

ПРЕДИСЛОВИЕ



Как и твой папа для тебя, мой папа был для меня героем. Дик был потрясающим парнем и мудрым человеком. Это просто счастье — иметь такого отца, учителя и вдохновителя.

— Уоррен Э. Баффет

(Запись на обратной стороне информационного бюллетеня Pecaat & Company.)

После того как в 2009 году ушел в мир иной мой отец, Дик Пеко, я воздал ему дань уважения в ежемесячном информационном бюллетене своей инвестиционной компании. Несколько дней спустя я получил один из экземпляров по почте. На его обороте от руки был написан приведенный выше текст, принадлежащий руке Уоррена Баффета, *Оракула из Омахи*, — человека, чьи образ мышления, стратегии и инвестиционные идеи мы с моим деловым партнером Кори изучали на протяжении трех десятилетий и мудростью которого мы имеем честь поделиться с вами в следующих записях.

Эта короткая запись Баффета стала самым трогательным комментарием к работе моего отца в качестве консультанта по инвестициям. Она также подтверждает состоятельность как информационных бюллетеней, включенных в эту книгу, так и важности нашей работы в качестве инвестиционных консультантов.

Мы ведем летопись компании Berkshire Hathaway с момента ее основания. Наше видение достижений ее председателя, Уоррена Баффета, и вице-председателя, Чарли Мангера, неоднократно предавалось огласке в *New York Times*, *Money Magazine*, *Schiff's Insurance Observer* и многих других тематических средствах массовой информации. Один из составленных нами информационных бюллетеней упоминается в книге Джеймса О'Лафлина *The Real Warren Buffett: Managing Capital, Leading People*.¹

¹ Включен в список литературы, рекомендованной к изучению в Berkshire Hathaway; был представлен на собрании 2015 года.

На протяжении многих лет мы отправляли результаты нашей работы в штаб-квартиру Berkshire Hathaway. Но до получения осмысленного ответа мы не были до конца уверены в том, что конверты с нашими посланиями кто-либо открывал.²

Получив, наконец, ответ, мы с Кори были сильно взволнованы. Сам Баффет читает *нашу* рассылку! Мы были чрезвычайно горды тем, что наши труды и идеи по оценочному инвестированию представляют интерес для нашего вдохновителя. В то время я все еще сильно скорбел из-за смерти отца, и это были одни из самых теплых слов поддержки, за которые я бесконечно благодарен.

Но так было не всегда. Мы далеко не сразу начали получать личные послания от величайшего в мире инвестора.

Начало карьеры

Я окончил Гарвард в 1979 году, получив степень д-ра философии. В процессе обучения я прослушал всего один курс экономики. Он казался мне слишком общим и бесконечно далеким от инвестирования, которым занималась моя семья.

Мои дед, отец и дядя основали брокерскую фирму Pesaute & Company в 1960 году. Мой дед, Рассел, искренне восхищался избранным единожды способом зарабатывания денег и никогда не сожалел о выборе карьеры.

Мое участие в семейном бизнесе началось в конце 1970-х годов с решения вспомогательных задач в отделе обработки документации компании, выполняемых во время летних каникул. В основном на меня возлагали рутинные обязанности, включающие обновление отрывных листов S&P 500.

В то время S&P рассылала своим клиентам папки с цветовыми кодами, которые сортировались по алфавиту. Каждый месяц по почте приходил набор папок, содержащих цветные листы. На зеленых листах приводились сведения об акциях крупных компаний, на желтых — информация о котировках акций небольших компаний, а на синих — дан-

² Во время посещения Мексики вместе со мной в начале 2016 года Кори встретился с брокером из Омахи, который занимался торговлей с Berkshire Hathaway в начале 1980-х. В беседе Кори упомянул, что работал в инвестиционной фирме Pesaute & Company в Су-Сити, шт. Айова, находящемся в 90 минутах езды от Омахи. Это не вызвало большого удивления: “Pesaute & Company? О да, я изучал ваш информационный бюллетень”. Кори был поражен: “Разве мы отправляли его вам?” Брокер ответил: “Нет. Я получил его от кого-то другого”.

ные об облигациях. При этом кто-то должен был обновлять папки, заменяя старые листы новыми. Это как раз и была моя работа. Я многому научился, изучая сведения, приведенные в этих отчетах.

После учебы я начал работать в компании на полную ставку. В то время я чувствовал себя малоопытным и слабо разбирающимся в инвестировании специалистом. У нашего небольшого семейного предприятия не было официальной программы обучения и повышения квалификации рабочего персонала. Папа редко обсуждал со мной рабочие вопросы. Меня мучили постоянные угрызания совести из-за плохого, как мне тогда казалось, выполнения рабочих обязанностей. Повышение квалификации происходило традиционным методом проб и ошибок.

Одной из очевидных ошибок была торговля опционами. Это очень живое и увлекательное занятие. Теоретически на торговле опционами можно в кратчайшие сроки сколотить неплохой капитал. Достаточно лишь несколько раз добиться успеха, и можно считать, что год удался. В попытке разработать успешную стратегию торговли опционами я провел целый год. И чем все завершилось? Я заработал около ста долларов. Критически оценив количество потраченного времени, я понял, что трудился за 10 центов в час.

Вне всяких сомнений, заработок оказался мизерным. Конечно, краткосрочная торговля находит отклик в сердцах отдельных трейдеров, но не в моем. Я ориентировался на стабильный доход.

В 1982 году я прочитал книгу Джона Трейна *The Money Masters*, в которой описывается деятельность девяти величайших инвесторов, к которым причислялись Джон Темплтон и Уоррен Баффет. Она стала настоящим откровением. Я твердо решил вернуