность индекса S&P 500. Во-первых, активное управление инвестиционным портфелем основано на весьма ненадежном первоначальном предположении: покупать сегодня любые рекомендуемые инвестиционными управляющими ценные бумаги с тем, чтобы их можно было выгодно продать в ближайшем будущем. Роковая ошибка такой логики заключается в том, что, учитывая всю сложность современного финансового мира, предсказывать развитие событий

в нем просто невозможно. Во-вторых, высокий уровень активности в процессе управления портфелем ценных бумаг влечет за собой высокие транзакционные издержки, существенно сокращающие чистую прибыль инвесторов. Если учесть все эти издержки, станет очевидно, что сфера активного управления капиталом преопределила свою собственную гибель.

Индексное инвестирование не влечет за собой таких больших затрат, поэтому подобный подход к управлению инвестиционным портфелем во многих отношениях гораздо лучше активного управления. Однако даже лучший индексный фонд в самый результативный период может обеспечить прибыль на инвестированный капитал, которая не превышает средние рыночные показатели. Эффективность индексного инвестирования может не быть ниже рыночного уровня, но и превысить этот уровень не может.

Разумный инвестор должен в такой ситуации задать себе следующий вопрос: «Доволен ли я средними показателями доходности инвестиций? Могу ли я более выгодно вложить свой капитал?»

## Новый выбор

Если бы Уоррену Баффету пришлось выбирать между активным управлением инвестиционным портфелем и индексным инвестированием, он без колебаний выбрал бы второе. Индексное инвестирование особенно подходит инвесторам, которые не любят рисковать и которые не очень хорошо разбираются в конкретных видах бизнеса, но все же хотят иметь преимущества, предоставляемые долгосрочным вложением капитала в обыкновенные акции.

«Вкладывая деньги в индексный фонд время от времени, — говорит Баффет в свойственной ему манере, — начинающий инвестор может получить большую отдачу от своих инвестиций, чем профессиональные инвесторы» [3]. Однако Баффет подчеркивает, что существует и третий вариант подхода к инвестированию, — совершенно другой тип стратегии активного управления инвестиционным портфелем, которая значительно повышает шансы инвестора на то, чтобы превзойти результаты индексного инвестирования. Эта альтернатива — концентрированные инвестиции.

## **Концентрированные инвестиции: общая концепция**

Суть концентрированных инвестиций сводится к следующему. Инвестору необходимо выбрать акции нескольких компаний, которые с большой степенью вероятности на протяжении длительного периода будут показывать доходность, превышающую среднерыночную, затем сконцентрировать основную часть своего капитала в этих акциях и удерживать их даже во время непродолжительных периодов резких колебаний рынка. В следующих разделах представлено описание отдельных составляющих этого процесса.

### **Поиск выдающихся компаний**

За многие годы своей инвестиционной деятельности Уоррен Баффет выработал собственную методику определения того, какие компании заслуживают приобретения их акций. В основе этой методики лежит здравый смысл: если компания преуспевает и если она функционирует под управлением разумных менеджеров, то в итоге действительная стоимость этой компании отразится на курсе ее акций. Таким образом, Баффет направляет свое внимание не на отслеживание курса акций, а на анализ экономических показателей ключевого бизнеса компании, а также на оценку качества управления ею.

Проанализированные в предыдущих главах принципы, которых придерживается Уоррен Баффет, можно рассматривать в качестве своеобразного набора инструментов инвестиционной деятельности. Каждый принцип представляет собой один аналитический инструмент, а все принципы в совокупности можно использовать в качестве методики определения компаний, способных обеспечить инвестору высокую отдачу вложений. Баффет использует этот набор инструментов для поиска компаний с продолжительной историей эффективного ведения бизнеса и со стабильным менеджментом. Эти показатели означают для него высокую вероятность того, что в будущем такие компании обеспечат высокие результаты. В этом и состоит суть концентрированного инвестиционного процесса: вложение капитала в компании с самой высокой вероятностью получения результатов, превышающих средние рыночные показатели.

*Золотые правила инвестора, придерживающегося концентрированного подхода*

1. Концентрация инвестиций в акциях выдающихся компаний, функционирующих под управлением эффективных менеджеров.
2. Сосредоточение усилий только на нескольких компаниях, бизнес которых действительно понятен инвестору. Количество таких компаний может изменяться в пределах от десяти до двадцати. Если же их больше двадцати, это может повлечь за собой возникновение определенных проблем.
3. Выбор лучших из этих компаний и вложение большей части капитала именно в них.
4. Оценивание инвестиции с долгосрочных позиций: минимум пять–десять лет.
5. Движение вперед, несмотря на возможные колебания курсов акций.

### **Лучше меньше, да лучше**

Помните совет Баффета инвестору, который не очень осведомлен в тонкостях инвестиционной деятельности, — инвестировать свои средства только в индексные фонды? В контексте концентрированных инвестиций еще больший интерес представляет следующий совет Баффета: «Если вы принадлежите к числу хотя бы в какой-то степени компетентных инвесторов, если вы способны разобраться в экономике бизнеса и можете найти пять-десять правильно оцененных компаний, в таком случае традиционная диверсификация инвестиций (формирование активно управляемого портфеля с широкой базой) не имеет для вас никакого смысла» [4].

Почему Баффет так критично оценивает обычную диверсификацию инвестиционного портфеля? Прежде всего, такая диверсификация существенно повышает вероятность вложения капитала в ценные бумаги компаний, с деятельностью которых инвестор не очень хорошо знаком. Филип Фишер, который был известен своими концентрированными портфельными инвестициями (хотя он сам и не использовал этот термин), оказал большое влияние на представления Баффета в этой сфере. Фишер всегда говорил, что он предпочитает вкладывать деньги в акции небольшого количества выдающихся компаний, бизнес которых он хорошо понимает, вместо того чтобы инвестировать в большое количество посредственных компаний, бизнес которых для него не совсем понятен.

Применяя на практике принципы Уоррена Баффета, инвесторы, немного разбирающиеся в тонкостях инвестиционной деятельности, могут добиться более высоких результатов, концентрируя свое внимание всего на нескольких компаниях. Каким должно быть количество таких компаний? Даже самые выдающиеся специалисты в современной финансовой сфере признают, что если портфель в среднем состоит из акций пятнадцати различных компаний, это обеспечивает диверсификацию инвестиций на 85% [5]. Для обычного инвестора оптимальное количество компаний, в акции которых целесообразно вкладывать капитал, — от десяти до двадцати. Процесс концентрированных инвестиций потерпит неудачу, если он будет использоваться для формирования большого портфеля инвестиций, состоящего из акций десятков компаний.

### **Целесообразность крупных капиталовложений в многообещающие компании**

Влияние Филипа Фишера на Баффета проявляется также и в его уверенности в том, что единственная разумная линия поведения при обнаружении многообещающих возможностей с точки зрения инвестиций — делать крупные капиталовложения. Уоррен Баффет полностью разделяет это мнение: «Каждый раз, когда вы делаете инвестиции в ту или иную компанию, у вас должно хватить смелости и убежденности, чтобы вложить, по крайней мере, десять процентов собственного капитала в акции этой компании» [6].

Теперь понятно, почему Баффет считает, что идеальный портфель должен содержать акции не более чем десяти компаний, если на долю каждой из них должно приходиться минимум десять процентов капитала. Однако процесс концентрированных инвестиций не сводится к простому поиску десяти хороших компаний и разделению капитала на десять равных частей. Даже если предположить, что все акции, из которых состоит концентрированный портфель, способны обеспечить инвестору значительную доходность, эта вероятность все равно не будет одинаковой во всех случаях. Следовательно, в акции некоторых компаний необходимо вложить больше капитала, чем в акции других.

Игроки в «Блэк Джек» понимают это интуитивно: когда фортуна благоволит одному из игроков, он должен сделать большую ставку.

Я не могу делать инвестиции в 50 или 75 компаний. Такие инвестиции напоминают мне Ноев ковчег: в итоге можно оказаться в зоопарке. Я предпочитаю вкладывать значительные суммы лишь в несколько компаний [7].

*Уоррен Баффет, 1987 год*

Вернемся на минуту к решению Баффета купить акции American Express для товарищества с ограниченной ответственностью Buffet Partnership, Ltd (об этой сделке идет речь в главе 1). Когда из-за угрозы скандала курс акций компании упал почти в два раза, Баффет принял смелое решение вложить 40% всех активов товарищества в покупку акций American Express. Несмотря на полемику о состоянии дел в компании, он был убежден в *ее солидности, а также в том, что в итоге курс акций American Express вернется к надлежащему уровню*. Баффет увидел в сложившейся ситуации большие возможности. Однако стоила ли такая сделка почти половины активов товарищества? Это была большая ставка, которая сполна оправдала себя: на протяжении последующих двух лет цена акций компании увеличилась в три раза, а партнеры Buffett Partnership получили 20 млн долл. чистой прибыли.

### **Терпеливость инвестора**

Концентрированные инвестиции — это полная противоположность концепции вложения капитала, в основе которой лежит широкая диверсификация капитала и высокая оборачиваемость инвестиций. Концентрированное вложение капитала имеет самые высокие среди всех активных стратегий шансы на то, чтобы с течением времени обеспечить превышение доходности фондового индекса. Тем не менее даже такой многообещающий подход к инвестициям требует от инвестора терпеливо хранить акции, входящие в состав его портфеля, даже если ему кажется, что другие стратегии могли бы обеспечить более высокие результаты.

Как долго целесообразно хранить акции в неприкосновенности? Логично было бы предположить, что не существует точного критерия определения длительности периода хранения акций (хотя Баффет, по всей вероятности, сказал бы, что любой срок менее пяти лет неприемлем). Задача заключается не в обеспечении *нулевой* оборачиваемости инвестиций (другими словами, никогда ничего не продавать) — такой подход неприемлем, поскольку он помешал

бы инвестору воспользоваться преимуществами более выгодных капиталовложений. Самое подходящее правило, основанное на практическом опыте, заключается в целесообразном обеспечении оборачиваемости инвестиций от 20 до 10%, что, в свою очередь, означает необходимость хранить ценные бумаги приблизительно от пяти до десяти лет.

### **Спокойное отношение к колебаниям курсов**

Концентрированные инвестиции преследуют цель получения доходности инвестированного капитала, *превышающую* среднее значение. Существуют веские доказательства в пользу того, что такое стремление в большинстве случаев оказывается успешным. Эти доказательства получены как в процессе научных исследований, так и на основании конкретных примеров концентрированного вложения капитала. Однако нет сомнений и в том, что на пути к достижению этой цели возникают определенные трудности, поскольку неустойчивость курсов акций представляет собой обязательный сопутствующий аспект концепции концентрированных инвестиций. Инвесторы, придерживающиеся принципа концентрированного инвестирования, терпеливо относятся к такой нестабильности курсов акций, поскольку знают, что в долгосрочном периоде экономические процессы, лежащие в основе деятельности компании, с избытком компенсируют любые краткосрочные колебания курсов.

Баффет всегда умел игнорировать трудности подобного типа. То же можно сказать и о его партнере, Чарли Мангере, который однажды подсчитал, используя таблицу сложных процентов и свой опыт игры в покер, что до тех пор, пока он сможет контролировать свою реакцию на колебания курсов, вполне достаточно будет владеть акциями трех компаний. «Я знаю, что психологически я готов к таким трудностям, поскольку меня воспитали люди, верящие в возможность их преодоления» [8].

Возможно, читатель тоже принадлежит к многочисленной категории людей, способных преодолевать трудности. Но даже если читателю не посчастливилось вырасти в кругу таких людей, он может сам воспитать в себе некоторые их черты. Задача сводится к тому, чтобы принять осознанное решение о том, чтобы изменить свое мышление и линию поведения. Невозможно за краткий промежуток времени

выработать новые привычки и способность мыслить по-новому, но постепенное привыкание к тому, чтобы не паниковать и не предпринимать поспешных действий в ответ на превратности рынка, — это необходимая и выполнимая задача.

## Баффет и современная портфельная теория

Вера Уоррена Баффета в фундаментальные идеи концентрированного инвестирования обуславливает наличие разногласий между его пониманием инвестиций и представлениями многих других авторитетных специалистов в сфере финансов, а также с набором идей, известных под общим названием *современная портфельная теория*. Поскольку в данной книге излагаются основные идеи Уоррена Баффета и поскольку сам он не разделяет принципов современной портфельной теории, в книге не уделяется много внимания ее описанию. Однако читатель продолжит изучение теоретических основ инвестиционной деятельности и за рамками данной книги и тогда обязательно столкнется с этой теорией, поэтому целесообразно раскрыть некоторые ее базовые элементы. После этого будет описана позиция Баффета по каждому из этих элементов.

Современная портфельная теория представляет собой комбинацию трех плодотворных концепций из сферы управления финансами, разработанных тремя выдающимися учеными. Гарри Марковиц, аспирант кафедры экономики Чикагского университета, впервые измерил количественное соотношение между доходностью и уровнем риска. Применяв такой метод математических вычислений, как ковариационный анализ, он измерил динамику доходности группы акций и использовал полученные результаты для определения уровня риска портфеля в целом.

Гарри Марковиц пришел к выводу, что не существует прямой зависимости между риском инвестиций и колебаниями курсов акций отдельных компаний. Риск инвестиций зависит от колебания курсов всех акций портфеля в одном направлении. В таком случае существует достаточно высокая вероятность одновременного падения курса всех акций в результате каких-либо перемен в экономике. По словам Марковица, единственно разумный способ защиты от по-

добного развития событий — это диверсификация инвестиционного портфеля.

Примерно десять лет спустя другой ученый, Билл Шарп из Калифорнийского университета (Лос-Анджелес), разработал математическую процедуру оценки неустойчивости курсов акций, которая упрощала подход Марковица. Эта процедура получила название «ценовая модель рынка капитала» (Capital Asset Pricing Model).

Таким образом, на протяжении одного десятилетия двумя учеными разработаны два элемента теории, которую впоследствии назовут современной портфельной теорией. Гарри Марковиц высказал идею о том, что приемлемое соотношение между доходностью и риском акций зависит от диверсификации портфеля. Билл Шарп создал формулу расчета риска. Третий элемент — теорию эффективного рынка (EMT, Efficient Market Theory) — разработал молодой доцент кафедры финансов Чикагского университета Юджин Фама.

Юджин Фама начал изучать закономерности колебаний биржевых курсов акций в начале 1960-х. Прочитав большое количество литературы, он изучил всю доступную информацию о поведении фондового рынка и сделал следующий вывод: курсы акций не поддаются прогнозированию из-за высокой эффективности рынка. На эффективном рынке, по мере того как информация становится доступной, многие умные люди активно используют ее таким образом, что это вызывает незамедлительное изменение курсов акций еще до того, как из этого кто-либо сможет извлечь выгоду. В любой произвольно взятый момент времени биржевые курсы отображают всю имеющуюся информацию об акциях. Следовательно, прогнозам относительно развития событий нет места в контексте эффективного рынка, поскольку курсы акций корректируются слишком быстро.

### **Точка зрения Баффета на риск**

Согласно современной портфельной теории, степень риска определяется неустойчивостью (волатильностью) курсов акций. Однако на протяжении всей своей карьеры Баффет всегда воспринимал падение курса акций как возможность заработать деньги. В таком случае кратковременное падение курса акций на самом деле сокращает степень риска. Баффет подчеркивает: «Для владельцев компании — а мы считаем акционеров именно владельцами компании —

академическое определение риска совершенно неуместно в контексте нашего понимания инвестиционной деятельности, причем в такой степени, что попытка применить это определение только приводит к созданию абсурдных ситуаций» [9].

Баффет совсем по-другому определяет риск. В его понимании риск связан с возможностью ущерба, нанесенного инвестору. Это фактор формирования действительной стоимости компании, а не поведения курсов на фондовом рынке. Финансовый ущерб бывает причинен в результате некорректной оценки будущей прибыли от бизнеса компании, а также неконтролируемого, не поддающегося прогнозированию влияния налогов и инфляции.

Кроме того, Баффет считает, что риск неразрывно связан с инвестициями. По его мнению, если инвестор покупает акции сегодня с намерением продать их завтра, он тем самым заключает рискованную сделку. Возможность предсказать, повысится или упадет курс акций за такой краткий временной интервал, равна вероятности того, какой стороной упадет подброшенная монета, — другими словами, инвестор проиграет в пятидесяти случаях из ста. Однако, как утверждает Баффет, если инвестор увеличит промежуток времени, на протяжении которого он намерен держать акции (инвестиционный горизонт), до нескольких лет (безусловно, при условии что покупка этих акций была хорошо продумана), тогда вероятность успеха существенно увеличивается.

### **Точка зрения Баффета на диверсификацию**

Представление Баффета о риске определяет и сущность его стратегии диверсификации — по этому вопросу его точка зрения также прямо противоположна современной портфельной теории. Согласно этой теории, основное преимущество широкой диверсификации портфеля акций заключается том, что это позволяет смягчить последствия неустойчивости биржевых курсов акций. Но если инвестор не проявляет беспокойства по поводу колебаний курсов (как это делает сам Баффет), в таком случае он увидит диверсификацию портфеля совсем в другом свете.

Уоррену Баффету известно, что многие так называемые ученые мужи могут расценивать стратегию Berkshire как более рискованную, но он не разделяет этой точки зрения. «Мы убеждены в том, что по-

литика концентрации портфеля может существенно *снизить* степень риска, в случае если такая концентрация повышает, как и должно происходить на самом деле, заинтересованность инвестора в успехе бизнеса компании, а также его уверенность в основополагающих экономических характеристиках деятельности этой компании еще до покупки ее акций» [10]. Осознанное сосредоточение усилий на нескольких избранных компаниях позволяет инвестору внимательно изучить их деятельность, а также точно определить их действительную стоимость. Чем больше инвестор знает о компании, в которую он намерен вложить свои средства, тем меньше степень риска, которому могут подвергнуться его инвестиции.

«Диверсификация служит защитой от неосведомленности, — говорит Баффет. — Если вы хотите обезопасить себя от любых неприятностей, связанных с ситуацией на рынке, то должны вести себя как владелец, независимо от того, идет речь о целой компании или только о ее акциях. В этом нет ничего плохого. Это самый надежный подход для тех, кто не знает, как необходимо анализировать деятельность компаний» [11].

### **Точка зрения Баффета на теорию эффективного рынка**

Для Баффета главная проблема в теории эффективного рынка заключается в следующем: эта теория не приносит никакой пользы инвесторам, которые анализируют всю доступную им информацию (как того требует Баффет), что и дает им конкурентное преимущество.

Тем не менее теорию эффективного рынка с фанатичным рвением преподают во всех школах бизнеса, и это в высшей степени удовлетворяет Баффета. «Естественно, плохая услуга, оказанная студентам и доверчивым профессиональным инвесторам, которые приняли теорию эффективного рынка на веру, — это одновременно и очень большая услуга нам и всем последователям Грэхема, — отметил Баффет с иронией. — Если рассуждать эгоистично, нам следовало бы платить учебным заведениям за то, чтобы они никогда не прекращали преподавать студентам теорию эффективного рынка» [12].

На протяжении многих лет современная портфельная теория защищает инвесторов, которые обладают ограниченными знаниями и пониманием того, как следует оценивать деятельность компании. Но такая защита не дается бесплатно. По мнению Баффета,

современная портфельная теория учит добиваться средних результатов. Но я думаю, что каждый человек может понять, как добиваться результатов, в пять раз превышающих средние» [13].

## Суперинвесторы из «Баффетвилля»

Одна из величайших книг об инвестициях впервые увидела свет в 1934 году, в разгар Великой депрессии. Книга «Анализ ценных бумаг», написанная Бенджамином Грэхемом в соавторстве с Дэвидом Доддом, получила признание во всем мире как классический труд по инвестициям. Она переиздавалась пять раз на протяжении шестидесяти пяти лет. Невозможно переоценить ее влияние на современный мир инвестиций.

Через пятьдесят лет после первой публикации книги Школа бизнеса Колумбийского университета организовала семинар, проведением которого планировалось отметить годовщину выхода этого фундаментального труда. Уоррен Баффет, один из самых известных бывших воспитанников школы, а также один из наиболее знаменитых современных последователей подхода к инвестициям, опирающегося на принцип «цена/стоимость», разработанный Грэхемом, обратился к участникам семинара с речью. Он назвал ее так: «Суперинвесторы из Грэхем-Доддсвилля», и, как и все, что говорит Баффет, эта фраза стала такой же классической, как и книга, о которой это было сказано [14].

Баффет начал свою речь с краткого описания центрального аргумента современной портфельной теории, который заключается в том, что фондовый рынок функционирует эффективно, что все акции оцениваются корректно, и поэтому каждый, кому удастся год за годом добиваться успеха на фондовом рынке, обязан этим успехом простой удаче. Далее Баффет сказал: «Может быть, это и так, но я знаю некоторых людей, которые сделали это, и их успех нельзя отнести только на счет случайной удаче».

Потом он привел доказательства. Его примеры относились к инвестиционной деятельности людей, которым удавалось на протяжении длительного времени добиваться успеха на рынке не благодаря удаче, а благодаря тому, что они придерживались принципов Бенджамина Грэхема. Все они живут, как сказал в тот день Уоррен Баффет, в «интеллектуальном городке» под названием Грэхем-Доддсвилль».

Почти через десять лет после этих событий я подумал о том, что было бы интересно снова упомянуть о тех людях, деятельность которых подтверждает правильность концепции Грэхема и которые разделяют уверенность Баффета в подходе к инвестициям на основе принципа «цена/стоимость» и в концентрированном вложении капитала в акции небольшого количества компаний. Я думаю, этих людей можно было бы назвать «суперинвесторами из Баффетвилля», и к их числу принадлежит Чарли Мангер, Билл Руан, Лу Симпсон и, конечно, Уоррен Баффет. Результаты их деятельности могут научить многому.

### Чарли Мангер

Высокий уровень доходности инвестиций компании Berkshire Hathaway, как правило, связывают с именем председателя совета директоров компании. Тем не менее не следует забывать о том, что заместитель председателя Чарли Мангер — тоже выдающийся инвестор. Акционеры, посещавшие ежегодные собрания Berkshire Hathaway или читавшие статьи Чарли Мангера в Outstanding Investor Digest понимают, насколько велик интеллект этого человека.

«Я встретился с ним где-то в 1960-м году, — вспоминает Баффет, — и сказал ему, что право — это прекрасное хобби, но он способен на большее»[15]. Как уже упоминалось в этой книге, Чарли Мангер в тот период имел процветающую юридическую практику в Лос-Анджелесе, однако постепенно все больше внимания и энергии уделял новому инвестиционному товариществу, носившему его имя. Результаты, которых Чарли Мангеру удалось добиться благодаря своим талантам, представлены в табл. 10.1.

Табл. 10.1

#### Результаты работы Charles Manger Partnership

Год	Изменение доходности (за год, %)	
	Для компании	Для Dow Jones Industrial Average
1962	30,1	-7,6
1963	71,7	20,6
1964	49,7	18,7
1965	8,4	14,2

Окончание табл. 10.1

Год	Изменение доходности (за год, %)	
	Для компании	Для Dow Jones Industrial Average
1966	12,4	-15,8
1967	56,2	19,0
1968	40,4	7,7
1969	28,3	-11,6
1970	-0,1	8,7
1971	25,4	9,8
1972	8,3	18,2
1973	-31,9	-13,1
1974	-31,5	-23,1
1975	73,2	44,4
Средняя доходность	24,3	6,4
Стандартное отклонение	33,0	18,5
Минимум	-31,9	-23,1
Максимум	73,2	44,4

«Его портфель состоял из небольшого количества акций, поэтому результаты были намного более непостоянны, — сказал Баффет. — Тем не менее они были получены на основании той же концепции покупки ценных бумаг со значительной скидкой к их действительной стоимости». Принимая решения об инвестициях в рамках деятельности своего товарищества, Чарли Мангер придерживался методики Грэхема и рассматривал в качестве потенциальных объектов для инвестиций только компании, которые продавались по цене ниже их действительной стоимости. «Он был готов принять более высокие взлеты и падения в результатах своей деятельности, поэтому оказался человеком, душа которого стремится к концентрации портфеля» [16].

Следует обратить внимание, что Баффет не использует слово *риск* в описании результатов деятельности Чарли Мангера. Применяя традиционное определение риска (неустойчивость курсов ценных бумаг), можно было бы сказать, что компания Мангера за тринадцать

лет своего существования демонстрировала очень высокую степень риска со стандартным отклонением, в два раза превышавшим стандартное рыночное отклонение доходности. Однако превышение среднегодовых рыночных показателей на 18 пунктов за те же тринадцать лет — это не результат деятельности человека, склонного к риску. Это скорее результат мудрого инвестора.

## Билл Руан

Уоррен Баффет впервые встретился с Биллом Руаном в 1951 году, когда они оба изучали курс «Анализ ценных бумаг» в Колумбийском университете. После окончания учебы два однокурсника продолжали поддерживать контакты, и Баффет наблюдал за результатами инвестиционной деятельности Руана с восхищением. Когда в 1969 году Баффет закрыл свое инвестиционное товарищество, он предложил Биллу Руану управлять капиталом некоторых его партнеров. Это и стало началом фонда Sequoia Fund.

Создание взаимного фонда в тот период было нелегкой задачей. Происходило расщепление фондового рынка на два уровня: «горячие деньги» вращались вокруг так называемых пятидесяти любимчиков (такое название получили 50 высокоприбыльных и быстрорастущих акций крупных компаний, таких как IBM и Хегох, наиболее популярных у инвесторов США в 1960–1970 гг.). При этом акции компаний с недооцененной стоимостью практически выпали из поля зрения инвесторов. Однако это не остановило Билла Руана. Впоследствии Баффет так прокомментировал это: «Я с удовольствием могу сказать, что мои партнеры, как это ни удивительно, не только остались с ним, но еще и внесли дополнительный капитал, что привело впоследствии к получению прекрасных результатов» [17].

Фонд Sequoia Fund был настоящим пионером — первым взаимным фондом, который использовал принципы концентрированных инвестиций. Информация об активах Sequoia Fund свидетельствует о том, что Билл Руан и Рик Канифф, его партнер по компании Ruane, Cunniff & Company, действительно управляли низкооборотным концентрированным портфелем ценных бумаг. В среднем около 90% средств фонда было вложено в акции шести — десяти компаний. Но даже при этом разнообразии бизнес-направлений, представленных акциями портфеля, было и остается достаточно большим.

Точка зрения Билла Руана во многих отношениях принципиально отличается от взглядов других инвестиционных управляющих. Последние наполняют портфель различными ценными бумагами, уже имея к этому моменту сформированные представления о том, как следует управлять этим портфелем. Партнеры Ruane, Cunniff & Company начинают с того, что выбирают акции лучших компаний, и только после этого формируют портфель.

Безусловно, выбор лучших акций требует проведения глубоких исследований, и Ruane, Cunniff & Company снова выделяется на фоне других инвестиционных фондов. Руководство компании избегает использования информации, которая отображается в отчетах, составляемых брокерами Уолл-стрит, и в этом полагается исключительно на результаты исследований, проводимых силами самой компании. «В нашей компании титулы не имеют никакого значения, — сказал однажды Руан, — если бы это было не так, то на моей визитной карточке было бы написано: Билл Руан, исследователь-аналитик» [18].

Какую пользу этот подход к управлению инвестиционным портфелем принес акционерам? В табл. 10.2 приведены данные об экономической эффективности инвестиций Sequoia Fund за период с 1971 по 2003 год. На протяжении этого периода годовая доходность инвестиций фонда составила в среднем 18%, в то время как доходность индекса Standard & Poors 500 составила всего 12,9%.

Табл. 10.2

#### Результаты деятельности Sequoia Fund, Inc.

Год	Доходность (% в год)	
	Sequoia Fund	Индекс S&P 500
1971	13,5	14,3
1972	3,7	18,9
1973	-24,0	-14,8
1974	-15,7	-26,4
1975	60,5	37,2
1976	72,3	23,6
1977	19,9	-7,4
1978	23,9	6,4

Окончание табл. 10.2

Год	Доходность (% в год)	
	Sequoia Fund	Индекс S&P 500
1979	12,1	18,2
1980	12,6	32,3
1981	21,5	-5,0
1982	31,2	21,4
1983	27,3	22,4
1984	18,5	6,1
1985	28,0	31,6
1986	13,3	18,6
1987	7,4	5,2
1988	11,1	16,5
1989	27,9	31,6
1990	-3,8	-3,1
1991	40,0	30,3
1992	9,4	7,6
1993	10,8	10,0
1994	3,3	1,4
1995	41,4	37,5
1996	21,7	22,9
1997	42,3	33,4
1998	35,3	28,6
1999	-16,5	21,0
2000	20,1	-9,1
2001	10,5	-11,9
2002	-2,6	-22,1
2003	17,1	28,7
Средняя доходность	18,0	12,9
Сандартное отклонение	20,2	17,7
Минимум	-24,0	-26,4
Максимум	72,3	37,5

## Лу Симпсон

Когда в конце 1970-х Уоррен Баффет начал покупать акции Government Employees Insurance Company (GEICO), он сделал еще одно «приобретение», которое в значительной мере способствовало укреплению финансового положения этой страховой компании. Имя его — Лу Симпсон.

Лу Симпсон, получивший диплом магистра экономики в Принстонском университете, работал на компании Stein Roe & Farnham и Western Asset Management, когда в 1979 году Баффет привлек его к работе в GEICO. В настоящее время он выполняет обязанности генерального директора этой компании по операциям с капиталом. Вспоминая собеседование с Лу Симпсоном при приеме на работу, Уоррен Баффет сказал, что Лу обладал характером, который идеально подходил для инвестиционной деятельности [19]. По его словам, Симпсон умел мыслить независимо, доверял результатам собственных исследований, это был человек, не испытывавший особого удовольствия ни от того, чтобы действовать, как все, ни от того, чтобы плыть против течения.

Лу Симпсон игнорирует результаты исследований, проведенных аналитиками Уолл-стрит, а вместо этого внимательно изучает годовые отчеты о деятельности компаний. Его процедура поиска обыкновенных акций в качестве потенциальных объектов для инвестиций аналогична действиям Баффета. Лу Симпсон включает в инвестиционный портфель акции всего нескольких компаний. В результате инвестиционный портфель компании GEICO, стоимость которого равна миллиардам долларов, состоит из акций меньше десяти компаний.

За период с 1980 по 1996 год годовая доходность инвестиций GEICO составила в среднем 24,7% в год, тогда как средняя доходность рынка за этот период была равна 17,8% (табл. 10.3). «Это не просто впечатляющие результаты, — говорит Баффет, — в равной степени важно и то, что они получены правильным способом. Лу всегда делал инвестиции в недооцененные обыкновенные акции, при этом вероятность того, что акции каждой отдельной компании окажутся неизменно убыточными, была очень низкой, следовательно, инвестиции в совокупность этих акций приближались к безрисковому уровню» [20].

Табл. 10.3

## Лу Симпсон, GEICO

Год	Доходность инвестиций (% за год)	
	GEICO Equities	S&P 500
1980	23,7	32,3
1981	5,4	-5,0
1982	45,8	21,4
1983	36,0	22,4
1984	21,8	6,1
1985	45,8	31,6
1986	38,7	18,6
1987	-10,0	5,1
1988	30,0	16,6
1989	36,1	31,7
1990	-9,1	-3,1
1991	57,1	30,5
1992	10,7	7,6
1993	5,1	10,1
1994	13,3	1,3
1995	39,7	37,6
1996	29,2	37,6
Средняя доходность	24,7	17,8
Стандартное отклонение	19,5	14,3
Минимум	-10,0	-5,0
Максимум	57,1	37,6

Важно отметить, что стратегия концентрированных инвестиций в некоторых случаях допускает наличие периодов низкой доходности капиталовложений. Даже «суперинвесторы» — без сомнения, квалифицированные и успешные — сталкивались с непродолжительными периодами низкой доходности инвестиций. Из табл. 10.4 становится ясно, что даже этим величайшим инвесторам пришлось пережить ряд трудных периодов.

Что случилось бы с Чарли Мангером, Лу Симпсоном и Биллом Руаном, если бы они были менеджерами-новичками, начинающими свою карьеру в настоящее время, в инвестиционной среде, в которой доходность инвестиций оценивается с точки зрения перспектив на один год или даже на один квартал? По всей видимости, они были бы уволены, а акционеры потерпели бы громадные убытки.

Табл. 10.4

#### Суперинвесторы из Баффетвилля

	Результаты работы, превышающие среднюю рыночную доходность, лет	Результаты работы, отстающие от средней рыночной доходности, лет	Следующие друг за другом годы отстающей результативности, годы	Доля лет с отстающей результативностью во всем периоде (%)
Мангер	14	5	3	36
Руан	29	11	4	37
Симпсон	17	4	1	24

## Изменения в инвестиционном портфеле

Инвестору не следует успокаивать себя тем, что, поскольку ценовая динамика акций, входящих в концентрированный инвестиционный портфель, время от времени отстает от рыночной, то не следует заниматься изучением результативности рынка. Мы можем согласиться с тем, что концентрированный инвестор не должен быть рабом прихотей рынка, но он должен быть в курсе дел всех значимых событий в бизнесе компаний, акции которых формируют его портфель. Обязательно наступят времена, когда ему придется покупать и продавать ценные бумаги.

### Принятие решения о покупке: простой критерий

Когда Баффет рассматривает возможность новых инвестиций, он использует те акции, которыми уже владеет его компания, в качестве критерия целесообразности покупки новых. «То, о чем говорит Баффет, очень полезно для любого инвестора, — подчеркивает Чарли Мангер. — Для обычного человека оптимальным критерием оценки должно быть лучшее из того, что он уже имеет».

Далее происходит то, что можно назвать ключом к повышению стоимости инвестиционного портфеля и чему в большинстве случаев инвесторы не уделяют должного внимания. «Если новый объект для инвестиций, возможность покупки которого вы рассматриваете, не лучше того, что уже есть в вашем распоряжении, — говорит Чарли, — в таком случае лучше забудьте о нем. В результате такого отбора отсеивается 99% всех возможных объектов для инвестиций» [21].

### **Принятие решения о продаже: две веские причины не спешить**

Концентрированное вложение капитала обязательно предполагает долгосрочный подход к инвестициям. Если бы можно было задать Уоррену Баффету вопрос: какой период, на протяжении которого следует держать акции той или иной компании, он считает идеальным, его ответ был бы «всегда», — другими словами, ровно столько, сколько эта компания приносит доходность, превышающую среднюю рыночную, а ее руководство рационально распоряжается этой прибылью. «В таком случае бездействие представляет собой единственно разумную линию поведения», — объясняет Баффет [22].

Если инвестор имеет дело с третьесортной компанией, ему необходимо избавляться от ее акций, что приведет к росту оборачиваемости инвестиций, поскольку в противном случае неудачи компании скажутся и на показателях доходности инвестиционного портфеля. Если же инвестор владеет акциями первоклассной компании, последнее, что может прийти ему в голову, — продать их.

Такой пассивный подход к управлению инвестиционным портфелем может показаться странным тем инвесторам, которые привыкли активно покупать и продавать ценные бумаги. Тем не менее у этого подхода есть два важных преимущества (помимо обеспечения темпов прироста капитала, превышающих средние рыночные показатели).

1. *Сокращение транзакционных издержек.* Это один из аспектов инвестиционной деятельности, основанных на здравом смысле, который так очевиден и который в большинстве случаев так легкомысленно игнорируется. Каждый раз, когда инвестор покупает или продает акции, он увеличивает свои

расходы на оплату брокерских услуг, что, конечно же, сокращает его чистую доходность.

2. *Увеличение посленалоговой доходности.* Когда инвестор продает акции с прибылью, ему необходимо заплатить налог на прирост капитала, на что уйдет часть денег. Решение этой проблемы может быть таким: следует оставить все как есть. Если инвестор оставит прирост капитала в своей собственности (в таком случае это будет нереализованный доход от прироста капитала), то его состояние будет увеличиваться более интенсивно. В общем, инвесторы слишком часто недооценивают огромной ценности нереализованного дохода от прироста капитала, который Баффет называет «беспроцентным кредитом, выданным Министерством финансов».

Для того чтобы разъяснить свою точку зрения, Баффет предлагает инвестору представить себе, что произойдет, если он приобретет акцию за 1 долл., цена которой будет ежегодно удваиваться. Если инвестор продаст эту акцию в конце текущего года, он получит чистую прибыль 0,66 долл. (при условии что ступень налоговой шкалы, по которой инвестор платит налоги, равна 34%). Теперь инвестор снова вкладывает 1,66 долл., и к концу года вложенная сумма увеличится в два раза. Если вложенная сумма продолжит удваиваться ежегодно, а инвестор продолжит продавать акции, платить налоги и реинвестировать выручку, к концу двадцатилетнего периода он сможет получить чистую прибыль в размере 25 200 долл. после выплаты налогов в размере 13 тыс. долл. Но если бы инвестор купил бы акции на 1 долл., которые ежегодно удваивались бы в цене, и не продавал бы их на протяжении двадцати лет, он получил бы 692 тыс. долл., уплатив налоги в размере около 356 тыс. долл.

Лучшая стратегия для получения высокой посленалоговой доходности заключается в удерживании коэффициента оборачиваемости инвестиций в диапазоне от 0 до 20%. Существует два способа снизить этот коэффициент. Один из них — вкладывать капитал в индексные взаимные фонды, обеспечивающие низкую оборачиваемость инвестиций. Инвесторы, отдающие предпочтение более активному стилю инвестиционной деятельности, могут прибегнуть ко второму способу — концентрированным портфельным инвестициям.

## Проблема концентрированного инвестирования

До настоящего момента моя задача заключалась в том, чтобы изложить доводы в пользу целесообразности следования концепции концентрированных инвестиций, которую так успешно применяет Уоррен Баффет. Я сослужил бы читателям плохую службу, если бы не довел до их сведения, что неизбежным последствием такого подхода к инвестиционной деятельности бывает повышенная нестабильность портфеля. Когда в портфеле находятся акции всего нескольких компаний, то изменение курса акций каждой из них более заметно и имеет более сильное влияние на весь портфель в целом.

Способность выдерживать волатильность акций без лишних домыслов имеет чрезвычайно большое значение для душевного спокойствия инвестора и в итоге — для его финансового успеха. Адаптация к такой нестабильности в первую очередь требует от инвестора понимания эмоциональной стороны инвестиционного процесса. Эта тема рассматривается более подробно в главе 11.

Дела, связанные с деньгами, принадлежат к числу самых эмоционально насыщенных аспектов жизни человека, и так будет всегда. Инвестору необходимо постоянно находиться во власти таких эмоций — по крайней мере до того момента, когда это не начинает мешать нормальной работе. Ключ к успеху заключается в том, чтобы держать эмоции под контролем, а это сделать намного легче, если хотя бы немного разбираться в основных понятиях психологии.

## Проблема успеха

Проблема, с которой столкнулся Уоррен Баффет, не относится к сфере психологии. Он понимает эмоциональную сторону инвестиционного процесса не хуже, чем другие, а может быть, и лучше. Главное в том, чтобы поддерживать такой уровень доходности инвестированного капитала, которого от него ожидают другие люди. Возникновению этой проблемы способствует два фактора. Во-первых, за последние годы Баффету не удается найти достаточное количество акций, которые удовлетворяли бы его критерий «цена/стоимость». Это проблема рынка. Второй фактор состоит в следующем: с точки зрения компании

стоимостью в 100 млрд долл. даже самый незначительный результат требует приложения больших усилий для достижения высокой отдачи. Это проблема размера.

Баффет комментирует это следующим образом: «Некоторое время назад хорошая идея на 10 млн долл. могла сделать для нас чудеса. В наши дни совокупность *десяти* таких идей, стоимость каждой из которых была бы в три раза больше, увеличила бы чистую стоимость Berkshire Hathaway на четверть процента. Для получения значительной отдачи инвестированного капитала нам нужны “компаниикиты”, а их найти трудно» [23]. Эти слова сказаны в начале 2002 года. С тех пор чистая стоимость Berkshire Hathaway продолжала увеличиваться, из чего можно сделать вывод, что сейчас найти таких «китов» стало еще труднее.

Хорошие новости для большинства инвесторов заключаются в том, что они могут отложить в сторону свои «слонобои», и в том, что основополагающие принципы концентрированного инвестирования действуют независимо от размера кошелька инвестора. Не имеет значения, какое количество денег есть в вашем распоряжении, — в любом случае поступайте так же, как это делает Уоррен Баффет. Когда вы видите, что то или иное событие может произойти с высокой степенью вероятности, делайте большие ставки.

# Глава 11

## Психология инвестирования

Изучение мотивов, побуждающих всех нас к действиям, — это чрезвычайно захватывающий процесс. Для меня они представляют особый интерес, поскольку играют очень большую роль в мире инвестиций, — в мире, который в восприятии большинства людей находится под влиянием холодных цифр и сухих фактов. Когда дело доходит до принятия решений об инвестициях, наше поведение в некоторых случаях становится эксцентричным, часто противоречивым и время от времени — бессмысленным. Иногда мы проявляем удивительное постоянство в принятии алогичных решений, в других случаях алогичность наших решений не подчиняется никаким закономерностям. Мы необъяснимым образом принимаем хорошие решения, а плохие зачастую вообще не имеют под собой никаких оснований.

Всем инвесторам необходимо хорошо усвоить, что в большинстве случаев они сами не осознают, что принимают плохие решения. Для того чтобы в полной мере понять движущие силы, действующие на рынке, а также особенности инвестиционного процесса, инвестору необходимо разобраться в причинах иррациональности своих собственных действий. Это в такой же мере важно для инвестора, как и умение анализировать балансовый отчет компании, а также отчет о прибылях и убытках.

Исследование этих сторон инвестиционной деятельности — сложный, озадачивающий и интригующий процесс. Существует крайне мало сторон человеческого бытия, где бы человек не был так подвержен эмоциям, как отношение к деньгам. Два чувства, которые оказывают самое серьезное влияние на принятие инвестиционных решений, — это страх и алчность. Побуждаемые страхом или алчностью или и тем, и другим, инвесторы достаточно часто покупают или продают акции по абсурдным ценам, которые либо намного превышают

их действительную стоимость, либо оказываются намного ниже ее. Другими словами, эмоциональное состояние инвестора оказывает более выраженное влияние на курс акций компании, чем основы ее бизнеса.

Большинство решений о покупке ценных бумаг можно объяснить исключительно закономерностями поведения человека. Поскольку состояние фондового рынка по определению зависит от совокупности решений, принимаемых всеми покупателями ценных бумаг, то не будет преувеличением сказать, что весь этот рынок в целом находится под влиянием психологических факторов.

Из всего сказанного выше можно сделать следующий вывод: каждый инвестор, рассчитывающий на получение прибыли от операций на фондовом рынке, должен учитывать влияние эмоций. Эта проблема, которую предстоит решать инвестору, состоит из двух вопросов: обеспечение максимального контроля над собственными эмоциями и способность терпеливо ожидать момента, когда решения других инвесторов, принятые под влиянием эмоций, откроют блестящую возможность для инвестиций.

Успех инвестиционной деятельности не зависит от вашего IQ, если значение этого коэффициента не ниже 125. Все, что необходимо инвестору с обычным уровнем интеллекта, — это характер, дающий ему возможность контролировать порывы, из-за которых у других инвесторов появляются трудности с их вложениями [1].

*Уоррен Баффет, 1999 год*

Первый шаг правильной оценки влияния эмоций на инвестиции заключается в том, чтобы понять эти эмоции. К счастью, в распоряжении инвесторов есть достаточно много полезной информации по этому вопросу. В последние годы психологи неоднократно изучали, как изменяется поведение человека, когда речь идет о деньгах. Это новое научное направление, представляющее собой сочетание экономики и психологии, получило название «поведенческие аспекты денежных отношений». В настоящее время эта проблема уже не есть исключительно объект размышлений ученых-теоретиков, она становится темой компетентных дискуссий между профессиональными инвесторами, которые, если бы оглянулись назад, увидели бы улыбающегося Бена Грэхема.

## Характер настоящего инвестора

Как известно, Бенджамин Грэхем требовал от своих студентов понимания различий между инвестором и спекулянтом. Спекулянт, говорил он, пытается строить прогнозы и извлекать выгоду из колебаний курсов. Инвестор стремится исключительно к приобретению акций компаний по разумным ценам. Кроме того, по мнению Грэхема, успешный инвестор — это во многих случаях человек, которому удалось воспитать в себе определенные черты характера — спокойствие, терпение и рационализм. Спекулянты обладают прямо противоположными характеристиками, такими как беспокойство, нетерпеливость и иррациональность. Злейший враг спекулянта не фондовый рынок, а он сам. Спекулянт может обладать выдающимися способностями в математике, финансах, бухгалтерском деле, однако если он не способен обуздывать свои эмоции, то не сможет достичь больших успехов в сфере инвестиций.

Бенджамин Грэхем понимал эмоциональную сторону рынка так же хорошо, как любой современный психолог, а может быть, даже лучше. Его идея о том, что настоящего инвестора можно узнать по характеру в такой же степени, как и по его профессиональным навыкам, не потеряла своей актуальности и сейчас.

Итак, инвестор должен обладать следующими характеристиками.

- *Настоящий инвестор должен уметь спокойно воспринимать происходящее.* Спокойный инвестор знает, что курсы акций, формирующиеся под влиянием всевозможных факторов, как рациональных, так и иррациональных, обязательно будут как падать, так и повышаться. Это касается и курса акций, которыми владеет он сам. Когда происходит снижение курса, уравновешенный инвестор реагирует хладнокровно, поскольку знает, что до тех пор, пока компания, акциями которой он владеет, сохраняет качества, привлекшие его внимание, цена этих акций непременно будет возвращаться к прежнему значению или повышаться. Именно поэтому подобное развитие событий не вызывает у уравновешенного инвестора панику.

Баффет высказывается по этому поводу достаточно резко: если инвестор не способен спокойно, без паники наблюдать за падением

курса акций на 50%, ему не место на фондовом рынке. В действительности, прибавляет он, до тех пор пока инвестор чувствует уверенность в компании, в акции которой вложен капитал, он должен приветствовать падение курса этих акций, расценивая это как возможность выгодного увеличения своих активов.

Настоящий инвестор остается хладнокровным, столкнувшись с феноменом, который можно было бы назвать влиянием толпы. Когда акции одной компании, или нескольких компаний одной отрасли, или одного взаимного фонда оказываются в центре внимания фондового рынка, все участники рынка начинают активно действовать в этом направлении. Проблема состоит в том, что все инвесторы при этом отдают предпочтение одним и тем же ценным бумагам, поскольку каждый из них знает, что именно так и нужно сделать, — но в таком случае ни один инвестор не окажется в выигрышном положении. В комментариях, опубликованных в журнале *Fortune* в конце 1999 года, Баффет говорил о том, что многие инвесторы, играющие на так называемом рынке быков, занимают позицию «не могу пропустить вечеринку» [2]. Баффет предостерегает: настоящий инвестор не беспокоится о том, чтобы не пропустить вечеринку; он беспокоится о том, чтобы не прийти на вечеринку неподготовленным.

- *Настоящий инвестор должен быть терпеливым.* Вместо того чтобы поддаваться заразительному энтузиазму толпы, настоящий инвестор терпеливо ждет, когда появится благоприятная возможность для инвестиций. Такой инвестор чаще говорит «нет», чем «да». Баффет вспоминает, что, когда он работал в компании *Graham-Newman*, анализируя возможность покупки ценных бумаг, Бен Грэхем чаще всего отклонял его рекомендации. Грэхем, по словам Баффета, никогда не соглашался на покупку акций, до тех пор пока все факторы не складывались в его пользу. На основании этого опыта Баффет сделал для себя вывод о том, что способность говорить «нет» — это огромное преимущество инвестора.

Мы не должны быть умнее других, мы должны быть более дисциплинированными, чем другие [3].

*Уоррен Баффет, 2002 год*

Уоррен Баффет убежден в том, что слишком многие современные инвесторы испытывают желание покупать как можно больше акций различных компаний, большая часть которых наверняка принадлежит к числу заурядных, вместо того чтобы терпеливо ждать возможности купить акции немногочисленных, но первоклассных компаний. Для того чтобы более убедительно проиллюстрировать эту идею Бена Грэхема, Баффет часто приводит в пример аналогию с перфокартой. «Инвестор, — говорит он, — должен действовать так, будто в его распоряжении есть карта принятия решений, выданная на всю жизнь, и в этой карте всего около двадцати перфорированных отверстий. Принимая решение об инвестициях, инвестор каждый раз должен знать, что количество решений, которые он сможет принять до конца жизни, сокращается» [4]. Уоррен Баффет считает, что, если бы инвесторы были таким образом ограничены в своих действиях, им просто пришлось бы терпеливо ждать, когда «откроется окно» для действительно ценных возможностей вложения капитала.

- *Настоящий инвестор должен мыслить рационально.* Такой инвестор действует на фондовом рынке, как и в других сферах жизни, на основании ясного мышления. Он не проявляет ни чрезмерного пессимизма, ни неразумного оптимизма. Вместо этого он рассуждает логично и рационально.

Баффет находит странным то, что многие люди, как правило, отвергают ценные бумаги, которые им выгодны, и проявляют интерес к тем, которые наносят им ущерб. Они оптимистично воспринимают повышение биржевых курсов и пессимистично относятся к падению курсов. Если такие инвесторы сделают следующий шаг и приведут свои ощущения в действие, что они предпримут? Они будут продавать акции по заниженным ценам и покупать по завышенным, а это совсем не выгодная стратегия.

Излишний оптимизм появляется, когда инвесторы жизнерадостно рассчитывают на то, что каким-то образом судьба им улыбнется и им выпадет один шанс из ста, и именно их акции принесут им действительно большую прибыль. Такой чрезмерный оптимизм особенно характерен для «бычьего рынка», — рынка, на котором наблюдается тенденция к повышению курсов, поскольку именно на таком рынке

высокие ожидания получают широкое распространение. Оптимисты не видят необходимости проводить серьезные исследования и анализ, что позволило бы идентифицировать те объекты для инвестиций, которые могут принести успех в долгосрочном периоде (например, отыскать немногие действительно стоящие компании среди многих так похожих друг на друга интернет-компаний). Таких излишне оптимистично настроенных инвесторов привлекают многообещающие результаты, которые можно получить гораздо быстрее.

Чрезмерный пессимизм, независимо от того, что является его объектом — акции конкретной компании или фондовый рынок в целом, — побуждает инвесторов продавать ценные бумаги, которыми они владеют, в совершенно неподходящее для этого время. По мнению Баффета, настоящий инвестор должен испытывать удовлетворение от развития пессимистических настроений на рынке, поскольку он распознает в этой ситуации ее суть — прекрасную возможность приобрести акции хороших компаний по выгодным ценам. Пессимизм, как утверждает Баффет, самая распространенная причина падения курсов акций. «Мы стремимся вести бизнес в такой среде не потому, что нам нравится пессимистичное восприятие мира, а потому, что нам нравятся цены, которые формируются благодаря такому восприятию. Оптимизм — враг рационального покупателя» [5].

Оптимизм или пессимизм инвестора находит выражение в мыслях о будущем. Прогнозирование событий, которые должны произойти, в лучшем случае ненадежно и совершенно абсурдно, когда оптимистичные (или пессимистичные) прогнозы основаны скорее на эмоциях, чем на глубоком анализе ситуации. Уоррен Баффет однажды заметил, что «единственное достоинство тех, кто прогнозирует биржевые курсы, заключается в том, что на их фоне предсказатели будущего выглядят достойно» [6]. Сам Баффет даже не пытается прогнозировать, когда на фондовом рынке наступит период падения или повышения курсов акций. Вместо этого он внимательно отслеживает общую эмоциональную направленность рынка в целом и предпринимает адекватные действия. «Мы просто пытаемся, — говорит он, — вести себя испуганно, когда другие демонстрируют алчность, и вести себя алчно только тогда, когда другие испытывают страх» [7].

## Знакомство с Господином Рынком

Для того чтобы продемонстрировать студентам, насколько сильна взаимосвязь между эмоциями инвесторов и колебаниями курсов акций на фондовом рынке, и помочь им понять, как неразумно поддаваться эмоциям, Бенджамин Грэхем создал аллегорический персонаж, которому дал имя Господин Рынок. Баффет часто рассказывал историю о Господине Рынке акционерам Berkshire Hathaway.

Представьте себе, что вы и Господин Рынок, — партнеры по частному бизнесу. Каждый день, без всяких исключений, Господин Рынок назначает цену, по которой он либо хотел бы купить вашу долю в бизнесе, либо продать вам свою. Бизнес, совладельцами которого вы являетесь, к счастью, имеет стабильные экономические характеристики, однако цены, назначаемые Господином Рынком, далеко не так стабильны. Причину этого вы видите в эмоциональной неустойчивости вашего партнера. На протяжении нескольких дней он может быть веселым и безгранично оптимистичным и видеть только благоприятные перспективы впереди. В эти дни он предлагает очень высокую цену за долю в бизнесе. В другое время Господин Рынок удручен и крайне пессимистичен. Он не видит впереди ничего, кроме проблем, и назначает очень низкую цену за вашу долю в бизнесе.

У Господина Рынка есть еще одна подкупающая черта, как говорил Бен Грэхем: он совсем не возражает против пренебрежительного отношения к нему. Если предложения Господина Рынка игнорируются, он вернется завтра с новыми. Грэхем предупреждал студентов, что единственная ценность, которой обладает Господин Рынок, — это его кошелек, а не его мудрость. Если Господин Рынок демонстрирует глупое поведение, вы можете или проигнорировать его, или воспользоваться его предложением, но ни в коем случае нельзя попадать под его влияние.

«Инвестор, принимающий поспешные решения под влиянием движений рынка или чрезмерно беспокоящийся из-за неоправданного падения рыночного курса своих акций, упорно превращает свое основное преимущество в главный недостаток, — писал Грэхем. — Для такого инвестора было бы лучше, если бы его акции вообще не котировались на рынке, поскольку в таком случае он избавился бы

от душевных страданий, причиненных ему ошибочными суждениями других людей» [8].

Для того чтобы добиваться успеха, инвестору необходимо обладать таким качеством, как деловое здравомыслие, а также уметь защищаться от вихря эмоций, вызванных влиянием Господина Рынка. Кроме того, эти два качества являются взаимодополняющими. Важный фактор успеха Уоррена Баффета — это умение дистанцироваться от эмоциональных движущих сил фондового рынка. Он отдает должное Бену Грэхему и Господину Рынку за то, что они научили его тому, как можно оградить себя от безрассудности рынка.

## Господин Рынок, познакомьтесь с Чарли Мангером!

Прошло более шестидесяти лет с тех пор, как Бенджамин Грэхем познакомил своих студентов с Господином Рынком, и с тех пор, как он начал писать об иррациональности, свойственной фондовому рынку. Однако за все эти годы не произошло почти никаких видимых изменений в закономерностях поведения инвесторов. Инвесторы по-прежнему ведут себя алогично. Они по-прежнему допускают глупые ошибки. Страх и алчность, как и прежде, господствуют на рынке.

По результатам многочисленных опросов и исследований можно проследить причины неразумного поведения инвесторов. Следуя по пути Уоррена Баффета, можно использовать страх и алчность других людей в своих интересах. Однако для того, чтобы в полной мере понять динамику эмоциональных аспектов инвестиционного процесса, необходимо обратиться к опыту другого человека — Чарли Мангера.

Представление Чарли Мангера о воздействии психологии на поведение инвесторов, а также его настойчивое стремление к тому, чтобы учитывать этот фактор в процессе принятия инвестиционных решений, оказало большое влияние на деятельность Berkshire Hathaway. Это самый большой вклад Чарли Мангера в успех компании. В частности, он делает акцент на психологии ошибочных суждений, свойствах человеческой природы, приводящих к ошибкам в оценках и взглядах.

Я пришел к пониманию психологии ошибочных суждений практически против своей воли. Я не признавал ее до тех пор, пока не понял, что это обходится мне слишком дорого [9].

*Чарли Мангер, 1995 год*

По мнению Чарли Мангера, основная проблема заключается в том, что мозг человека пытается найти самый краткий путь к проведению анализа. Мы слишком быстро делаем выводы. Нас легко ввести в заблуждение, и мы склонны манипулировать фактами. Для того чтобы сбалансировать эти свойства человеческой природы, Чарли Мангер выработал у себя привычку, которая сослужила ему хорошую службу. «Что касается меня лично, то я применяю двойственный метод анализа, — сказал он в своей речи на собрании акционеров в 1994 году, воспроизведенной в *Outstanding Investor Digest*. — Прежде всего, я выясняю, какие факторы действительно управляют интересами участников рынка, с точки зрения рациональной оценки этих интересов. Затем я пытаюсь определить подсознательные факторы влияния, — факторы, определяющие произвольные автоматические реакции человеческого мозга, которые, в общем, полезны, но часто приводят к получению нежелательных результатов» [10].

## Поведенческие аспекты финансов

Во многих отношениях Чарли Мангер был настоящим первопроходцем. Он размышлял над психологическими аспектами поведения инвестора (и говорил об этом) задолго до того, как профессионалы в сфере инвестиций начали серьезно изучать эту проблему. Размышления Мангера стали началом больших перемен. В настоящее время такое направление экономической науки, как поведенческие аспекты финансов, получило статус общепринятой дисциплины, которую преподают на факультетах экономики большинства университетов. Свой вклад в развитие этой дисциплины внес Ричард Талер, профессор Чикагского университета.

Обратив внимание на то, что в процессе решения своих собственных финансовых проблем люди часто допускают глупые ошибки и делают алогичные предположения, ученые, в том числе и Ричард Талер,

начали более интенсивно работать над созданием психологических концепций, которые объяснили бы иррациональность человеческого мышления. Это сравнительно новая отрасль знаний, однако изучать ее чрезвычайно интересно. К тому же она в высшей степени полезна для разумных инвесторов.

### **Чрезмерная самоуверенность**

Результаты ряда исследований в области психологии свидетельствуют о том, что ошибки в суждениях происходят из-за излишней самоуверенности людей. Если опросить большую группу людей на предмет того, кто из них считает, что их способности водить автомобиль выше среднего уровня, большинство респондентов ответит, что они прекрасные водители. Еще один пример: практически все врачи уверены в том, что они могут диагностировать воспаление легких с достоверностью 90%, тогда как на самом деле в 50 случаях из ста они ставят ошибочные диагнозы.

Сама по себе самоуверенность — это не так уж и плохо. Однако *чрезмерная* самоуверенность — совсем другое дело. Она может нанести особенно большой вред, когда человек пытается решать финансовые вопросы. Инвесторы, которым свойственна излишняя самоуверенность, не только принимают неразумные решения, затрагивающие их собственные интересы, но и оказывают мощное воздействие на состояние рынка в целом.

Чрезмерная самоуверенность объясняет, почему многие инвесторы принимают ошибочные решения о выводе своих средств с рынка. Они слишком доверяют информации, которой располагают, и считают себя почти всегда правыми, хотя на самом деле это не так. Однако если все участники рынка считают, что их информация правильна и что им известно то, о чем не знают другие, то в результате значительно активизируется торговля акциями.

### **Асимметричность гиперреакции**

Ричард Талер ссылается на результаты нескольких исследований, свидетельствующих о том, что человеку свойственно придавать слишком большое значение ряду случайных событий и на этом основании делать вывод о наличии тенденции. В частности, инвесторы склонны

сосредоточивать внимание на самых последних данных, поступивших в их распоряжение, и экстраполировать их. Таким образом, отчеты о прибыли, полученной за последний период, становятся для таких инвесторов основанием для прогнозирования прибыли. Будучи уверенными в том, что они владеют эксклюзивной информацией, эти инвесторы принимают поспешные решения.

Чрезмерная самоуверенность проявляется и в том, что инвесторы убеждены, будто они понимают имеющиеся у них данные лучше других и более корректно их интерпретируют. На самом деле ситуация гораздо сложнее: излишняя самоуверенность еще больше усиливается под действием гиперреакции. Ученым удалось выяснить, что человеку свойственно слишком остро реагировать на плохие новости и слабо реагировать на хорошие. Психологи называют этот феномен *асимметричностью гиперреакции*. Таким образом, если отчет о прибыли за непродолжительный период неутешителен, в таком случае ответное действие типичного инвестора — резкая, непродуманная гиперреакция, неизбежно сказывающаяся на биржевых курсах.

Ричард Талер характеризует такое чрезмерное внимание к краткосрочным результатам как близорукость инвестора. По мнению Талера, для большинства инвесторов было бы лучше, если бы они вообще не получали ежемесячных финансовых отчетов. В процессе исследования, проведенного в сотрудничестве с другими экономистами, он эффектно доказал правильность этой мысли.

Талер и его коллеги попросили группу студентов сформировать гипотетический портфель из акций и краткосрочных казначейских векселей. Но сначала студентов посадили перед компьютерами и смоделировали прибыльность портфеля за двадцатипятилетний период. Половине студентов предоставили огромный объем информации, на ее основе можно было сделать вывод о нестабильности фондового рынка, для которого характерны постоянные колебания курсов ценных бумаг. Остальные студенты получили только данные об эффективности инвестиций за пятилетний период. После этого Талер попросил студентов каждой группы сформировать портфель инвестиций на следующие сорок лет.

Группа, имевшая в своем распоряжении большое количество данных, часть которых однозначно свидетельствовала об убытках, вложила только 40% своего капитала в акции. Группа, которая получила

данные только за некоторые периоды, вложила около 70%. Талер, каждый год читающий лекции в Национальном бюро экономических исследований при Гарвардской школе управления имени Джона Кеннеди, сказал студентам следующее: «Мой совет вам — вложите деньги в обыкновенные акции и после этого никогда не заглядывайте в почтовый ящик» [11].

Этот эксперимент, так же как и другие подобные ему, подтверждает идею Талера о близорукости инвесторов — характеристике, которая в результате приводит к принятию ошибочных решений. Причина того, что близорукость инвесторов провоцирует подобные иррациональные ответные действия, заключается еще в одном психологическом аспекте поведения человека — в присущем ему стремлении избегать потерь.

### Неприятие потерь

Согласно выводам ученых-бихевиористов, боль потерь гораздо сильнее удовольствия от выигрыша. Результаты многих экспериментов, проведенных Ричардом Талером и другими учеными, свидетельствуют о том, что человеку необходимо в два раза больше позитивных эмоций, чтобы преодолеть негативные. При вероятности 50/50 и при абсолютно равных возможностях большинство людей не станет ничем рисковать до тех пор, пока потенциальный выигрыш не превысит в два раза потенциальные потери.

Этот феномен известен как *асимметричное неприятие потерь*. Негативные события оказывают более сильное влияние, чем положительные — это один из фундаментальных принципов человеческой психологии. В контексте фондового рынка этот принцип означает, что отрицательные эмоции, которые испытывают инвесторы в случае потери своих денег, в два раза сильнее положительных эмоций от выгодного вложения капитала.

Такое неприятие потерь делает инвесторов чрезмерно консервативными, и это очень дорого им обходится. Нам всем хочется верить в то, что мы принимаем правильные решения, поэтому мы слишком долго фиксируем свое внимание на неудачах в тщетной надежде на то, что ситуация каким-то образом изменится к лучшему. Если инвестор не продает акции с падающим курсом, ему не приходится сталки-

ваться лицом к лицу со своими неудачами. Однако, не избавившись от таких акций, инвестор отказывается от потенциальной прибыли, которую он мог бы получить, разумно реинвестировав высвобожденный капитал.

### **Двойственное отношение к деньгам**

Последний поведенческий аспект финансов, заслуживающий внимания читателя данной книги, имеет отношение к феномену, который психологи назвали *двойственным отношением к деньгам*. Этот термин подразумевает склонность человека к изменению своего отношения к деньгам в зависимости от сопутствующих обстоятельств. Человек имеет привычку мысленно вносить деньги на разные «счета» и в зависимости от этого определять цели, на которые он их использует.

Приведем в пример такую простую ситуацию. Представьте себе, что вы только что вернулись с супругом или супругой с вечеринки. Вы достаете свой кошелек, чтобы расплатиться с няней, присматривавшей за вашими детьми, но обнаруживаете, что двадцатидолларовая купюра, которая была там, исчезла. Отвозя няню домой, по дороге вы останавливаетесь у банкомата и снимаете необходимые 20 долл. со своего счета. На следующий день вы находите свои 20 долл. в кармане пиджака.

Если вы ничем не отличаетесь от других людей, то при этом вы начнете прыгать от радости. Те 20 долл., которые были в кармане, для вас «найденные» деньги. И первая, и вторая купюра — это деньги, снятые с вашего текущего счета, чтобы заработать эти деньги, вам пришлось потрудиться. Тем не менее те 20 долл., которые вы держите в руке, — это деньги, на которые вы уже не рассчитывали, поэтому вы считаете вполне возможным легкомысленно их потратить.

Ричард Талер подтверждает эту гипотезу интересным научным экспериментом. В эксперименте приняли участие две группы людей. Участникам первой группы выдали по 30 долл. наличными и сказали, что у них есть два варианта дальнейших действий: 1) можно положить деньги в карман и уйти; 2) можно поучаствовать в пари на результат подбрасывания монеты. В случае выигрыша они получили бы еще 9 долл., в случае проигрыша им пришлось бы отдать 9 долл. Большинство участников этой группы согласилось на участие в пари,

поскольку решили, что, закончив игру, они получат минимум 21 долл. «найденных» денег. Участникам второй группы было предложено два других варианта условий игры: 1) можно поучаствовать в пари на подбрасывание монеты и в случае выигрыша получить в сумме 39 долл., в случае проигрыша — 21 долл.; 2) можно гарантированно получить 30 долл., отказавшись от подбрасывания монеты. Более половины участников группы (57%) решили взять гарантированные деньги. Участники обеих групп могли выиграть одну и ту же сумму денег с одинаковой степенью вероятности, но они по-разному воспринимали ситуацию [12].

### **Терпимость к риску**

Точно так же, как сильный магнит притягивает к себе все находящиеся поблизости металлические предметы, терпимость к риску собирает вокруг себя все элементы психологии финансов. Психологические концепции носят абстрактный характер. Они находят свое выражение в реальном мире в процессе повседневного принятия решений относительно покупки или продажи ценных бумаг. А объединяет все эти решения отношение инвестора к риску.

На протяжении последних десяти лет специалисты по инвестициям посвятили достаточно много сил тому, чтобы помочь инвесторам оценить их терпимость к риску. Сначала эта задача казалась довольно простой. Посредством опросов и анкет можно было создать профиль риска для каждого инвестора. Однако проблема состоит в том, что терпимость человека к риску основана на его эмоциях, а это означает, что она изменяется вместе с переменной обстоятельств. Когда на фондовом рынке происходит резкое падение курсов акций, даже инвесторы с высокой терпимостью становятся очень осторожными. В период оживления фондового рынка предположительно консервативные инвесторы так же быстро пополняют портфель новыми акциями, как и агрессивные.

Реальная картина терпимости к риску требует более глубокого анализа, чем стандартные оценочные вопросы, и предполагает исследование психологических аспектов риска. Несколько лет назад в сотрудничестве с доктором Джестином Грином из университета Вилланова я создал метод анализа риска, учитывающий индивидуальные свойства человека в такой же степени, как и более очевидные и прямые факторы риска.

Подытоживая проведенные исследования, мы обнаружили, что склонность к риску зависит от двух демографических факторов — пола и возраста. Женщины, как правило, более осторожны, чем мужчины, а люди преклонного возраста меньше готовы рисковать, чем молодые. Анализируя личностные факторы, мы выяснили, что инвестор с высокой терпимостью к риску — это человек, который ставит перед собой конкретные цели и верит в то, что он контролирует обстоятельства и может повлиять на результаты. Такой человек расценивает события, происходящие на фондовом рынке, как чрезвычайную ситуацию, когда разумный выбор объектов для инвестиций на основании доступной информации обеспечит выигрышные результаты.

Для инвесторов последствия поведенческих аспектов денежных отношений очевидны: принятие решений об инвестициях, а также выбор метода управления этими инвестициями во многом зависят от того, как человек относится к деньгам и что он о них думает. Отношение человека к деньгам в зависимости от обстоятельств считается еще одной причиной того, что многие инвесторы не продают акции с низкой доходностью. По мнению таких инвесторов, их убытки от этих ценных бумаг не становятся реальными до тех пор, пока они не предпринимают никаких действий. Такое двойственное отношение к деньгам оказывает очень большое влияние и на терпимость к риску. Человек с готовностью рискует найденными деньгами. В более широком смысле двойственное отношение к деньгам подчеркивает одну слабую сторону теории эффективного рынка: это свойство человеческой психики свидетельствует о том, что рыночные цены определяются не только агрегированной информацией о состоянии рынка в чистом виде, но и тем, как его участники воспринимают эту информацию.

## Психология концентрированных инвестиций

Все, что читатель узнал о психологии и инвестициях, объединено в одном человеке — Уоррене Баффете. Он относит свой успех на счет собственных глубоких исследований, а не на счет удачи. Его действия продиктованы тщательно продуманными целями, и он никогда не сворачивает с избранного пути под влиянием преходящих

событий. Баффет понимает, в чем действительно может состоять риск, и сознательно принимает его последствия.

Задолго до того, как поведенческие аспекты финансов стали объектом исследований ученых, Уоррен Баффет и Чарли Мангер понимали и принимали их, отвергая общепринятые тенденции. Чарли Мангер подчеркивает, что после окончания аспирантуры они с Баффетом «вошли в мир бизнеса и нашли там значительные, прогнозируемые примеры иррационализма в высшем его проявлении» [13]. Под этими словами Чарли Мангер подразумевал не временное прогнозирование; он хотел выразить мысль о том, что, когда имеет место то или иное проявление иррационализма, это приводит к прогнозируемым закономерностям поведения.

В сфере инвестиций эмоции имеют реальное выражение, они оказывают большое влияние на поведение людей и в итоге на рыночные цены. Я уверен в том, что читатель уже узнал две причины, по которым понимание динамики поведения человека играет такую большую роль в инвестиционном процессе:

1. Такое понимание помогает инвестору избежать наиболее распространенных ошибок.
2. На базе такого понимания инвестор сможет вовремя распознать ошибки других людей и извлечет из них выгоду.

Все мы восприимчивы к отдельным ошибочным суждениям, которые могут повлиять на наш личный успех. Когда тысячи или миллионы людей допускают ошибки в суждениях, совокупное их влияние может изменить рынок деструктивно. После этого, благодаря стремлению человека следовать по пути большинства, аккумулярованные ошибочные суждения оказывают еще большее воздействие на общую ситуацию. В этом бушующем море иррационального поведения могут уцелеть только рационально действующие инвесторы.

Успешные инвесторы, использующие принцип концентрации своих средств, должны обладать определенным типом характера. Путь к успеху всегда покрыт ухабами, и необходимо знать верную тропинку. Постоянные движения фондового рынка могут вызывать у инвесторов тревогу и вынудить их вести себя иррационально. Концентрированному инвестору необходимо тщательно контролировать такие

---

эмоции и быть готовым действовать благоразумно, даже если его интуиция настойчиво диктует противоположную линию поведения. Однако, как мы уже знаем, будущее развитие событий вознаграждает концентрированное вложение капитала достаточно щедро, чтобы оправдать даже самые энергичные усилия.

# Глава 12

## Неблагодарный человек

Джордж Бернард Шоу писал: «Разумный человек приспосабливается к миру. Неблагодарный — упорно пытается приспособить мир к себе. Следовательно, прогресс зависит от неблагодарных людей» [1].

Можно ли в таком случае сделать вывод, что Уоррен Баффет «неблагодарный человек»? Для того чтобы разобраться в этом, необходимо исходить из того, что его концепция инвестиционной деятельности символизирует прогресс в мире финансов. Я охотно принимаю такое предположение, поскольку, если посмотреть на недавние достижения «разумных людей», в лучшем случае можно увидеть нестабильность, в худшем — катастрофу.

С уверенностью можно утверждать, что 1980-е годы запомнились людям как десятилетие *ожидания грядущих потрясений* в сфере управления финансами. Торговля ценными бумагами с использованием компьютерных систем и компьютерных программ, покупка контрольных пакетов акций с помощью кредитов, бросовые облигации, производные финансовые инструменты, фьючерсные контракты на основе фондовых индексов — все это вызвало чувство страха у многих инвесторов. Исчезли различия между инвестиционными управляющими. Тяжелый труд фундаментальных исследований уступил место водовороту компьютерных инноваций. Информационные технологии, к которым многие инвесторы относятся как к «черному ящику», вытеснили личные беседы с руководством и проведение научных исследований в качестве эффективных методов оценки стоимости компаний. Автоматизированная обработка информации заменила интуицию.

Ситуация на фондовом рынке, сложившаяся в конце 1990-х была еще хуже. События, происходившие на «взбесившемся», переоценен-

ном рынке, известные как бум интернет-компаний, закончились катастрофическим провалом. Уоррен Баффет назвал эти события «большим пузырем». Всем известно, что происходит с пузырями, когда они становятся слишком большими, — они лопаются.

Многие инвесторы разочаровались в финансовом рынке и отстранились от него. Трехлетний период «медвежьего рынка», охвативший 2000–2002 годы, оставил у многих инвесторов ощущение горечи. Даже сейчас многие менеджеры по управлению капиталом по-прежнему не способны увеличить стоимость инвестиционных портфелей своих клиентов. Именно поэтому легко понять, почему стратегия пассивных инвестиций завоевала широкую популярность.

На протяжении нескольких прошедших десятилетий участники рынка пытались применять много различных подходов к инвестиционной деятельности. Инвестиции в компании с низкой и с высокой капитализацией, в акции роста и «выгодные» акции, тематические инвестиции, отток капитала из одного инвестиционного сектора в другой — все эти стратегии на протяжении определенных периодов оправдывали себя в финансовом плане. В другие промежутки времени они приводили к посредственным результатам. Баффет относится к числу исключений: он никогда не получал посредственных результатов. Эффективность его инвестиций, имеющая документальное подтверждение, неизменно была самой высокой. Пока инвесторы и спекулянты увлекались концепциями инвестиционной деятельности, понятными лишь посвященным, Баффет спокойно увеличивал свое многомиллиардное состояние. И все это время компании, акциями которых он владел, были средством накопления его богатства, а здравый смысл — его философией.

Как ему удалось достичь таких успехов?

Принимая во внимание то, что высокая эффективность инвестиционной деятельности Баффета подтверждена документально, а также учитывая простоту методики обеспечения такой эффективности, правильнее было бы спросить, почему другие инвесторы не применяют его подход. Причина может заключаться в представлениях людей об инвестициях.

Когда Баффет вкладывает капитал в акции, то он, прежде всего, видит за ними целостный бизнес определенных компаний. Многие другие инвесторы видят при этом только биржевой курс. Они тратят слишком много времени и сил на отслеживание и прогнозирование

курсов акций и слишком мало времени уделяют тому, чтобы понять бизнес тех компании, акциями которых они владеют. Как бы примитивно это ни звучало, но именно в этом и состоит коренное отличие Баффета от других инвесторов.

Акции — это очень просто. Все, что вам необходимо сделать, — это купить акции первоклассной компании по цене, которая меньше их действительной стоимости, — стоимости компании, функционирующей под управлением честных и талантливых людей. После этого вам остается только владеть этими акциями всегда [2].

*Уоррен Баффет, 1990 год*

Тогда как другие профессиональные инвесторы занимаются изучением ценовых моделей рынка капитала, пытаются определить степень устойчивости курса акций и изучают современную портфельную теорию, Баффет изучает отчеты о прибылях и убытках компаний, выясняет их потребности в реинвестировании капитала и определяет возможности компаний с точки зрения получения прибыли. Практический опыт инвестиций в разнообразные компании, представляющие различные отрасли экономики, отличает Баффета от других профессиональных инвесторов. «Можно ли объяснить рыбе, что значит передвигаться по суше? — спрашивает Баффет. — Один день, проведенный на суше, стоит тысячи лет разговоров об этом. Один день управления компанией имеет точно такое же значение» [3].

По мнению Уоррена Баффета, инвестор и бизнесмен должны одинаково относиться к бизнесу, которым занимается компания, поскольку им обоим необходим один и тот же результат. Бизнесмен стремится владеть целой компанией, а инвестор желает купить только часть компании. Теоретически и предприниматель, и инвестор должны анализировать одни и те же факторы, чтобы обеспечить получение прибыли от своих капиталовложений.

Если бы применение стратегии инвестиций, которой придерживается Баффет, требовало только изменения общего подхода, в таком случае, возможно, гораздо больше инвесторов стали бы сторонниками этой стратегии. Однако применение подхода Баффета к инвестициям требует изменения не только представления об инвестициях, но и методов оценки их эффективности. Традиционный критерий определения эффективности инвестиций — это изменение курсов акций,

или разность между ценой, которую инвестор заплатил за акции при покупке, и их рыночной ценой на текущий момент.

В долгосрочной перспективе колебания цен акций должны приблизительно соответствовать изменению стоимости самой компании. Однако на протяжении короткого промежутка времени в результате многочисленных алогичных причин курс акций может значительно отклоняться от стоимости компании и в сторону снижения, и в сторону повышения. Проблема по-прежнему состоит в том, что большинство инвесторов использует колебания курсов для оценки успеха или несостоятельности их подхода к инвестициям, даже если эти колебания связаны не с изменением стоимости бизнеса, а с ожиданием реакции на них других инвесторов.

Еще больше усугубляет ситуацию то, что клиенты требуют от профессиональных менеджеров, управляющих их капиталом, поквартальной отчетности о доходности инвестиций. Зная о том, что им необходимо повысить доходность инвестиций в краткосрочном периоде, иначе они рискуют потерять клиентов, специалисты по управлению инвестициями с нетерпением ожидают повышения курса акций.

Рынок можно использовать только в качестве опорного пункта, по которому можно определить, не допустил ли кто-нибудь очередную глупость [4].

*Уоррен Баффет, 1988 год*

По глубокому убеждению Баффета, было бы ошибочным использовать текущую цену акций для оценки успеха компании. Вместо этого он определяет стоимость компаний по темпам их экономического развития. Один раз в год он проверяет несколько показателей:

- доходность первоначального акционерного капитала;
- изменение операционной рентабельности, уровня задолженности и потребности в капитальных затратах;
- способность компании генерировать денежные поступления.

Баффет знает, что с течением времени улучшение этих экономических показателей скажется и на цене акций компании. Следовательно, то, что происходит с курсом акций в краткосрочном периоде, не имеет никакого значения.

## Инвестирование: путь Уоррена Баффета

Главная цель этой книги заключается в том, чтобы помочь инвесторам понять и научиться применять те стратегии, которые принесли успех Уоррену Баффету. Я очень надеюсь на то, что, изучив опыт этого великого инвестора, читатели смогут применить его методы в своей деятельности. Может быть, в будущем читатели встретят на своем пути возможность сделать инвестиции в компании, удовлетворяющие критериям Баффета, — в этот момент им очень пригодятся его уроки.

Например, когда:

- цена акций хорошей компании на фондовом рынке по тем или иным причинам падает, как это было в случае с *Washington Post*;
- компания переживает временные трудности, обусловленные специфическими обстоятельствами, как было в случае с *Wells Fargo & Company*;
- безразличие инвесторов приводит к тому, что цена первоклассной компании, такой как *Coca-Cola*, падает в два раза ниже ее действительной стоимости.

В таком случае в выигрышном положении окажутся те инвесторы, которые мыслят и действуют так, как Уоррен Баффет.

Путь Уоррена Баффета обманчиво прост. Чтобы следовать ему, инвестору нет необходимости осваивать компьютерные программы или изучать толстые учебники по инвестициям. Нет ничего сложного в оценке стоимости компании и покупке по цене, которая ниже ее действительной стоимости. «То, что мы делаем, под силу каждому, — говорит Баффет. — Просто необходимо предпринимать экстраординарные действия, чтобы получать экстраординарные результаты» [5].

Парадокс в том, что успех Баффета частично обусловлен неудачами других. «Мне было очень выгодно, — объясняет он, — что школы бизнеса выпускали десятки тысяч (студентов), которым внушили, что способность мыслить не приносит никакой пользы» [6]. Я ни в коем случае не хочу этим сказать, что Уоррен Баффет — обычный человек. Он, без сомнения, выдающийся инвестор. Однако пропасть между Баффетом и другими профессиональными инвесторами расширяется еще и из-за их собственной готовности играть роль проигравших,

тогда как Баффет отказывается от этой роли. Читатели этой книги могут сделать такой же выбор.

Независимо от того, достаточно ли у инвестора финансовых средств, чтобы купить 10% акций компании или только сотню ее акций, система Уоррена Баффета поможет ему получить высокую доходность от своих инвестиций. Однако этот подход поможет только тем инвесторам, которые готовы помочь сами себе. Чтобы достичь успеха, инвестору необходимо научиться мыслить самостоятельно. Если он нуждается в постоянном подтверждении правильности своих решений, особенно со стороны фондового рынка, то он существенно сокращает свои преимущества. Но если он умеет делать выводы на основании собственных размышлений и применяет относительно простые методы, смело придерживаясь собственных убеждений, это существенно увеличивает его шансы на получение прибыли.

Сначала все новое вызывает у человека страх. Вполне естественно, что принятие новой инвестиционной стратегии, принципиально отличной от других, вызывает определенные опасения у инвестора. В следовании по пути Уоррена Баффета самым сложным будет первый шаг. Но если инвестору удастся сделать этот трудный первый шаг, оставшийся путь будет гораздо легче.

### **Шаг 1: не обращайте внимания на фондовый рынок**

Помните о том, что фондовый рынок маниакально-депрессивен. Иногда на рынке наблюдается бурная активность под влиянием перспектив. В других случаях он впадает в депрессию. Безусловно, такое поведение рынка открывает благоприятные возможности, особенно когда акции выдающихся компаний продаются по абсурдно низким ценам. Однако точно так же, как вы не последовали бы советам человека, проявляющего маниакально-депрессивные склонности, нельзя позволять рынку навязывать вам образ действий.

Фондовый рынок — это не наставник; он существует только для того, чтобы предоставить в ваше распоряжение механизм покупки или продажи акций. Если вы считаете, что фондовый рынок умнее вас, отдайте ему свои деньги, вложив их в индексные фонды. Но если вы хорошо проанализировали ситуацию и понимаете бизнес компании, в которую вы намерены инвестировать свой капитал, если вы

уверены в том, что знаете об этой компании больше, чем фондовый рынок, — откажитесь от его услуг.

В офисе Berkshire нет котировочного аппарата, и Баффет, кажется, прекрасно обходится без него. Если вы планируете владеть акциями выдающейся компании на протяжении нескольких лет, то происходящее на рынке в каждый текущий момент времени не имеет никакого значения. Вам *действительно* необходимо регулярно изучать ситуацию на фондовом рынке, чтобы быть в состоянии вовремя обнаружить благоприятные возможности для инвестиций. Тем не менее вы увидите, что ваш портфель акций находится в прекрасном состоянии, даже если не анализируете ситуацию на рынке постоянно.

«После покупки пакета акций той или иной компании мы были бы совсем не против того, чтобы рынок вообще закрылся на год или два, — говорит Баффет. — Нам не нужны ежедневные котировки наших акций в компаниях See's или H.H. Brown, где мы полные собственники, для того чтобы оценить, насколько благополучно идут дела. В таком случае зачем нам котировки по 7% [на момент написания книги более 8%] акций в компании Coca-Cola?» [7].

Баффет утверждает, что ему нет необходимости знать рыночные цены для определения стоимости инвестиций компании Berkshire в обыкновенные акции. То же самое касается и рядовых инвесторов. Вы должны знать, что приблизились к уровню Баффета, если в процессе анализа ситуации на фондовом рынке вас интересует только один вопрос: «Не совершил ли кто-нибудь в последнее время какую-либо оплошность, которая дала бы мне возможность купить хорошую компанию по выгодной цене?»

## **Шаг 2: не беспокойтесь по поводу состояния экономики**

Многие инвесторы безрезультатно тратят свои усилия на беспокойство о показателях фондового рынка. Так же им свойственно и напрасно беспокоиться о состоянии экономики в целом. Если вы вдруг обнаружите, что дали себя втянуть в дискуссию относительно того, есть ли основания для роста экономики или предстоит период экономического спада, имеет ли место повышение или снижение уровня инфляции — остановитесь, сделайте перерыв.

Очень часто инвесторы начинают свою деятельность с принятия определенных предположений относительно состояния экономики

и перспектив ее дальнейшего развития и после этого приступают к выбору акций, которые бы в точности соответствовали созданной модели. Баффет считает такой подход ошибочным. Во-первых, ни одному инвестору не дано предвидеть будущее экономики, равно как и будущее фондового рынка. Во-вторых, если инвестор выбирает в качестве объектов для инвестиций ценные бумаги, которые должны принести прибыль в контексте конкретной экономической среды, ему придется постоянно приспосабливать свой портфель к изменяющимся экономическим условиям, поэтому он неизбежно столкнется с необходимостью спекуляций и вытекающего из них повышения оборачиваемости инвестиций.

Уоррен Баффет предпочитает покупать компании, обеспечивающие возможность получения прибыли на вложенный капитал при любых экономических условиях. Макроэкономические факторы могут повлиять на доходность бизнеса компаний, но в целом компании способны получать прибыль независимо от капризов экономики. Более разумно расходовать время на поиск и приобретение компании, которая может получать прибыль в *любых* экономических условиях, вместо того чтобы на неопределенный срок вкладывать капитал в акции, которые принесут прибыль только в том случае, если предположения относительно состояния экономики окажутся правильными.

### **Шаг 3: покупайте бизнес компании, а не ее акции**

Предположим, вам необходимо принять очень важное решение. Завтра у вас будет возможность выбрать одну компанию, в которую вы намерены инвестировать свой капитал. Чтобы усложнить задачу, предположим также, что после принятия решения вы не можете его изменять, более того, вы должны будете держать купленные акции не протяжении десяти лет. По истечении этого срока денежные средства, накопленные в результате владения акциями компании, обеспечат вашу жизнь после ухода на пенсию. Какие идеи приходят вам в голову при подобной постановке задачи?

Возможно, у вас возникло много вопросов, на которые вам хотелось бы найти ответы, и это привело вас в полное замешательство. Если бы Баффету пришлось решать такую задачу, он начал бы с методичной оценки данной компании по базовым критериям, шаг за шагом.

- Достаточно ли прост и понятен бизнес компании? Насколько стабильна история деятельности компании? Насколько благоприятны перспективы развития компании?
- Функционирует ли компания под управлением честных и компетентных менеджеров, которые рационально распределяют капитал, ведут себя откровенно с акционерами и не поддаются влиянию институционального императива?
- Каково экономическое состояние компании? Другими словами, насколько высоки такие показатели деятельности компании, как рентабельность бизнеса, прибыль собственников и соответствие между приростом рыночной стоимости компании и приростом объема нераспределенной прибыли?
- И последнее: доступна ли компания (или ее акции) по цене со значительной скидкой к действительной стоимости? Следует обратить внимание на то, что Уоррен Баффет анализирует рыночную цену акций компании только на этом последнем этапе.

Определение стоимости компании не представляет никаких трудностей с математической точки зрения. Однако проблемы возникают в случае неправильной оценки будущих расходов и поступлений денежных средств компании. Баффет использует два подхода к решению этой проблемы. Во-первых, он увеличивает вероятность корректного прогнозирования движения денежных средств, отдавая предпочтение только тем стабильно функционирующим компаниям, бизнес которых для него понятен. Во-вторых, он упорно настаивает на необходимости обеспечения маржи безопасности инвестиций, или разности между ценой акций компании и ее действительной стоимостью, вычисленной самим инвестором. Такая маржа безопасности инвестиций позволяет Баффету создать буфер, который защитит его (так же как и любого другого инвестора) от инвестиций в компании с изменяющимся потоком денежных средств.

#### **Шаг 4: управляйте портфелем бизнесов**

Теперь, когда вы готовы стать владельцем компании, а не временным владельцем пакета ее акций, структура вашего портфеля изменится. Вы больше не оцениваете успех своих инвестиций исключительно

по динамике биржевых курсов или посредством сравнения годового прироста стоимости активов портфеля с эталоном. Именно благодаря этому у вас появилась возможность свободно выбирать лучшие из компаний, акции которых обращаются на рынке. Не существует правила, согласно которому инвестиционный портфель должен состоять из акций компаний, представляющих основные отрасли экономики. Кроме того, для обеспечения надлежащего уровня диверсификации портфеля не требуется включать в него акции 30, 40 или 50 компаний.

По глубокому убеждению Баффета широкая диверсификация инвестиционного портфеля необходима только в случае, когда инвестор не понимает, что делает. Если такой «некомпетентный» инвестор желает владеть акциями, ему лучше вложить свой капитал в индексный фонд. Для инвестора, который хотя бы немного разбирается в тонкостях инвестиционной деятельности, традиционная диверсификация с вложением капитала в акции десятков компаний не имеет никакого смысла. В таком случае Баффет предлагает поразмыслить над следующей ситуацией: если лучшая компания, акциями которой вы владеете, обеспечивает минимальный финансовый риск и имеет долгосрочные благоприятные перспективы, зачем вкладывать деньги в компанию, занимающую двадцатое место в вашем рейтинге предпочтений, вместо того чтобы увеличить свою долю в лучшей компании?

Теперь, когда вы управляете портфелем бизнесов, ваше отношение к пакетам акций, которыми вы владеете, существенно изменится. Во-первых, вы вряд ли станете продавать акции лучших компаний по очень простой причине: они приносят вам прибыль. Во-вторых, вы станете гораздо более тщательно подбирать компании в качестве потенциальных объектов для инвестиций. Вы будете воздерживаться от покупки акций компаний с низкой доходностью только потому, что у вас есть свободный запас денежных средств. Если эта компания не удовлетворяет ваши критерии оценки, откажитесь от покупки ее акций. Будьте терпеливы и ждите появления подходящей компании. Неправильно было бы считать, что, если вы не покупаете и не продаете ценные бумаги, это означает, что вы не делаете успехов в инвестиционной деятельности. По мнению Баффета, слишком трудно принимать сотни разумных решений

на протяжении всей жизни. Он отдает предпочтение формированию портфеля инвестиций таким образом, чтобы ему пришлось поработать над принятием всего нескольких важных решений.

### **Сущность инвестиционной философии Уоррена Баффета**

Рациональное распределение капитала представляет собой главный движущий фактор инвестиционной стратегии Уоррена Баффета. Решение о распределении прибыли компании — самое важное из всех решений, которые приходится принимать менеджеру. Рационализм (другими словами, принятие решений на основании рационального мышления) — это качество, больше всего восхищающее Баффета. Несмотря на все превратности финансового рынка, он все же подчиняется законам здравого смысла. Успех Баффета обусловлен тем, что он, руководствуясь этими законами, умеет отыскать правильный путь и никогда не отклоняется от него.

На протяжении своей инвестиционной деятельности Баффет также совершал ошибки, и вполне возможно, что он не избежит некоторых ошибок и в будущем. Однако успех в сфере инвестиций — это не синоним непогрешимости. Этот успех означает только то, что количество правильных шагов, предпринятых инвестором, значительно превышает количество допущенных им ошибок. В этом смысле путь Уоррена Баффета не выходит за рамки этого принципа. Успех инвестора, идущего по этому пути, в значительной степени зависит от сведения к минимуму тех многочисленных и сложных действий, которые могут привести к ошибочным решениям (имеется в виду прогнозирование конъюнктуры рынка, состояния экономики и колебания курсов акций). В такой же мере этот успех зависит и от правильного выполнения не столь многочисленных и очень простых действий (связанных, например, с оценкой стоимости компании).

Когда Баффет покупает акции той или иной компании, он фокусирует внимание на двух простых критериях: цена компании и ее стоимость. Цену компании можно узнать по биржевой котировке ее акций. Определение стоимости компании требует некоторых вычислений, и все же это вполне достижимо для тех инвесторов, готовых выполнить определенную подготовительную работу.

Инвестиционная деятельность не так сложна, как кажется. Вы должны знать бухгалтерию — язык бизнеса. Вам следует прочитать книгу «Разумный инвестор». Необходимо также иметь определенный склад ума и характер. Вы должны быть заинтересованы в самом процессе инвестиций и действовать в рамках своего круга компетентности. Читайте Бена Грэхема и Фила Фишера, читайте годовые отчеты и отчеты профессиональных ассоциаций, но не используйте для их анализа уравнения с греческими символами [8].

*Уоррен Баффет, 1993 год*

Вы больше не беспокоитесь о состоянии фондового рынка и экономики. Вы не стремитесь прогнозировать курсы акций, следовательно, теперь вы можете уделять достаточно времени тому, чтобы как можно лучше понять бизнес компаний, акциями которых вы владеете. Вы можете более внимательно изучать годовые отчеты, читать статьи о компании и об отрасли, которую она представляет, и это позволит вам как одному из владельцев компании повисить свою осведомленность о ее бизнесе. В действительности, чем больше вы стремитесь изучить компанию, акциями которой вы владеете, тем слабее ваша зависимость от людей, зарабатывающих на жизнь тем, что они дают другим советы относительно того, какие иррациональные действия им следует предпринять.

В итоге лучшие идеи по поводу вложения капитала появятся у вас в результате выполнения определенной подготовительной работы. Однако вы не должны бояться этого. Путь Уоррена Баффета не выходит за рамки возможностей восприятия других серьезных инвесторов. Вам нет необходимости получать диплом магистра по определению стоимости компаний, чтобы успешно выполнять эту работу. И все же, если у вас возникают проблемы с самостоятельной оценкой компании по критериям, о которых шла речь в этой книге, ничто не мешает вам посоветоваться с вашим консультантом по финансовым вопросам. На самом деле чем больше вы будете размышлять над ценой и стоимостью компании, тем лучше будете понимать и больше ценить методику Уоррена Баффета.

На своем жизненном пути Уоррен Баффет перепробовал много разных вариантов инвестиционной деятельности. В молодости он даже занимался составлением таблиц биржевых котировок. Уоррен Баффет был учеником самого блестящего финансиста двадцатого столетия,

Бенджамина Грэхема. Вместе со своим партнером, Чарли Мангером, он имел долю во многих компаниях и принимал участие в управлении их деятельностью. На протяжении прошедших пятидесяти лет Баффет пережил на собственном опыте и двузначные процентные ставки, и гиперинфляцию, и крах фондового рынка. Однако во всем этом хаосе Баффет нашел свою нишу — ту позицию, в которой все, что происходит, имеет свой смысл, и где инвестиционная стратегия уживается с личностью человека. «Наша позиция по отношению к инвестициям, — говорит Баффет, — соответствует нашим индивидуальным стремлениям, и это именно та жизнь, которая нам нравится» [6].

Уоррен Баффет гармонично использовал свои личные качества в профессиональной деятельности. Он всегда радуется жизни и готов оказать моральную поддержку тем, кто находится рядом с ним. Он искренне радуется каждому рабочему дню. «У меня в жизни есть все, чего я хочу, — говорит он. — Я получаю удовольствие от своей работы, для меня это означает ни что иное, как возможность общаться с людьми, к которым я испытываю симпатию» [7]. «Нигде в мире нет более интересной работы, — говорит Баффет, — чем управление Berkshire, и я считаю большой удачей иметь возможность заниматься тем, чем я занимаюсь» [8].

# Послесловие

## Управление капиталом по методу Уоррена Баффета

Я начал свою карьеру инвестиционного брокера, обучаясь на курсах подготовки в компании Legg Mason летом 1984 года. Был обычный жаркий и влажный день в Балтиморе. Четырнадцать новоиспеченных инвестиционных брокеров, в том числе и я, вошли в конференц-зал с открытыми окнами, чтобы начать обучение. Заняв свои места, мы все получили по экземпляру книги «Разумный инвестор» Бенджамина Грэхема (книги, о которой я никогда прежде не слышал). Каждому из нас раздали по копии годового отчета за 1983 год неизвестной мне тогда Berkshire Hathaway, написанного Уорреном Баффетом (человеком, о котором я также слышал впервые).

Первый день занятий был посвящен знакомству и приветствиям со стороны высших менеджеров компании, среди которых были и самые успешные брокеры. Сменяя друг друга, они с гордостью рассказывали нам, что инвестиционная философия Legg Mason при оценке объектов для капиталовложений на сто процентов основана на использовании принципа «цена / стоимость». Каждый из них с трепетом держал в руках книгу «Разумный инвестор», и все по очереди цитировали различные места из этого «священного» текста. Менеджеры призывали нас: «Покупайте акции с низким коэффициентом «цена акции / прибыль на акцию» (EPS), с низким коэффициентом «цена акции / балансовая стоимость акции» (P/B) и высокими дивидендами. Не обращайте внимания на ежедневные колебания фондового рынка, — говорили они, — эта «сладкоголосая песня» почти

наверняка собьет вас с верного пути. Старайтесь не поддаваться стадному инстинкту. Покупайте акции, цена которых упала и которые стали непопулярными, с тем чтобы впоследствии, когда спрос на них снова повысится, можно было продать их по более высокой цене».

Идея, которую менеджеры Legg Mason пытались донести до нас на протяжении первого дня занятий, имела логическое обоснование. Всю вторую половину дня мы анализировали отчеты об исследованиях, проведенных компанией Value Line, учились различать акции, курс которых упал и которые производили впечатление дешевых, и акциями, курс которых повысился, из-за чего они выглядели как дорогие. К концу первого учебного дня мы все были уверены в том, что мы овладели Священным Граалем инвестирования. Когда мы складывали свои учебные материалы, преподаватель напомнил нам, чтобы мы взяли годовой отчет Berkshire Hathaway с собой и прочитали его до следующего занятия. «Уоррен Баффет, — энергично напомнил он, — самый знаменитый ученик Бенджамина Грэхема».

Вернувшись в тот вечер в гостиничный номер, я испытывал полное изнеможение. Мои глаза болели от усталости, а в голове мелькали балансовые отчеты, отчеты о прибылях и убытках, а также разнообразные финансовые коэффициенты. Честно говоря, провести еще около часа за чтением очередного годового отчета — это последнее, чем бы мне хотелось заняться в тот момент. Я был уверен, что если в мою голову попадет хотя бы еще один «фактоид», то череп взорвется. Чувствуя усталость, с большим нежеланием я взял в руки отчет Berkshire Hathaway.

Он начинался с такой приветственной фразы: «Акционерам Berkshire Hathaway, Inc». Во вступительной части отчета Уоррен Баффет кратко изложил основные принципы ведения бизнеса в компании Berkshire Hathaway: «Наша долгосрочная экономическая цель заключается в том, чтобы максимизировать среднегодовой прирост действительной стоимости акций, которыми владеет компания, — писал он. — Мы отдаем предпочтение достижению этой цели посредством прямого владения диверсифицированной группой компаний, генерирующих денежные средства и, соответственно, обеспечивающих доходность использования капитала, превышающую среднерыночную». Далее Баффет пообещал: «Мы будем откровенны, отчитываясь перед вами. Мы будем открыто говорить о преимуществах и недостатках,

оказывающих большое влияние на повышение стоимости бизнеса. Основной принцип, которым мы руководствуемся, заключается в том, чтобы сообщать все факты о деятельности нашей компании, которые мы сами хотели бы знать, если бы поменялись с вами местами».

Следующие четырнадцать страниц отчета были посвящены самым крупным компаниям, которыми владела компания Berkshire Hathaway, в том числе Nebraska Furniture Mart, Buffalo Evening News, See's Candy Shops и Government Employees Insurance Company. Придерживаясь своего слова, Баффет раскрывал именно ту информацию об экономических показателях деятельности этих компаний, которая действительно была мне интересна. Он перечислил компании, акции которых входили в состав портфеля инвестиций Berkshire Hathaway, в том числе Affiliated Publications, General Foods, Ogilvy & Mather, R.J. Reynolds Industries и Washington Post. С самого начала я был поражен тем, как Баффет незаметно переходит от описания акций, входящих в портфель Berkshire Hathaway, к характеристике бизнеса тех компаний, акциями которых владела эта компания. Складывалось впечатление, что для Баффета анализ ценных бумаг и анализ деятельности компаний — это одно и то же.

Накануне я провел целый день на занятиях, анализируя акции, которые, как мне было известно, представляют собой долю капитала компаний, однако я не увидел никакой взаимосвязи между акциями компаний и их бизнесом. Изучая доклады Value Line, я видел бухгалтерские цифры и финансовые коэффициенты. Во время чтения отчета Berkshire Hathaway я видел компании, с их продукцией и потребителями, а также экономические показатели и прибыль. Я видел конкурирующие фирмы и капитальные затраты. Возможно, все это было и в отчетах Value Line, однако какова бы ни была причина, они не пробудили во мне таких же эмоций, как отчет Berkshire Hathaway. Постепенно мне начал открываться загадочный мир инвестиций. Тот вечер стал для меня моментом прозрения — Уоррену Баффету удалось раскрыть внутреннюю природу такого сложного процесса.

На следующее утро меня переполняло ощущение страстной увлеченности инвестиционной деятельностью, которого я раньше не испытывал. Когда подготовительный курс закончился, я вернулся в Филадельфию с одной-единственной простой целью — инвестировать деньги моих клиентов таким же образом, как это делает Уоррен Баффет.

Я знал, что мне необходимо иметь в своем распоряжении больше информации, поэтому я начал накапливать дополнительные сведения в специальной папке. В первую очередь я внес в этот файл копии всех годовых отчетов Berkshire Hathaway. Затем отыскал годовые отчеты всех компаний, акции которых обращаются на рынке и в которые Баффет инвестировал капитал. После этого я собрал все журнальные и газетные статьи об Уоррене Баффете, какие только смог найти.

Когда папка была максимально наполнена разнообразными документами, я погрузился в их изучение. Моя задача заключалась в том, чтобы, во-первых, стать экспертом по деятельности Уоррена Баффета, во-вторых, поделиться полученными знаниями со своими клиентами.

На протяжении следующих нескольких лет мне удалось создать серьезный инвестиционный бизнес. Следуя урокам Уоррена Баффета, а также его советам относительно выбора акций, я обеспечил более успешные инвестиции своим клиентам, максимально сократив при этом количество неудач. Мои клиенты в большинстве своем приняли целесообразность подхода к инвестициям, согласно которому необходимо относиться к акциям как к неотъемлемой части компаний и пытаться покупать акции лучших компаний со скидкой к их действительной стоимости. Немногие клиенты, которые не восприняли такой подход, отказались от моих услуг и не потому, что концепция Баффета не вызвала у них доверия, а потому, что действия вопреки тенденциям фондового рынка требовали от них слишком большого эмоционального напряжения. Некоторые инвесторы ушли просто потому, что у них не хватило терпения наблюдать за дальнейшим развитием процесса. Они стремились к активным действиям и испытывали непреодолимое желание делать хоть что-нибудь. Оглядываясь назад, я вижу, что среди всех моих клиентов не оказалось ни одного инвестора, который бы открыто не разделял логики подхода Уоррена Баффета к инвестициям. Но некоторые из них все же не смогли преодолеть психологический барьер.

Тем временем я продолжал собирать информацию об Уоррене Баффете. Годовые отчеты, статьи в журналах, интервью — все это я внимательно читал, анализировал и сохранял, ибо оно имело непосредственное отношение к Уоррену Баффету и к компании Berkshire Hathaway. Баффет стал моим героем, и каждый день я пытался поступать так, как поступил бы он.

С течением времени во мне росло и усиливалось желание стать портфельным менеджером и заняться исключительно управлением инвестициями клиентов. В тот период работа инвестиционных брокеров оплачивалась в зависимости от заключенных ими сделок о покупке и продаже ценных бумаг. Система оплаты была основана главным образом на выплате комиссионных от таких сделок. Выполняя функции брокера, я хорошо справлялся с покупкой акций, но с продажей у меня возникали определенные проблемы, поскольку я придерживался совета Баффета о целесообразности владения купленными акциями на протяжении длительного периода. В настоящее время в большинстве компаний, предоставляющих финансовые услуги, инвестиционным брокерам и финансовым консультантам выплачивается соответствующее вознаграждение, а не комиссионные (если они предпочитают такой способ оплаты). Через некоторое время я встретил нескольких инвестиционных брокеров, которые получали вознаграждение за полученные результаты независимо от того, сколько акций они продали и сколько купили. Складывалось впечатление, что такое развитие событий привело к формированию среды, идеально подходящей для реализации идей Уоррена Баффета.

В самом начале своей карьеры, работая в Филадельфии, в отделе трастовых операций одного из местных банков, я приобрел определенный опыт управления инвестиционным портфелем. Параллельно я получил звание дипломированного финансового аналитика, а немного позже поступил на работу в небольшую инвестиционно-консалтинговую фирму, в которой занимался управлением инвестиционными портфелями за назначенное вознаграждение. Наша задача состояла в том, чтобы помочь клиентам обеспечить разумную ставку доходности при приемлемом уровне риска. Большинство клиентов уже достигли своих финансовых целей и в текущий момент стремились сохранить свое состояние. По этой причине большинство портфелей, которыми занималась наша фирма, состояли приблизительно в равной степени из акций и облигаций.

Именно в этот период я начал излагать свои мысли об Уоррене Баффете на бумаге, для того чтобы поделиться со своими клиентами мудростью его концепции инвестиционной деятельности. В конце концов, Баффет, который на тот момент занимался инвестициями уже сорок лет, накопил достаточно большое богатство. Анализ того,

как ему удалось добиться таких результатов, мог принести большую пользу инвесторам. Все сделанные в тот период записи стали базой для написания книги «Уоррен Баффет».

Существует два фактора, повлиявших на принятие решения о создании взаимного инвестиционного фонда, — фонда, деятельность которого была бы основана на принципах, описанных в книге «Уоррен Баффет». Во-первых, наша инвестиционно-консалтинговая компания нуждалась в наличии инструмента управления теми счетами, которые не были достаточно большими, чтобы выделить их в отдельный портфель инвестиций. Во-вторых, я горел желанием проверить на практике идеи Уоррена Баффета, изложенные в книге. Я хотел продемонстрировать, что то, чему учил Уоррен Баффет и о чем я написал в книге, позволяет инвестору получать прибыль на инвестированный капитал, превышающую рыночные показатели.

Новый фонд учредили 17 апреля 1995 года. Я уже был вооружен знаниями, полученными во время изучения деятельности Уоррена Баффета на протяжении почти десяти лет, имел семилетний опыт управления портфелями и считал, что мы вполне способны помочь нашим клиентам достичь результатов, превышающих средние рыночные показатели. Однако вместо этого на протяжении двух лет эффективность инвестиций, которые мы делали, была достаточно низкой.

В чем же заключалась причина этого?

Я проанализировал состав нашего инвестиционного портфеля и состояние фондового рынка и пришел к выводу, что существовало две причины сложившейся ситуации. Во-первых, когда я открыл свой инвестиционный фонд, то включил в состав портфеля преимущественно акции компаний приблизительно тех же категорий, что и компании, в которые делались инвестиции компанией Berkshire Hathaway, — газетные издательства, компании по производству напитков и других потребительских товаров краткосрочного пользования, а также некоторые компании по предоставлению финансовых услуг. Я даже купил акции Berkshire Hathaway.

Поскольку мой фонд был лабораторией для проверки идей Баффета, неудивительно, что мы вкладывали капитал главным образом в ценные бумаги тех же компаний, в которые делал инвестиции сам Баффет. Однако существовали большие различия между ценными бумагами, купленными Баффетом в 1980-х, и ценными бумагами тех

же компаний по состоянию на 1997 год. В 1980-х годах темпы роста прибыли собственников во многих из этих компаний достигали двузначных чисел, тогда как в 1990-х они снизились в некоторых случаях до однозначных. Кроме того, рыночная цена этих компаний постепенно повышалась на протяжении десяти лет, следовательно, скидка к действительной стоимости стала меньше по сравнению с предыдущим периодом. Когда снижаются показатели экономического роста компании и сокращается разница между ее рыночной ценой и действительной стоимостью, то сужаются возможности для получения большой прибыли на инвестированный капитал.

Если первая причина носила внутренний характер и обусловливалась недостаточно высокими темпами роста доходности ценных бумаг портфеля, то вторая была вызвана процессами, происходившими за рамками портфеля. Темпы экономического роста компаний, акциями которых владел фонд, замедлялись, в то время как некоторые технологичные компании, представляющие такие отрасли, как телекоммуникации, выпуск программного обеспечения, предоставление интернет-услуг, развивались все более ускоряющимися темпами. Доля этих компаний в суммарной рыночной капитализации компаний, входящих в индекс Standard & Poors 500, постоянно увеличивалась, что привело и к ускоренному росту фондового рынка в целом. Вскоре я обнаружил, что экономические показатели компаний, акциями которых владел мой фонд, не идут ни в какое сравнение с показателями деятельности более мощных технологичных компаний, быстро занимавших лидирующее положение на фондовом рынке.

В 1997 году мой фонд оказался на перепутье. Если бы я продолжил вкладывать капитал в акции компаний, в которые делал инвестиции Уоррен Баффет, то, по всей видимости, мы по-прежнему имели бы средние результаты. Даже сам Баффет говорил акционерам Berkshire Hathaway о том, что они не могут больше рассчитывать на доходность своих инвестиций, превышающую средние рыночные показатели, как это было в прошлом. Я знал, что если бы я и впредь покупал по завышенным ценам те же акции, которые входят в состав портфеля Berkshire Hathaway, в сочетании со снижением темпов роста экономических показателей это привело бы к невозможности обеспечения необходимой доходности инвестиций. В таком случае идея создания фонда теряла смысл. Если взаимный фонд неспособен

на протяжении определенного промежутка времени обеспечивать результаты инвестиционной деятельности, которые превышали бы доходность рыночного индекса, в таком случае акционерам было бы выгоднее инвестировать свои средства в индексный взаимный фонд.

Ситуация, сложившаяся в моем инвестиционном фонде в тот период, оказалась достаточно драматичной. Вопрос был не в том, продолжит ли фонд свое существование. Меня интересовало, сможет ли Баффет выдержать конкуренцию с современными отраслями экономики и по-прежнему добиваться хороших результатов. Однако главная дилемма заключалась в том, применима ли эта концепция оценки ценных бумаг и компаний в контексте современных отраслей экономики, ориентированных на высокие технологии.

В глубине души я знал, что подход Баффета к инвестициям применим и в этом контексте. Я был уверен в том, что он по-прежнему открывает перед инвесторами возможность обнаружения случаев недооценки первоклассных компаний и, следовательно, извлечения выгоды из ограниченности рыночных механизмов. Я знал все это, но все же не решался сделать окончательный выбор и начать действовать в новой экономической среде.

К счастью, когда я начинал карьеру инвестиционного брокера, обучаясь на курсах подготовки в компании Legg Mason, у меня сложились дружеские отношения с Биллом Миллером. В тот период Билл вместе с Эрни Кихне руководил фондом, инвестировавшим капитал в «выгодные» акции. Билл время от времени общался с инвестиционными брокерами и делился с ними размышлениями о фондовом рынке, о различных компаниях, а также идеями, которые он почерпнул из многочисленных прочитанных им книг. После того как я ушел из компании Legg Mason, чтобы стать портфельным менеджером, мы с Биллом сохранили дружеские отношения. После публикации книги «Уоррен Баффет» мы снова начали общаться более тесно, активно обсуждая вопросы инвестиционной деятельности, а также вопросы адаптации к новым экономическим условиям.

В книге «Уоррен Баффет» я подчеркнул тот факт, что в вопросе выбора акций в качестве объектов для инвестиций Уоррен Баффет не полагался исключительно на соотношение между ценой акции и прибылью. Движущей силой создания стоимости для акционеров было увеличение прибыли собственников, а также способность компании

обеспечивать прибыль на акционерный капитал, превышающую средние рыночные показатели. В некоторых случаях акции с низким коэффициентом «цена/прибыль» действительно генерировали поток денежных средств и обеспечивали высокую доходность акционерного капитала — инвестиции в такие акции также попадали в число очень удачных капиталовложений. Однако в других случаях акции с низким коэффициентом «цена/прибыль» только поглощали большой объем денежных средств и приносили прибыль на инвестированный капитал ниже средних рыночных показателей. По мнению Баффета, акции с низким коэффициентом «цена/прибыль» можно рассматривать в качестве базы для поиска новых идей, но действительно ценными для инвестора их делает способность генерировать поток денежных средств и обеспечивать высокую доходность акционерного капитала.

Билл понял это на несколько лет раньше, чем я, и уже сориентировал свой фонд в этом направлении. На его счету уже было четыре года получения результатов, превышающих средние рыночные показатели, и это начало привлекать внимание инвестиционного сообщества.

В тот момент, когда мой фонд изо всех сил стремился добиться более-менее устойчивых результатов, я встретился с Биллом, чтобы обсудить различные инвестиционные стратегии и возможности, которые они открывают. Я высказал ему мнение об основательности подхода Уоррена Баффета к инвестициям. Он согласился. Я сказал ему, что единственный способ пережить рынок сводится к анализу ценных бумаг на базе тех же принципов, которые используются для оценки деятельности компаний — такой подход позволяет обнаружить глубокие, фундаментальные изменения, происходящие в компании, еще до того, как рыночный механизм ценообразования отреагирует на эти изменения. Я выразил уверенность в том, что методы Баффета можно применить и в контексте новых отраслей экономики, но я сказал также, что не знаю, как действовать дальше в этом направлении. Билл ответил: «Присоединяйся к Legg Mason, и я покажу тебе, как это все действует».

Он уже применял методику оценки потенциальных объектов для инвестиций, основываясь не на коэффициенте «цена/прибыль», а на способности генерировать поток денежных средств и обеспечивать высокую доходность акционерного капитала. Кроме того, он еще раньше заинтересовался инвестициями в новые компании,

представляющие сферу высоких технологий. В 1996 году он купил акции Dell Computers в то время, когда ее коэффициент P/E равнялся 6, а показатель доходности акционерного капитала составлял 40%. Другие инвесторы, придерживающиеся подхода на основе принципа «цена/стоимость» также покупали акции Dell Computers. Когда коэффициент P/E повысился до двенадцати, они начинали их продавать. Этого требовал традиционный подход к инвестициям, согласно которому было разумно купить акции со значением коэффициента P/E, равным 6, и продавать их при его повышении до 12. Билл вместо этого проанализировал модель ведения бизнеса в компании Dell Computers, и вскоре обнаружил, что темпы доходности капитала, инвестированного в эту компанию, могут повыситься до трехзначных цифр. Таким образом, тогда как другие «стоимостные» менеджеры продавали свои акции Dell Computers, достигнув двенадцатикратного значения показателя P/E, Билл не продавал акции при повышении этого показателя ни до двадцати, ни до тридцати, ни до сорока. По мнению Билла, компания по-прежнему была существенно недооценена рынком, особенно если учесть факт стремительного повышения ее действительной стоимости. И он оказался прав. Инвестиции в Dell Computers принесли акционерам его фонда 3000% прибыли.

Билл не упускал и других возможностей для инвестиций в компании, представляющие новую экономическую среду. Он попал в десятку со своими инвестициями в AOL. Кроме того, он вкладывал капитал в телекоммуникации, инвестиции в Nokia и Nextel Communications принесли громадную прибыль акционерам его фонда. Компания Legg Mason Capital Management стала вторым крупнейшим акционером Amazon.com, уступив первенство только генеральному директору компании Джефу Безосу. Совсем недавно Билл прибавил к портфелю инвестиций своей компании акции eBay, утверждая, что с этой компанией произойдет то же, что произошло с компанией Microsoft в 1993 году.

В тот период компания Microsoft представляла собой бизнес стоимостью 22 млрд долл., и большинство «стоимостных» инвесторов считали, что эта цифра существенно завышена. К концу 2003 года рыночная стоимость Microsoft выросла до 295 млрд долл. Таким образом, цена компании увеличилась более чем на 1000%, тогда как индекс S&P 500 за тот же период вырос на 138%. Была ли компания Microsoft

недооценена в 1993 году? Безусловно, была, хотя ни один «стоимостной» инвестор не воспользовался этой возможностью. Является ли компания eВау недооцененной в настоящий момент? Мы уверены, что да, однако мы не будем знать этого точно еще на протяжении нескольких предстоящих лет. Одно нам ясно: невозможно определить степень недооцененности компании eВау по соотношению между ценой акций этой компании и прибылью в расчете на акцию точно так же, как это невозможно было сделать с компанией Microsoft.

В основе всех решений об инвестициях, принимаемых Биллом Миллером, лежит необходимость понимания модели ведения бизнеса в компании, которая рассматривается в качестве объекта для инвестиций. Каковы факторы формирования стоимости компании? Как компания генерирует поток денежных средств? Какой объем прибыли может зарабатывать компания и каких темпов роста она может достичь? Какова доходность капитала компании? Если доходность использования капитала превышает стоимость его привлечения, это означает, что компания создает стоимость для акционеров. Если доходность ниже стоимости капитала, значит, компания разрушает стоимость.

И наконец, метод анализа, разработанный Биллом Миллером, позволял ему определить стоимость бизнеса компании главным образом на основании вычисления дисконтированной текущей стоимости будущих потоков денежных средств. Несмотря на то, что фонд Билла владеет акциями компаний, отличающихся от компаний, акции которых входят в состав портфеля Berkshire Hathaway, никто не сможет отрицать тот факт, что и Билл Миллер, и Уоррен Баффет применяют один и тот же подход к инвестициям. Единственное отличие заключается в том, что Билл решил применить эту инвестиционную философию в контексте ведущих компаний, которые функционируют в новых экономических условиях и стремительно занимают лидирующее положение в мировой экономике.

Когда Билл пригласил меня присоединить мой фонд к компании Legg Mason Capital Management, я понимал, что наши взгляды на инвестиционную деятельность совпадают. Еще более важным преимуществом присоединения к команде Билла стало то, что с этого момента я становился членом компании, которая применяет подход к инвестициям, основанный на оценке стоимости компаний каждый раз, когда

для этого появляются возможности. Я больше не был ограничен выбором только тех акций, которые в свое время приобрел Уоррен Баффет. С этого момента я мог анализировать все компании, акции которых обращались на фондовом рынке. Думаю, всем понятно, что это стало для меня стимулом к расширению своего круга компетентности.

Одним из моих самых первых ложных суждений была уверенность в том, что, поскольку Уоррен Баффет не покупает акции высокотехнологичных компаний, они изначально не подлежат анализу. Действительно, эти новообразованные компании обладали гораздо более высокой степенью риска. Показатели экономического роста компаний по выпуску газированных напитков с сиропом, бритвенных лезвий, краски, конфет и мебели гораздо легче прогнозировать, чем показатели роста компаний, занимающихся выпуском программного обеспечения, телекоммуникациями и предоставлением интернет-услуг.

Тем не менее между понятиями «трудно прогнозируемый» и «не поддающийся анализу» существует большая разница. Безусловно, экономические показатели технологичных компаний гораздо более разнообразны, чем показатели компаний по производству обычных товаров. Однако вдумчивый анализ деятельности любой компании предоставляет в распоряжение инвестора целый диапазон возможностей для оценки. Согласно инвестиционной концепции Баффета, не имеет значения, какова рыночная цена компании. Важно то, насколько эта цена ниже действительной стоимости.

Некоторые эксперты по концепции Баффета упускают в своих рассуждениях тот факт, что если инвестор правильно проанализирует деятельность высокотехнологичной компании, то это с избытком компенсирует риск, связанный с инвестициями. Все, что ему необходимо сделать, — это проанализировать акции с точки зрения бизнеса, которым занимается эта компания, определить ее стоимость и, для того чтобы защитить себя от повышенного экономического риска, запросить за нее такую цену, которая обеспечила бы достаточно большую маржу безопасности инвестиций.

Не следует забывать о том, что на протяжении продолжительного периода многие сторонники подхода Уоррена Баффета приняли на вооружение его философию инвестиционной деятельности и применили ее в контексте различных сегментов фондового рынка. Некоторые выдающиеся инвесторы покупали ценные бумаги, которых нет в порт-

феле Berkshire Hathaway. Другие инвесторы покупали акции компаний с более низким уровнем капитализации. Некоторые инвесторы применили подход Баффета на международном рынке и приобрели акции иностранных компаний. Это позволяет сделать следующий важный вывод: подход Баффета к инвестициям применим в контексте любой компании, независимо от отрасли, которую эта компания представляет, рыночной капитализации и ее юридического адреса.

С момента присоединения к компании Legg Mason Capital Management в 1998 году мой фонд роста пережил замечательный период существенного повышения эффективности инвестиций. Причина этого заключалась не в изменении концепции инвестиционной деятельности или процесса ее реализации. Просто эта концепция была использована применительно к более широкому диапазону ценных бумаг. Когда портфельные менеджеры и другие специалисты по инвестициям готовы анализировать компании всех типов, независимо от их принадлежности к той или иной отрасли, это приводит к значительному расширению диапазона возможностей выгодного использования ошибочно установленной рыночной цены компаний, что, в свою очередь, находит выражение в увеличении прибыли, которые акционеры получают на свои инвестиции.

Это не означает, что у нас время от времени не наступает неудачный год, неудачный квартал или неудачный месяц. Тем не менее если суммировать все потери за те периоды, когда доходность наших инвестиций опускалась ниже средних рыночных показателей, полученная сумма все равно будет меньше объема денежных средств, которые нам удалось заработать в периоды получения более высокой прибыли на инвестированный капитал по сравнению с рыночными показателями.

В этом отношении результаты фонда ничем не отличаются от результатов любого другого концентрированного инвестиционного портфеля. Достаточно вспомнить, каких успехов добились такие инвесторы, как Чарли Мангер, Билл Руан и Лу Симпсон. Каждый из них обеспечил высокую доходность инвестиций на протяжении длительного промежутка времени, хотя и не без краткосрочных периодов низкой эффективности капиталовложений. Каждый из названных инвесторов использовал метод оценки стоимости компаний для определения степени недооценки компании на фондовом

рынке. Каждый из них управлял концентрированным портфелем инвестиций с низким оборотом. Инвестиционный процесс, который они использовали, позволил добиться самых высоких долгосрочных результатов за счет отказа от получения более высоких краткосрочных результатов.

Майкл Мобуссин, главный специалист по инвестиционной стратегии компании Legg Mason Capital Management, провел исследование самых результативных взаимных фондов за период с 1992 по 2002 год [1]. Объектами этого исследования стали фонды, функционировавшие на протяжении этого периода под управлением одного и того же управляющего, активы которых оценивались не менее чем в 1 млрд долл. и которые на протяжении десяти лет обеспечивали доходность инвестиций, превышающую доходность индекса Standard & Poors 500. Количество фондов, соответствовавших этим критериям, было равно 31.

На следующем этапе Майкл Мобуссин проанализировал методы, которые управляющие этих фондов использовали для получения результатов, превышающих рыночные показатели. Затем он выявил четыре фактора, которые отличали деятельность фондов этой группы от деятельности большинства других фондов.

1. *Оборачиваемость портфеля.* В целом коэффициент оборота инвестиций взаимных фондов, опережающих рыночные показатели, был равен 30%. Этот показатель существенно отличался от среднего коэффициента оборачиваемости инвестиций всех взаимных фондов — 110%.
2. *Концентрация портфеля.* Фондам, результаты деятельности которых на протяжении длительного периода превышают рыночные показатели, свойственна более высокая концентрация инвестиций по сравнению с индексными фондами или с многопрофильными инвестиционными фондами. В среднем взаимные фонды, ставшие объектом исследования, вкладывали 37% своих активов в акции десяти лучших компаний.
3. *Стиль инвестирования.* Большинство фондов, превышающих рыночные показатели доходности инвестиций, придерживались концепции выбора акций на базе оценки действительной стоимости компаний.

4. *Территориальное расположение.* Только некоторые фонды, доходность которых превышала рыночные показатели, располагались в финансовых центрах Восточного побережья, Нью-Йорке или Бостоне. Фонды, вкладывающие капитал в акции с высоким коэффициентом «альфа», в большинстве своем были расположены в таких городах, как Чикаго, Солт-Лейк-Сити, Мемфис, Омаха и Балтимор. Майкл считает, что территориальная удаленность от бурного темпа жизни в Нью-Йорке и Бостоне снижает уровень гиперактивности, которая свойственна многим взаимным инвестиционным фондам.

Общая причина превышения средних рыночных показателей суперинвесторами из «Грэхем-Доддсвилля», «Баффетвилля» или управляющими фондами, которые стали объектами исследований Майкла Мобуссина, заключается в следующем: все они придерживались стратегии управления инвестиционным портфелем, обращая особое внимание на концентрацию инвестиций и низкую оборачиваемость портфеля. Кроме того, они использовали процедуру выбора акций, основанную на определении их действительной стоимости.

Тем не менее при всей очевидности способов обеспечения долгосрочных результатов, превышающих средние рыночные показатели, большинство менеджеров по управлению капиталом по-прежнему получают достаточно низкие результаты. По мнению некоторых аналитиков, это свидетельствует о повышении эффективности рынка. Возможно, жесткая конкуренция между менеджерами по управлению капиталом привела к более корректному определению цен акций. Это может быть в какой-то степени верно. Мы считаем, что рынок действительно стал более эффективным, что привело к сокращению возможностей для извлечения выгоды из использования на рынке слишком примитивных методов определения стоимости компаний или их акций. Безусловно, никто не верит в то, что рынок позволит инвесторам опустошать его «карманы», просто вычислив коэффициент «цена акции / прибыль на акцию».

Специалисты, которые понимают механизм изменений, происходящих в компании на глубинном уровне модели ведения бизнеса, с большей степенью вероятности способны обнаружить появляющиеся на рынке случаи неправильной оценки компаний. Они имеют

свою точку зрения на продолжительность и значимость способности компании генерировать денежные потоки, и этот взгляд отличается от общепринятых представлений. «То, что индекс S&P 500 превысил результаты активных портфельных менеджеров, — это не аргумент против активного управления портфельными инвестициями, — сказал Билл Миллер, — это всего лишь аргумент против методов, которые используются большинством менеджеров по активному управлению инвестициями» [2]. Прошло уже двадцать лет с тех пор, как я впервые прочитал годовой отчет Berkshire Hathaway. Даже сейчас, когда я думаю об Уоррене Баффете и его философии, меня переполняет чувство волнения и страстного увлечения миром инвестиций. Для меня бесспорным является тот факт, что подход Уоррена Баффета к инвестициям верен и при условии правильного применения обеспечивает долгосрочные результаты, превышающие средние рыночные показатели. Нам остается только наблюдать за тем, как лучшие менеджеры по управлению капиталом используют в своей деятельности различные варианты этого подхода.

С течением времени изменяется все: компании, отрасли экономики, рынки и экономическая среда. Тем не менее ценность подхода Баффета к инвестициям остается неизменной, поскольку в его основе лежат принципы, неподвластные времени. Независимо от сложившихся обстоятельств инвесторы могут применять подход Баффета в процессе выбора ценных бумаг и управления портфелем инвестиций.

Когда Баффет впервые занялся управлением инвестициями в 1950-х и 1960-х годах, он уже тогда ставил знак равенства между акциями и компаниями и отдавал предпочтение формированию концентрированного инвестиционного портфеля. Когда в 1970-х и 1980-х годах он дополнил портфель Berkshire Hathaway акциями выдающихся компаний, представляющих новую экономику, его подход к инвестициям не изменился. Когда в 1990-х годах и в первой половине текущего десятилетия Билл Миллер начал покупать для своего «стоимостного» фонда акции высокотехнологичных компаний и интернет-компаний, он также ставил знак равенства между акциями и компаниями и отдавал предпочтение формированию концентрированного инвестиционного портфеля.

Отличались ли компании, акции которых покупал Баффет в 1950-х годах, от компаний, которые он покупал в 1980-х? Да. Отличались ли компании, акции которых он покупал в 1960-х годах, от компа-

ний, купленных в 1990-х? Безусловно. С течением времени изменяется бизнес, которыми занимаются компании, появляются новые отрасли, а конкуренция, разворачивающаяся на рынках, обуславливает появление новых сильных компаний и постепенное снижение активности остальных. В условиях непрекращающегося развития рынков и компаний инвесторов может обнадежить осознание того, что существует концепция инвестиционной деятельности, сохраняющая устойчивость даже под влиянием факторов неизбежных перемен.

На годовом собрании Berkshire Hathaway один из акционеров спросил Уоррена Баффета, не хотел бы он, оглянувшись на пройденный путь, изменить что-нибудь в своей концепции инвестиций. «Если бы нам пришлось начинать все с начала, мы действовали практически так же, — ответил он. — Мы бы изучали всю доступную информацию о компаниях и отраслях. Работая с намного меньшим объемом капитала, мы сформировали бы намного более широкую инвестиционную среду по сравнению с тем, что имеем на текущий момент. Я точно так же изучал бы базовые принципы стабильной инвестиционной деятельности (принципы, предложенные Беном Грэхемом), с учетом влияния идей Чарли и Фила Фишера относительно поиска более эффективных компаний». Он сделал небольшую паузу, а затем добавил: «По моему мнению, в настоящее время анализ ценных бумаг ничем не отличается от процедуры анализа, которая использовалась пятьдесят лет назад».

Не будет таких различий и через пять, десять, или двадцать лет. Изменяются рынки, изменяются цены, происходят перемены в экономической среде ведения бизнеса, рождаются новые и умирают старые отрасли экономики. Однако неизменным остается одно — основы.

Инвесторы, которые следуют по пути Уоррена Баффета, как и прежде, анализируют ценные бумаги (и компании) по тем же критериям, формируют концентрированный портфель инвестиций и игнорируют препятствия, каким бы ни был их характер. Такие инвесторы — к их числу принадлежу и я — убеждены в том, что принципы, которыми руководствуется Уоррен Баффет в процессе принятия решений об инвестициях вот уже на протяжении почти шестидесяти лет, действительно неподвластны времени. Эти принципы образуют основу серьезной, мудрой инвестиционной деятельности, которая доступна для каждого инвестора.

# Приложение

Табл. П. 1

Портфель обыкновенных акций Berkshire Hathaway, 1977 год

Количество акций	Компания	Цена покупки, долл.	Рыночная стоимость, долл.
934 300	The Washington Post Company	10 628	33 401
1 969 953	Конвертируемые привилегированные акции GEICO	19 417	33 033
592 650	Interpublic Group of Companies	4531	17 187
220 000	Capital Cities Communications, Inc.	10 909	13 228
1 294 308	GEICO Common Stock	4116	10 516
324 580	Kaiser Aluminum and Chemical Corp.	11 218	9981
226 900	Knight-Ridder Newspapers	7534	8736
170 800	Ogilvy & Mather International	2762	6960
1 305 800	Kaiser Industries, Inc.	778	6039
	Всего	71 893	139 081
	Обыкновенные акции других компаний	34 996	41 992
	Все обыкновенные акции портфеля	106 889	181 073

Источник: Ежегодный отчет Berkshire Hathaway за 1977 год

Примечание: Денежные величины указаны в тысячах долларов

Табл. П. 2

**Портфель обыкновенных акций Berkshire Hathaway, 1978 год**

Количество акций	Компания	Цена покупки, долл.	Рыночная стоимость, долл.
934 000	The Washington Post Company	10 628	43 445
1 986 953	Конвертируемые привилегированные акции GEICO	19 417	28 314
953 750	SAFECO Corporation	23 867	26 467
592 650	Interpublic Group of Companies	4531	19 039
1 066 934	Kaiser Aluminum and Chemical Corp.	18 085	18 671
453 800	Knight-Ridder Newspapers	7534	10 267
1 294 308	GEICO Common Stock	4116	9060
246 450	American Broadcasting Companies	6082	8626
	Всего	94 260	163 889
	Обыкновенные акции других компаний	39 506	57 040
	Все обыкновенные акции портфеля	133 766	220 929

Источник: Ежегодный отчет Berkshire Hathaway за 1978 год

Примечание: Денежные величины указаны в тысячах долларов

Табл. П. 3

**Портфель обыкновенных акций Berkshire Hathaway, 1979 год**

Количество акций	Компания	Цена покупки, долл.	Рыночная стоимость, долл.
5 730 114	GEICO Corp. (обычные акции)	28 288	68 045
1 868 000	The Washington Post Company	10 628	39 241
1 007 500	Handy & Harman	21 825	38 537
953 750	SAFECO Corporation	23 867	35 527
711 180	Interpublic Group of Companies	4531	23 736
1 211 834	Kaiser Aluminum and Chemical Corp.	20 629	23 328

Окончание табл. П. 3

Количество акций	Компания	Цена покупки, долл.	Рыночная стоимость, долл.
771 900	F.W. Woolworth Company	15 515	19 394
328 700	General Foods, Inc.	11 437	11 053
246 450	American Broadcasting Companies	6082	9673
289 700	Affiliated Publications	2821	8800
391 400	Ogilvy & Mather International	3709	7828
282 500	Media General, Inc.	4545	7345
112 545	Amerada Hess	2861	5487
	Всего	156 738	297 994
	Обыкновенные акции других компаний	28 675	36 686
	Все обыкновенные акции портфеля	185 413	334 680

Источник: Ежегодный отчет Berkshire Hathaway за 1979 год

Примечание: Денежные величины указаны в тысячах долларов

Табл. П. 4

#### Портфель обыкновенных акций Berkshire Hathaway, 1980 год

Количество акций	Компания	Цена покупки, долл.	Рыночная стоимость, долл.
7 200 000	GEICO Corporation	47 138	105 300
1 983 812	General Foods	62 507	59 889
2 015 000	Handy & Harman	21 825	58 435
1 250 525	SAFECO Corporation	32 063	45 177
1 868 600	The Washington Post Company	10 628	42 277
464 317	Aluminum Company of America	25 577	27 685
1 211 834	Kaiser Aluminum and Chemical Corp.	20 629	27 569
711 180	Interpublic Group of Companies	4531	22 135
667 124	F.W. Woolworth Company	13 583	16 511

Окончание табл. П. 4

Количество акций	Компания	Цена покупки, долл.	Рыночная стоимость, долл.
370 088	Pinkerton's, Inc.	12 144	16 489
475 217	Cleveland-Cliffs Iron Company	12 942	15 894
434 550	Affiliated Publications, Inc.	2821	12 222
245 700	R.J. Reynolds Industries	8702	11 228
391 400	Ogilvy & Mather International	3709	9981
282 500	Media General	4545	8334
247 039	National Detroit Corporation	5930	6299
151 104	The Times mirror Company	4447	6271
881 500	National Student Marketing	5128	5895
	Всего	298 848	497 591
	Обыкновенные акции других компаний	26 313	32 096
	Все обыкновенные акции портфеля	325 161	529 687

Источник: Ежегодный отчет Berkshire Hathaway за 1980 год

Примечание: Денежные величины указаны в тысячах долларов

Табл. П. 5

#### Портфель обыкновенных акций Berkshire Hathaway, 1981 год

Количество акций	Компания	Цена покупки, долл.	Рыночная стоимость, долл.
7 200 000	GEICO Corporation	47 138	199 800
1 764 824	R.J. Reynolds Industries	76 668	83 127
2 101 244	General Foods	66 277	66 714
1 868 600	The Washington Post Company	10 628	58 160
2 015 000	Handy & Harman	21 825	36 270
785 225	SAFECO Corporation	21 329	31 016
711 180	Interpublic Group of Companies	4531	23 202

Окончание табл. П. 5

Количество акций	Компания	Цена покупки, долл.	Рыночная стоимость, долл.
370 088	Pinkerton's, Inc.	12 144	19 675
703 634	Aluminum Company of America	19 359	18 031
420 441	Arcata Corporation	14 076	15 136
475 217	Cleveland-Cliffs Iron Company	12 942	14 362
451 650	Affiliated Publications, Inc.	3297	14 362
441 522	GATX Corporation	17 147	13 466
391 400	Ogilvy & Mather International	3709	12 329
282 500	Media General	4545	11 088
	Всего	335 615	616 490
	Обыкновенные акции других компаний	16 131	22 739
	Все обыкновенные акции портфеля	351 746	639 229

Источник: Ежегодный отчет Berkshire Hathaway за 1981 год

Примечание: Денежные величины указаны в тысячах долларов

Табл. П. 6

### Портфель обыкновенных акций Berkshire Hathaway, 1982 год

Количество акций	Компания	Цена покупки, долл.	Рыночная стоимость, долл.
7 200 000	GEICO Corporation	47 138	309 600
3 107 675	R.J. Reynolds Industries	142 343	158 715
1 868 600	The Washington Post Company	10 628	103 240
2 101 244	General Foods	66 277	83 680
1 531 391	Time Inc.	45 273	79 824
908 800	Crum & Forster	47 144	48 962
2 379 200	Handy & Harman	27 318	46 692
711 180	Interpublic Group of Companies	4531	34 314
460 650	Affiliated Publications, Inc.	3516	16 929

Окончание табл. П. 6

Количество акций	Компания	Цена покупки, долл.	Рыночная стоимость, долл.
391 400	Ogilvy & Mather International	3709	17 319
282 500	Media General	4545	12 289
	Всего	402 422	911 564
	Обыкновенные акции других компаний	21 611	34 058
	Все обыкновенные акции портфеля	424 033	945 622

Источник: Ежегодный отчет Berkshire Hathaway за 1982 год

Примечание: Денежные величины указаны в тысячах долларов

Табл. П. 7

## Портфель обыкновенных акций Berkshire Hathaway, 1983 год

Количество акций	Компания	Цена покупки, долл.	Рыночная стоимость, долл.
6 850 000	GEICO Corporation	47 138	398 156
5 618 661	R.J. Reynolds Industries	268 918	314 334
4 451 544	General Foods	163 786	228 698
1 868 600	The Washington Post Company	10 628	136 875
901 788	Time Inc.	27 732	56 860
2 379 200	Handy & Harman	27 318	42 231
636 310	Interpublic Group of Companies	4056	33 088
690 975	Affiliated Publications, Inc.	3516	26 603
250 400	Ogilvy & Mather International	2580	12 833
197 200	Media General	3191	11 191
	Всего	558 863	1 260 869
	Обыкновенные акции других компаний	7485	18 044
	Все обыкновенные акции портфеля	566 348	1 278 913

Источник: Ежегодный отчет Berkshire Hathaway за 1983 год

Примечание: Денежные величины указаны в тысячах долларов

Табл. П. 8

**Портфель обыкновенных акций Berkshire Hathaway, 1984 год**

Количество акций	Компания	Цена покупки, долл.	Рыночная стоимость, долл.
6 850 000	GEICO Corporation	47 138	397 300
4 047 191	General Foods	149 870	226 137
3 895 710	Exxon Corporation	173 401	175 307
1 868 600	The Washington Post Company	10 628	149 955
2 533 488	Time Inc.	89 237	109 162
740 400	American Broadcasting Companies	44 416	46 738
2 379 200	Handy & Harman	27 318	38 662
690 975	Affiliated Publications, Inc.	3516	32 908
818 872	Interpublic Group of Companies	2570	28 149
555 949	Northwest Industries	26 581	27 242
	Всего	573 340	1 231 560
	Обыкновенные акции других компаний	11 634	37 326
	Все обыкновенные акции портфеля	584 974	1 268 886

Источник: Ежегодный отчет Berkshire Hathaway за 1984 год

Примечание: Денежные величины указаны в тысячах долларов

Табл. П. 9

**Портфель обыкновенных акций Berkshire Hathaway, 1985 год**

Количество акций	Компания	Цена покупки, долл.	Рыночная стоимость, долл.
6 850 000	GEICO Corporation	45 713	595 950
1 727 765	The Washington Post Company	9731	205 172
900 800	American Broadcasting Companies	54 435	108 997
2 350 922	Beatrice Companies, Inc.	106 811	108 142
1 036 461	Affiliated Publications, Inc.	3516	55 710

Окончание табл. П. 9

Количество акций	Компания	Цена покупки, долл.	Рыночная стоимость, долл.
2 533 488	Time Inc.	20 385	52 669
2 379 200	Handy & Harman	27 318	43 718
	Всего	267 909	1 170 358
	Обыкновенные акции других компаний	7201	27 963
	Все обыкновенные акции портфеля	275 110	1 198 321

Источник: Ежегодный отчет Berkshire Hathaway за 1985 год

Примечание: Денежные величины указаны в тысячах долларов

Табл. П. 10

**Портфель обыкновенных акций Berkshire Hathaway, 1986 год**

Количество акций	Компания	Цена покупки, долл.	Рыночная стоимость, долл.
2 990 000	Capital Cities/ABC, Inc.	515 775	801 694
6 850 000	GEICO Corporation	45 713	674 725
1 727 765	The Washington Post Company	9731	269 531
2 379 200	Handy & Harman	27 318	46 989
489 300	Lear Siegler, Inc.	44 064	44 587
	Всего	642 601	1 837 526
	Обыкновенные акции других компаний	12 763	36 507
	Все обыкновенные акции портфеля	655 364	1 874 033

Источник: Ежегодный отчет Berkshire Hathaway за 1986 год

Примечание: Денежные величины указаны в тысячах долларов

Табл. П. 11

**Портфель обыкновенных акций Berkshire Hathaway, 1987 год**

Количество акций	Компания	Цена покупки, долл.	Рыночная стоимость, долл.
3 000 000	Capital Cities/ABC, Inc.	517 500	1 035 000
6 850 000	GEICO Corporation	45 713	756 925
1 727 765	The Washington Post Company	9731	323 092
	Все обыкновенные акции портфеля	572 944	2 115 017

Источник: Ежегодный отчет Berkshire Hathaway за 1987 год

Примечание: Денежные величины указаны в тысячах долларов

Табл. П. 12

**Портфель обыкновенных акций Berkshire Hathaway, 1988 год**

Количество акций	Компания	Цена покупки, долл.	Рыночная стоимость, долл.
3 000 000	Capital Cities/ABC, Inc.	517 500	1 086 750
6 850 000	GEICO Corporation	45 713	849 400
14 172 500	The Coca-Cola Company	592 540	632 448
1 727 765	The Washington Post Company	9731	364 126
2 400 000	Federal Home Loan Mortgage Corp.	71 729	121 200
	Все обыкновенные акции портфеля	1 237 213	3 053 924

Источник: Ежегодный отчет Berkshire Hathaway за 1988 год

Примечание: Денежные величины указаны в тысячах долларов

Табл. П. 13

**Портфель обыкновенных акций Berkshire Hathaway, 1989 год**

Количество акций	Компания	Цена покупки, долл.	Рыночная стоимость, долл.
23 350 000	The Coca-Cola Company	1 023 920	1 803 787
3 000 000	Capital Cities/ABC, Inc.	517 500	1 692 375

Окончание табл. П. 13

Количество акций	Компания	Цена покупки, долл.	Рыночная стоимость, долл.
6 850 000	GEICO Corporation	45 713	1 044 625
1 727 765	The Washington Post Company	9731	486 366
2 400 000	Federal Home Loan Mortgage Corp.	71 729	161 100
	Все обыкновенные акции портфеля	1 668 593	5 188 253

Источник: Ежегодный отчет Berkshire Hathaway за 1989 год

Примечание: Денежные величины указаны в тысячах долларов

Табл. П. 14

## Портфель обыкновенных акций Berkshire Hathaway, 1990 год

Количество акций	Компания	Цена покупки, долл.	Рыночная стоимость, долл.
46 700 000	The Coca-Cola Company	1 023 920	2 171 550
3 000 000	Capital Cities/ABC, Inc.	517 500	1 377 375
6 850 000	GEICO Corporation	45 713	1 110 556
1 727 765	The Washington Post Company	9731	342 097
2 400 000	Federal Home Loan Mortgage Corp.	71 729	117 000
	Все обыкновенные акции портфеля	1 958 024	5 407 953

Источник: Ежегодный отчет Berkshire Hathaway за 1990 год

Примечание: Денежные величины указаны в тысячах долларов

Табл. П. 15

## Портфель обыкновенных акций Berkshire Hathaway, 1991 год

Количество акций	Компания	Цена покупки, долл.	Рыночная стоимость, долл.
46 700 000	The Coca-Cola Company	1 023 920	3 747 675
6 850 000	GEICO Corporation	45 713	1 363 150
24 000 000	The Gillette Company	600 000	1 347 000

Окончание табл. П. 15

Количество акций	Компания	Цена покупки, долл.	Рыночная стоимость, долл.
3 000 000	Capital Cities/ABC, Inc.	517 500	1 300 500
2 495 200	Federal Home Loan Mortgage Corp.	77 245	343 090
1 727 765	The Washington Post Company	9731	336 050
31 247 000	Guinness plc	246 782	296 755
5 000 000	Wells Fargo & Company	289 431	290 000
	Все обыкновенные акции портфеля	2 828 322	9 024 220

Источник: Ежегодный отчет Berkshire Hathaway за 1991 год

Примечание: Денежные величины указаны в тысячах долларов

Табл. П. 16

**Портфель обыкновенных акций Berkshire Hathaway, 1992 год**

Количество акций	Компания	Цена покупки, долл.	Рыночная стоимость, долл.
93 400 000	The Coca-Cola Company	1 023 920	3 911 125
34 250 000	GEICO Corporation	45 713	2 226 250
3 000 000	Capital Cities/ABC, Inc.	517 500	1 523 500
24 000 000	The Gillette Company	600 000	1 365 000
16 196 700	Federal Home Loan Mortgage Corp.	414 527	783 515
6 358 418	Wells Fargo & Company	380 983	485 624
4 350 000	General Dynamics	312 438	450 769
1 727 765	The Washington Post Company	9731	396 954
38 335 000	Guinness plc	33 019	299 581
	Все обыкновенные акции портфеля	3 637 831	11 442 318

Источник: Ежегодный отчет Berkshire Hathaway за 1992 год

Примечание: Денежные величины указаны в тысячах долларов

Табл. П. 17

**Портфель обыкновенных акций Berkshire Hathaway, 1993 год**

Количество акций	Компания	Цена покупки, долл.	Рыночная стоимость, долл.
93 400 000	The Coca-Cola Company	1 023 920	4 167 975
34 250 000	GEICO Corporation	45 713	1 759 594
24 000 000	The Gillette Company	600 000	1 431 000
2 000 000	Capital Cities/ABC, Inc.	345 000	1 239 000
6 791 218	Wells Fargo & Company	423 680	878 614
13 654 600	Federal Home Loan Mortgage Corp.	307 505	681 023
1 727 765	The Washington Post Company	9731	440 148
4 350 000	General Dynamics	94 938	401 287
38 335 000	Guinness plc	333 019	270 822
	Все обыкновенные акции портфеля	3 183 506	11 269 463

Источник: Ежегодный отчет Berkshire Hathaway за 1993 год

Примечание: Денежные величины указаны в тысячах долларов

Табл. П. 18

**Портфель обыкновенных акций Berkshire Hathaway, 1994 год**

Количество акций	Компания	Цена покупки, долл.	Рыночная стоимость, долл.
93 400 000	The Coca-Cola Company	1 023 920	5 150 000
24 000 000	The Gillette Company	600 000	1 797 000
20 000 000	Capital Cities/ABC, Inc.	345 000	1 705 000
34 250 000	GEICO Corporation	45 713	1 678 250
6 791 218	Wells Fargo & Company	423 680	984 272
27 759 941	American Express Company	723 919	818 918
13 654 600	Federal Home Loan Mortgage Corp.	270 468	644 441
1 727 765	The Washington Post Company	9731	418 983

Количество акций	Компания	Цена покупки, долл.	Рыночная стоимость, долл.
19 453 300	PNC Bank Corporation	503 046	410 951
6 854 500	Gannett Co., Inc.	335 216	365 002
	Все обыкновенные акции портфеля	4 280 693	13 972 817

Источник: Ежегодный отчет Berkshire Hathaway за 1994 год

Примечание: Денежные величины указаны в тысячах долларов

Табл. П. 19

### Портфель обыкновенных акций Berkshire Hathaway, 1995 год

Количество акций	Компания	Цена покупки, долл.	Рыночная стоимость, долл.
49 456 900	American Express Company	1392,70	2046,30
20 000 000	Capital Cities/ABC, Inc.	345,00	2467,50
100 000 000	The Coca-Cola Company	1298,90	7425,00
12 502 500	Federal Home Loan Mortgage Corp.	260,10	1044,00
34 250 000	GEICO Corporation	45,70	2393,20
48 000 000	The Gillette Company	600,00	2502,00
6 791 218	Wells Fargo & Company	423,70	1466,90
	Все обыкновенные акции портфеля	4366,10	19 344,90

Источник: Ежегодный отчет Berkshire Hathaway за 1995 год

Примечание: Денежные величины указаны в тысячах долларов

Табл. П. 20

### Портфель обыкновенных акций Berkshire Hathaway, 1996 год

Количество акций	Компания	Цена покупки, долл.	Рыночная стоимость, долл.
45 456 900	American Express Company	1392,70	2794,30
200 000 000	The Coca-Cola Company	1298,90	10 525,00
24 614 214	The Walt Disney Company	577,00	1716,80

Окончание табл. П. 20

Количество акций	Компания	Цена покупки, долл.	Рыночная стоимость, долл.
64 246 000	Federal Home Loan Mortgage Corp.	333,40	1772,80
48 000 000	The Gillette Company	600,00	3732,00
30 156 600	McDonald's Corporation	1265,30	1368,40
1 727 765	The Washington Post Company	10,60	579,00
7 291 418	Wells Fargo & Company	497,80	1966,90
	Все обыкновенные акции портфеля	5975,70	24 455,20

Источник: Ежегодный отчет Berkshire Hathaway за 1996 год

Примечание: Денежные величины указаны в тысячах долларов

Табл. П. 21

### Портфель обыкновенных акций Berkshire Hathaway, 1997 год

Количество акций	Компания	Цена покупки, долл.	Рыночная стоимость, долл.
49 456 900	American Express Company	1392,70	4414,00
200 000 000	The Coca-Cola Company	1298,90	13 337,50
21 563 414	The Walt Disney Company	381,20	2134,80
63 977 600	Freddie Mac	329,40	2683,10
48 000 000	The Gillette Company	600,00	4821,00
23 733 198	Travelers Group Inc.	604,40	1278,60
1 727 765	The Washington Post Company	10,60	840,60
6 690 218	Wells Fargo & Company	412,60	2270,90
	Все обыкновенные акции портфеля	5029,80	31 780,50

Источник: Ежегодный отчет Berkshire Hathaway за 1997 год

Примечание: Денежные величины указаны в тысячах долларов

Табл. П. 22

**Портфель обыкновенных акций Berkshire Hathaway, 1998 год**

Количество акций	Компания	Цена покупки, долл.	Рыночная стоимость, долл.
50 536 900	American Express Company	1470	5180
200 000 000	The Coca-Cola Company	1299	13 400
51 202 242	The Walt Disney Company	281	1536
60 298 000	Freddie Mac	308	3885
96 000 000	The Gillette Company	600	4590
1 727 765	The Washington Post Company	11	999
63 595 180	Wells Fargo & Company	392	2540
	Другие	2683	5135
	Все обыкновенные акции портфеля	7044	37 265

\*Представляет собой стоимость с учетом налогов, величина которой на 1,5 млрд долл. меньше стоимости, вычисленной в соответствии с общепринятыми нормами бухгалтерского учета.

Источник: Ежегодный отчет Berkshire Hathaway за 1998 год

Примечание: Денежные величины указаны в тысячах долларов

Табл. П. 23

**Портфель обыкновенных акций Berkshire Hathaway, 1999 год**

Количество акций	Компания	Цена покупки, долл.	Рыночная стоимость, долл.
50 536 900	American Express Company	1470	8402
200 000 000	The Coca-Cola Company	1299	11 650
59 559 300	The Walt Disney Company	281	1536
60 298 000	Freddie Mac	294	2803
96 000 000	The Gillette Company	600	3954
1 727 765	The Washington Post Company	11	960
59 136 680	Wells Fargo & Company	349	2391

Окончание табл. П. 23

Количество акций	Компания	Цена покупки, долл.	Рыночная стоимость, долл.
	Другие	4180	6848
	Все обыкновенные акции портфеля	8023	37 008

\*Представляет собой стоимость с учетом налогов, величина которой на 691 млн долл. меньше стоимости, вычисленной в соответствии с общепринятыми нормами бухгалтерского учета.

Источник: Ежегодный отчет Berkshire Hathaway за 1999 год

Примечание: Денежные величины указаны в тысячах долларов

Табл. П. 24

#### Портфель обыкновенных акций Berkshire Hathaway, 2000 год

Количество акций	Компания	Цена покупки, долл.	Рыночная стоимость, долл.
151 610 700	American Express Company	1470	8329
200 000 000	The Coca-Cola Company	1299	12 188
96 000 000	The Gillette Company	600	3468
1 727 765	The Washington Post Company	11	1066
53 265 080	Wells Fargo & Company	319	3067
	Другие	6703	9501
	Все обыкновенные акции портфеля	10 402	37 619

Источник: Ежегодный отчет Berkshire Hathaway за 2000 год

Примечание: Денежные величины указаны в тысячах долларов

Табл. П. 25

#### Портфель обыкновенных акций Berkshire Hathaway, 2001 год

Количество акций	Компания	Цена покупки, долл.	Рыночная стоимость, долл.
151 610 700	American Express Company	1470	5410
200 000 000	The Coca-Cola Company	1299	9430

Окончание табл. П. 25

Количество акций	Компания	Цена покупки, долл.	Рыночная стоимость, долл.
96 000 000	The Gillette Company	600	3206
15 999 200	H&R Block, Inc.	255	715
24 000 000	Moody's Corporation	499	957
1 727 765	The Washington Post Company	11	916
53 265 080	Wells Fargo & Company	306	2315
	Другие	4103	5726
	Все обыкновенные акции портфеля	8 543	28 675

Источник: Ежегодный отчет Berkshire Hathaway за 2001 год

Примечание: Денежные величины указаны в тысячах долларов

Табл. П. 26

**Портфель обыкновенных акций Berkshire Hathaway, 2002 год**

Количество акций	Компания	Цена покупки, долл.	Рыночная стоимость, долл.
151 610 700	American Express Company	1470	5359
200 000 000	The Coca-Cola Company	1299	8768
15 999 200	H&R Block, Inc.	255	643
24 000 000	Moody's Corporation	499	991
1 727 765	The Washington Post Company	11	1275
53 265 080	Wells Fargo & Company	306	2497
	Другие	4621	5383
	Все обыкновенные акции портфеля	9146	28 363

Источник: Ежегодный отчет Berkshire Hathaway за 2002 год

Примечание: Денежные величины указаны в тысячах долларов

Табл. П. 27

**Портфель обыкновенных акций Berkshire Hathaway, 2003 год**

Количество акций	Компания	Цена покупки, долл.	Рыночная стоимость, долл.
151 610 700	American Express Company	1470	7312
200 000 000	The Coca-Cola Company	1299	10 150
96 000 000	The Gillette Company	600	3526
14 610 900	H&R Block, Inc.	227	809
15 476 500	HCA Inc.	492	665
6 708 760	M&T Bank Corporation	103	659
24 000 000	Moody's Corporation	499	1453
2 338 961 000	PetroChina Company Limited	488	1340
1 727 765	The Washington Post Company	11	1367
56 448 380	Wells Fargo & Company	463	3324
	Другие	2863	4682
	Все обыкновенные акции портфеля	8515	35 287

Источник: Ежегодный отчет Berkshire Hathaway за 2003 год

Примечание: Денежные величины указаны в тысячах долларов

# Примечания

## Глава 1. Величайший инвестор в мире

1. Loomis C. J. The Inside Story of Warren Buffett // Fortune, 1988, April 11, p. 30.
2. Buffett W. The Superinvestors of Graham-and-Doddsville // Hermes, Fall 1984.
3. Годовой отчет Berkshire Hathaway. 1999. С. 3.

## Глава 2. Образование Уоррена Баффета

1. Smith A. Supermoney. New York : Random House, 1972. P. 178.
2. Graham B., Dodd D. Security Analysis, 3rd ed. New York : McGraw-Hill, 1951. P. 38.
3. Там же. С. 13.
4. Kilpatrick A. Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett. Birmingham, AL : AKPE, 2004. P. 1341.
5. Train J. The Money Masters. New York : Penguin Books, 1981. P. 60.
6. Fisher P. Common Stocks and Uncommon Profits. New York : Harper & Brothers, 1958. P. 11.
7. Там же. С. 33.
8. Fisher P. Developing an Investment Philosophy, The Financial Analysts Research Foundation. / Monographs, 10, 1.
9. Bernstein P. Capital Ideas: The Improbable Origins of Modern Wall Street. New York : The Free Press, 1992.
10. Там же. С. 51.

11. Там же. С. 153.
12. [www.moneychimp.com](http://www.moneychimp.com).
13. Bernstein P. *Capital Ideas: The Improbable Origins of Modern Wall Street*. New York : The Free Press, 1992. P. 162.
14. Kilpatrick A. *Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett*. Birmingham, AL : АКРЕ, 2000. P. 89.
15. Hagstrom R. G. *Investing: The Last Liberal Art*. New York : Texere, 2000.
16. Часто встречающийся, повсеместно цитируемый комментарий.
17. Lenzner R. Warren Buffett's Idea of Heaven: I Don't Have to Work with People I Don't Like // *Forbes*, 1993, October 18. P. 43.
18. Davis J. Buffett Takes Stock // *New York Times magazine*, 1990, April 1. P. 61.
19. Там же.
20. Годовой отчет Berkshire Hathaway. 1987. С. 15.
21. Годовой отчет Berkshire Hathaway. 1990. С.17.
22. Graham B. *The Intelligent Investor*, 4th ed. New York : Harper & Row, 1973. P. 287.
23. Kilpatrick A. *Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett*. Birmingham, AL : АКРЕ, 2004. P. 1337.
24. Buffett W. What We Can Learn from Philip Fisher // *Forbes*, 1987, October 19. P. 40.
25. *The Money Men—How Omaha Beats Wall Street* // *Forbes*, 1969, November 1. P. 82.

### **Глава 3. «Страхование — главный бизнес нашей компании» Начало деятельности компании Berkshire Hathaway**

1. Годовой отчет Berkshire Hathaway. 1985. С. 8.
2. Buffett W. The Security I Like Best // *The Commercial and Financial Chronicle*, 1951, December 6; Kilpatrick A. *Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett*, rev. ed. Birmingham, AL : АКРЕ, 2000. P. 302.
3. Годовой отчет Berkshire Hathaway. 1999. С. 9.

4. Ценой покупки часто называют цифру 22 млрд долл., и в определенном смысле это соответствует действительности. В июне 1998 года было объявлено о том, что компания Berkshire Hathaway купит все акции General Re по цене, на 29% превышающей цену закрытия. General Re, в свою очередь, должна была получить в собственность пакет акций Berkshire Hathaway на эквивалентную сумму. Однако до окончательного заключения сделки прошло еще шесть месяцев, и к этому времени курс акций обеих компаний снизился. Акционеры General Re получили по 204,40 долл. за каждую акцию, вместо 276,50 долл., — такой была цена акций в июне. Таким образом, фактическая сумма сделки составила около 16 млрд долл. акционерного капитала Berkshire Hathaway, вместо 22 млрд долл. Kilpatrick A. Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett, rev. ed. Birmingham, AL: AKPE, 2000. P. 18.
5. Kilpatrick A. Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett. Birmingham, AL : AKPE, 2004. P. 354.
6. Годовой отчет Berkshire Hathaway. 2000.
7. Специальное письмо к акционерам, квартальный отчет Berkshire Hathaway. 2001.
8. Годовой отчет Berkshire Hathaway. 2003.
9. Miles R. The Warren Buffett CEO. Hoboken, NJ : Wiley, 2003. P. 70; Kilpatrick, Of Permanent Value (2004).
10. Kilpatrick A. Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett. Birmingham, AL : AKPE, 2004. P. 375.
11. Годовой отчет Berkshire Hathaway. 2001.
12. Kilpatrick A. Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett. Birmingham, AL : AKPE, 2004. P. 1358.
13. Годовой отчет Berkshire Hathaway. 1999. С. 6.

#### **Глава 4. Как следует приобретать компании**

1. Kilpatrick A. Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett. Birmingham, AL : AKPE, 2004. P. 1340.
2. Там же. С. 14.

3. Там же. С. 498.
4. Годовой отчет Berkshire Hathaway. 2003. С. 19.
5. Burke M. Trailer King // Forbes, 2002, September 30. P. 72.
6. Годовой отчет Berkshire Hathaway, 2003, 5.
7. Там же.
8. Daily Nebraskan, 2003, April 10; Kilpatrick A. Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett. Birmingham, AL : AKPE, 2004. P. 728.
9. Годовой отчет Berkshire Hathaway. 2003. С. 6.
10. Годовой отчет Berkshire Hathaway. 2002. С. 5.
11. The Miami Herald, 1998, December 27; Kilpatrick A. Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett. Birmingham, AL : AKPE, 2004. P. 1350.
12. Годовой отчет Berkshire Hathaway. 1989. С. 17.
13. Lenzner R. Warren Buffett's Idea of Heaven: I Don't Have to Work with People I Don't Like // Forbes, 1993, October 18. P. 43.
14. Rowland M. Mastermind of a Media Empire // Working Woman, 1989, November 11. P. 115.
15. Kilpatrick A. Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett. Birmingham, AL : AKPE, 2004. P. 398.
16. Там же.
17. Там же. С. 393.
18. Lenzner R. Warren Buffett's Idea of Heaven: I Don't Have to Work with People I Don't Like // Forbes, 1993, October 18. P. 43.

## **Глава 5. Руководство по инвестированию: что следует знать о бизнесе интересующей вас компании**

1. Годовой отчет Berkshire Hathaway. 1987. С. 14.
2. Fortune, 1988, April 11; Kilpatrick A. Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett. Birmingham, AL : AKPE, 2004. P. 1329.
3. Loomis C. J. The Inside Story of Warren Buffett // Fortune, 1988, April 11. P. 30.
4. Fortune, 1993, November 11. P. 11.

5. Годовой отчет Berkshire Hathaway. 1991. P. 15.
6. Годовой отчет Berkshire Hathaway. 1987. P. 7.
7. BusinessWeek, 1999, July 5; Kilpatrick A. Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett. Birmingham, AL : AKPE, 2004. P. 1353.
8. Годовой отчет Berkshire Hathaway. 1989. С. 22.
9. Годовой отчет Berkshire Hathaway. 1996. С. 15.
10. Годовой отчет Berkshire Hathawayю 1993. С. 14.
11. Burke M. Trailer King // Forbes, 2002, September 30. P. 72.
12. Годовое собрание акционеров Berkshire Hathaway, 1995; Kilpatrick A. Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett. Birmingham, AL : AKPE, 2004. P. 1342.
13. St. Petersburg Times, 1999, December 15; Kilpatrick A. Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett. Birmingham, AL : AKPE, 2004. P. 1356.
14. Fortune, 1999. November 22; Kilpatrick A. Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett. Birmingham, AL : AKPE, 2004. P. 1356.
15. U.S. News & World Report, 1994, June 20; Kilpatrick A. Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett. Birmingham, AL : AKPE, 2004. P. 1340.
16. Годовое собрание акционеров Berkshire Hathaway. 1996; Kilpatrick A. Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett. Birmingham, AL : AKPE, 2004. P. 1344.
17. Train J. The Money Masters. New York : Penguin Books, 1981. P. 60.
18. Halkias M. Berkshire Hathaway to Buy Maker of Tony Lama Boots // Dallas Morning News, 2000, June 20, ID.
19. Halkias M. CEO of Justin Industries to Retire // Dallas Morning News, 1999, March 17.
20. Halkias M. Berkshire Hathaway to Buy Maker of Tony Lama Boots // Dallas Morning News, 2000, June 20, ID.
21. Berkshire Hathaway to Purchase Texas-Based Manufacturer // Fort Worth- Star Telegram, 2000, June 21.
22. Kilpatrick A. Warren Buffett: The Good Guy of Wall Street. New York : Donald Fine, 1992. P. 123.

23. Harris A. The Man Who Changed the Real Thing // Washington Post, 1985, July 22, B1.
24. Годовой отчет Berkshire Hathaway. 1984. P. 8.

## **Глава 6. Руководство по инвестированию: что следует знать о руководстве интересующей вас компании**

1. Годовой отчет Berkshire Hathaway. 1989.
2. Годовой отчет Berkshire Hathaway. 1986.
3. Годовой отчет Berkshire Hathaway. 2000. С. 6.
4. www.SellingPower.com, October 2001; Kilpatrick A. Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett. Birmingham, AL : AKPE, 2004. P. 659.
5. Там же. С. 661.
6. Loomis C. J. The Inside Story of Warren Buffett // Fortune, 1988, April 11. P. 32.
7. Годовой отчет Berkshire Hathaway. 2001. С. 5.
8. Puns Fly as Buffett Buys Fruit of the Loom // Toronto Star, 2002, May 7.
9. Годовой отчет The Washington Post Company. 1992. P. 5.
10. Годовой отчет Berkshire Hathaway. 1991. С. 8.
11. Годовой отчет Berkshire Hathaway. 1988. С. 5.
12. Годовой отчет Berkshire Hathaway. 2002.
13. Годовой отчет Berkshire Hathaway. 2003.
14. Годовой отчет Berkshire Hathaway. 1986. С. 5.
15. Strategy for the 1980s, The Coca-Cola Company.
16. Годовой отчет Berkshire Hathaway. 1989. С. 22.
17. Там же.
18. Grant G. The \$4 Billion Regular Guy // Los Angeles Times Magazine, 1991, April 7. P. 36.
19. Burke M. Trailer King // Forbes, 2002, September 30. P. 72.
20. Stern W. The Singing Mobile Home Salesman // Forbes, 1992, October 26. P. 240.

21. Burke M. Trailer King // Forbes, 2002, September 30. P. 72.
22. Годовой отчет Berkshire Hathaway. 1985. P. 19.
23. Rasmussen J. Buffett Talks Strategy with Students // Omaha World-Herald, 1993, January 2. P. 26.
24. Годовой отчет Berkshire Hathaway. 2001. С. 3.
25. Годовой отчет Berkshire Hathaway. 2003.
26. Годовой отчет Berkshire Hathaway. 2003. С. 7–8.
27. Miles G. // Bloomberg News, 2003, April.
28. 2Годовой отчет Berkshire Hathaway. 1991; Kilpatrick A. Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett. Birmingham, AL : AKPE, 2004. P. 1333.
29. Годовой отчет Berkshire Hathaway. 2002. P. 3.
30. Там же. С. 16.
31. Годовой отчет Berkshire Hathaway. 2003. С. 9.
32. Годовое собрание акционеров Berkshire Hathaway. 1993; Kilpatrick A. Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett. Birmingham, AL : AKPE, 2004. P. 1335.
33. Годовой отчет Berkshire Hathaway. 2002. С. 21.

## **Глава 7. Руководство по инвестированию: что следует знать о финансах интересующей вас компании**

1. Обращения к акционерам Berkshire. 1977–1983. С. 43.
2. Годовой отчет Berkshire Hathaway. 1987.
3. Strategy for the 1980s, The Coca-Cola Company.
4. Годовой отчет Berkshire Hathaway. 1984. С. 15.
5. Годовой отчет Berkshire Hathaway. 1986. С. 25.
6. Loomis C. J. The Inside Story of Warren Buffett // Fortune, 1988, April 11. P. 34.
7. Годовой отчет Berkshire Hathaway. 1990. С. 16.
8. Roberts C. M. The Washington Post: The First 100 Years. Boston : Houghton Mifflin, 1977. P. 449.
9. Там же. С. 426.

10. Годовой отчет Berkshire Hathaway. 2002; Kilpatrick A. Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett. Birmingham, AL : AKPE, 2004. P. 1361.

## **Глава 8. Руководство по инвестированию: что следует знать о стоимости интересующей вас компании**

1. Годовое собрание акционеров Berkshire Hathaway. 2003; Kilpatrick A. Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett. Birmingham, AL : AKPE, 2004. P. 1362.
2. Годовой отчет Berkshire Hathaway. 1989. С. 5.
3. Годовое собрание акционеров Berkshire Hathaway. 1988; Kilpatrick A. Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett. Birmingham, AL : AKPE, 2004. P. 1330.
4. Rasmussen J. Buffett Talks Strategy with Students // Omaha World-Herald, 1994, January 2. P. 26.
5. На первом этапе предполагается, что начиная с 1988 года и на протяжении последующих десяти лет годовые темпы роста прибыли владельцев составят 15%. За первый год (1988 год) прибыль владельцев составил 828 млн долл. К концу десятилетнего периода он увеличится до 3,349 млрд долл. Начиная с одиннадцатого года (второй этап) темпы роста прибыли владельцев предположительно должны снизиться до 5%. За одиннадцатый год прибыль владельцев составит 3,516 млрд долл. (5% от 3,349 млрд долл. плюс 3,349 млрд долл.). Теперь можно вычесть эти 5% из безрисковой ставки доходности 9%. В результате будет получен коэффициент капитализации, равный 4%. Дисконтированная стоимость компании при прибыли собственников 3,516 млрд долл. с учетом 4% составляет 87,9 млрд долл. Поскольку эта стоимость (87,9 млрд долл.) — это дисконтированная стоимость прибыли владельцев компании Coca-Cola за одиннадцатый год, далее необходимо дисконтировать эту стоимость с учетом коэффициента дисконтирования на конец десятого года  $[1/(1+0,09)^{10}] = 0,4224$ . Текущее значение стоимости компании Coca-Cola, дисконтированной на конец десятого года, составляет 37,129 млрд долл. В таком случае стоимость

компании Coca-Cola эквивалентна ее остаточной стоимости (37,129 млрд долл.) плюс сумма текущей стоимости потоков денежной наличности за этот период (11,248 млрд долл.); всего это составляет 48,377 млрд долл.

6. Годовой отчет Berkshire Hathaway. 1991. С. 5.
7. Годовой отчет Berkshire Hathaway. 1985. С. 19.
8. Годовой отчет Berkshire Hathaway. 1990. С. 16.
9. Годовой отчет Berkshire Hathaway. 1993. С. 16.
10. Fortune, 1988, December 19; Kilpatrick A. Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett. Birmingham, AL : AKPE, 2004. P. 1331.
11. Обращения к акционерам Berkshire. 1977–1983. С. 53.
12. Годовой отчет Berkshire Hathaway. 2001. С. 5.
13. Годовой отчет Berkshire Hathaway. 2001. С. 15.
14. Shim G. Berkshire Hathaway to Buy Fruit of the Loom // Omaha World-Herald, 2001, November 4.
15. Foust D. This Trailer Deal Could Get Trashed // BusinessWeek, 2003, September 8. P. 44.
16. Wells D. Buffett Says He Will Not Increase Bid for Clayton // The Financial Times, USA ed., 2003, July, 10. P. 19.

## **Глава 9. Инвестиции в ценные бумаги с фиксированным доходом**

1. Годовой отчет Berkshire Hathaway. 2003.
2. Годовой отчет Berkshire Hathaway. 1988. P. 14.
3. Годовой отчет Berkshire Hathaway. 1990; Cunningham L. A. The Essays of Warren Buffett: Lessons for Corporate America, rev. ed. (privately printed). P. 105.
4. Годовой отчет Berkshire Hathaway. 1990. С. 18.
5. Годовой отчет Berkshire Hathaway. 2002.
6. Годовой отчет Berkshire Hathaway. 2000.
7. Годовой отчет Berkshire Hathaway. 1988. С. 15.

## Глава 10. Как управлять инвестиционным портфелем

1. Из личной беседы с автором, август 1994 года.
2. Barry A. With Little Cheery News in Sight, Stocks Take a Break // Barron's, 1998, November 16, MW1.
3. Годовой отчет Berkshire Hathaway. 1993. С. 15.
4. Там же.
5. Surz R. R-Squareds and Alphas Are Far from different Alpha-Bets // The Journal of Investing, 1998, Summer.
6. Из беседы с Уорреном Баффетом, август 1994 года.
7. Wall Street Journal, 1987, September 30; ,Kilpatrick A. Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett. Birmingham, AL : АКРЕ, 2004. P. 1328.
8. Outstanding Investor Digest, 1995, August 10. P. 63.
9. Годовой отчет Berkshire Hathaway. 1993. С. 18.
10. Там же. С. 13.
11. Outstanding Investor Digest, 1996, August 8. P. 29.
12. Годовой отчет Berkshire Hathaway. 1988. С. 18.
13. Outstanding Investor Digest, 1996, August 8. P. 29.
14. Это выступление было воспроизведено в статье в печатном издании школы бизнеса Колумбийского университета Hermes (осень 1984), под тем же названием. Цитаты, которые приводятся здесь, взяты из этой статьи.
15. Buffett W. The Superinvestors of Graham-and-Doddsville // Hermes, Fall 1984. (К числу суперинвесторов, о которых Уоррен Баффет рассказывает в этой статье, принадлежит Уолтер Шлосс, который вместе с Баффетом работал в Graham-Newman Corporation в середине 1950-х; Том Кнапп, еще один бывший питомец Graham-Newman, который впоследствии создал компанию Tweedy-Browne Partners вместе с Эдом Андерсеном; Билл Руан, бывший студент Грэхема, который учредил Sequoia Fund; Чарли Мангер, партнер Баффета; Рик Герин из Pacific Partners и Стэн Перлметер из Perlmet Investments.
16. Там же.

17. Там же.
18. Годовой отчет Sequoia Fund. 1996.
19. Jansson S. GEICO Sticks to Its Last // Institutional Investor, 1986, July. P. 130.
20. Годовой отчет Berkshire Hathaway. 1986. С. 15.
21. Outstanding Investor Digest, 1996, August 8. P. 10.
22. Годовой отчет Berkshire Hathaway. 1996.
23. Годовой отчет Berkshire Hathaway. 2001. С. 4.

### **Глава 11. Психология инвестирования**

1. BusinessWeek, 1999, July 5; Kilpatrick A. Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett. Birmingham, AL : AKPE, 2004. P. 1353.
2. Loomis C. J. Mr. Buffett on the Stock Market // Fortune, 1999, November 22.
3. Годовое собрание акционеров Berkshire Hathaway. 2002; Kilpatrick A. Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett. Birmingham, AL : AKPE, 2004. P. 1360.
4. Hulbert M. Be a Tiger Not a Hen // Forbes, 1992, May 25. P. 298.
5. Годовой отчет Berkshire Hathaway. 1990. С. 17.
6. Годовой отчет Berkshire Hathaway. 1992. С. 6.
7. Годовой отчет Berkshire Hathaway. 1986. С. 16.
8. Graham B. The Intelligent Investor: A Book of Practical Counsel. New York : Harper & Row, 1973. P. 107.
9. Outstanding Investor Digest, 1995, May 5. P. 51.
10. Graham B. The Intelligent Investor: A Book of Practical Counsel. New York : Harper & Row, 1973. P. 107.
11. O'Reilly B. Why Can't Johnny Invest? // Fortune, 1998, November 9. P. 73.
12. Fuerbringer. Why Both Bulls and Bears Can Act So Bird-Brained // New York Times, 1997, March 30, section 3, 6.
13. Kilpatrick A. Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett. Birmingham, AL : AKPE, 1998. P. 683.

## Глава 12. Неблагоразумный человек

1. Shahan's V. I. Are Short-Term Performance and Value Investing Mutually Exclusive? // *Hermes*, 1986, Spring.
2. Loomis C. J. The Inside Story of Warren Buffett // *Fortune*, 1988, April 11. P. 30.
3. Там же. С. 34.
4. *Fortune*, 1988, January 4; Kilpatrick A. Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett. Birmingham, AL : AKPE, 2004. P. 1329.
5. Loomis C. J. The Inside Story of Warren Buffett // *Fortune*, 1988, April 11. P. 28.
6. Grant L. The \$4 Billion Regular Guy // *Los Angeles Times Magazine* P. 36.
7. Годовой отчет Berkshire Hathaway. 1993. С. 15.
8. Годовое собрание акционеров Berkshire Hathaway. 1993: Kilpatrick A. Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett. Birmingham, AL : AKPE, 2004. P. 1335.
9. Годовой отчет Berkshire Hathaway. 1987. С. 15.
10. Lenzner R. Warren Buffett's Idea of Heaven: 'I Don't Have to Work with People I Don't Like // *Forbes*, 1993, October 18. P. 40.
11. Годовой отчет Berkshire Hathaway. 1992. С. 6.

## Послесловие

1. Investing: Profession or Business? Thoughts on Beating the Market Index // *The Consilient Observer*, vol. 2, no. 14, 2003, July 15.
2. Квартальный комментарий Legg Mason о состоянии фондового рынка, 1999, 25 января.

# От автора

Прежде всего, я хотел бы выразить глубочайшую благодарность Уоррену Баффету за его уроки и разрешение использовать материалы, защищенные авторским правом. Сказанное этим человеком практически невозможно улучшить. Книга, которую вы держите в руках, значительно выиграла от того, что в ней приводятся слова Уоррена Баффета, а не его идеи или мысли, изложенные другими словами, заведомо уступающими первоисточнику.

Я благодарен Чарли Мангеру за вклад в изучение принципов инвестиционной деятельности. Его идеи относительно психологии ошибочных суждений и матрицы ментальных моделей имеют чрезвычайно большое значение и должны быть изучены всеми инвесторами. Кроме того, я благодарен Чарли за его содержательные беседы, а также за одобрение и поддержку моей работы над книгой.

Повышением своей квалификации как инвестора я в первую очередь обязан Биллу Миллеру — никто другой не оказал более существенного влияния на мой переход от теоретических размышлений к практическим действиям. На протяжении свыше двадцати лет Билл был не только моим другом, но и наставником. Его великодушие беспредельно. Будучи генеральным директором Legg Mason Capital Management, Билл на практике показывал мне, как следует применять подход Уоррена Баффета к инвестициям в акции компаний самых разных типов, в том числе и в акции компаний новой экономики. Особое значение для меня имеет тот факт, что Билл не только мой друг и наставник, но и мой коллега.

Мне посчастливилось работать в среде, способствовавшей развитию у меня рационального подхода к инвестициям. В связи с этим я хотел бы выразить особую благодарность всем своим коллегам

из компании Legg Mason, среди которых хотелось бы назвать следующие имена: Нэнси Деннин, Мэри Крис Гей, Эрни Кихне, Айра Малис, Майкл Мобуссин, Дженифер Мэрфи, Дэвид Нельсон, Рэнди Бефумо, Скот Лабин, Джей Леопольд, Саманта Маклемор, Митчелл Пенн, Дейл Веттфлофер и Джин Ю.

Мне довелось беседовать об Уоррене Баффете со многими людьми. В этот список я хотел бы включить такие имена, как Боб Коулмен, Том Руссо, Крис Дэвис, Дэвид Витерс, Джейми Кларк, Билл Руан, Боб Голдфарб, Лу Симпсон, Аджит Джайн, Лиза Рапуано, Эллис Шредер, Чарли Экр, Эл Барр, Дэвид Брейвмен, Уолли Вейтц, Мейсон Хоукинс, Ларри Пиджн, Эд Торп.

Я хотел бы выразить признательность нескольким людям, которые помогли мне в проведении исследований для этой книги. Благодарю вас, Джастин Грин, Джоан Лэмм-Теннант, Пэт Шанк, Майкл Левитан, Стюарт Дэвис, Мэри Маклаф, Джон Фитцеральд и Линда Пенфолд.

Ряд выдающихся инвесторов оказали поддержку этой книге еще на первоначальном этапе работы над текстом. Выражаю особую признательность Питеру Линчу, Джону Ротшильду, Джеку Боглю, Филу Фишеру, Кену Фишеру и Эду Холдеману.

На протяжении многих лет я с удовольствием общался с несколькими авторами, которых можно назвать знатоками деятельности Уоррена Баффета. Мне хотелось бы выразить особую благодарность Энди Килпатрику, который, по моему мнению, является официальным историографом Berkshire Hathaway. Я признателен Роджеру Лоуэнстайну, Генри Эмерсону, Джанет Лоу, Кэрол Лумис и Ларри Каннингему.

Написанию этой книги способствовала помощь трех талантливых и чрезвычайно энергичных молодых женщин, каждая из которых внесла вклад в исследовательские работы и создание рукописи. От всей души благодарю Эрику Петерсон, Кэти Коладonato и Викторию Ларсон.

Я очень благодарен тем людям, которых я назвал выше, но самую глубокую признательность я испытываю к Мэгги Стаки, непосредственно помогавшую мне в написании книги. Хотя мы и работаем на противоположных концах континента, Мэгги прекрасно понимает ход моих мыслей, и точно знает, что я хочу сказать, еще до того, как это осознаю я сам. Она полностью посвятила себя работе над книгой

и приложила немало усилий к тому, чтобы сделать ее лучше. Это большая удача — работать с ней.

Я всегда испытывал удовольствие от сотрудничества с издательством John Wiley & Sons. Майлз Томпсон, мой друг и редактор, поддержал публикацию книги «Уоррен Баффет» тогда, когда о ней никто еще не знал и когда не было продано ни одного экземпляра. Спасибо, Майлз! Я также благодарю Джоан О'нейл, Памелу Ван Гиссен, Мэри Даниэлло и других профессионалов из издательства John Wiley за их заботу и внимание к моей книге об Уоррене Баффете.

Я очень признателен моему агенту, Лори Харпер из Sebastian Literary Agency. Лори, если говорить кратко, особенный человек. Ей свойственны честность, лояльность, прямота, интеллектуальность и мягкий юмор. Лори оказалась лучшим из всех агентов. И наконец, мне хотелось сказать слова благодарности Майклу Кону за то, что он рискнул поддержать выход первого издания книги.

Каждому, кто приступал к написанию книги, известно, что это требует чрезвычайно много времени, которое можно было бы уделить семье. Моя жена Мэгги — неисчерпаемый источник любви и поддержки. В тот же день, когда я впервые сказал ей о том, что хочу написать эту книгу, она улыбнулась и заверила меня, что этот замысел вполне реально осуществить. На протяжении всего периода создания книги она заботилась о семье, предоставляя мне достаточно времени для работы. К моим детям — Киму, Роберту и Джону, а также моей жене, рядом с которой для меня нет ничего невозможного, я испытываю безграничную любовь. Их имена занимают последнее место в этом списке, но они всегда на первом месте в моем сердце.

Всеми своими достоинствами эта книга обязана людям, которых я назвал выше. За все допущенные ошибки и упущения ответственность несу только я.

*Роберт Хагстром*

# Максимально полезные книги от издательства «Манн, Иванов и Фербер»

Заходите в гости: <http://www.mann-ivanov-ferber.ru/>

Наш блог: <http://blog.mann-ivanov-ferber.ru/>

Мы в Facebook: <http://www.facebook.com/mifbooks>

Мы ВКонтакте: <http://vk.com/mifbooks>

Предложите нам книгу: <http://www.mann-ivanov-ferber.ru/about/predlojite-nam-knigu/>

Ищем правильных коллег: <http://www.mann-ivanov-ferber.ru/about/job/>

*Научно-популярное издание*

**Хагстром Роберт**

**Уоррен Баффет**

Как 5 долларов превратить в 50 миллиардов.  
Простые правила великого инвестора

Руководитель редакции *Артём Степанов*  
Ответственный редактор *Римма Болдинова*  
Литературный редактор *Владимир Михайленко*  
Научный редактор *Владимир Кравченко*  
Дизайн *Сергей Хозин*  
Верстка *Вячеслав Лукьяненко*  
Корректор *Ирина Моисеенко*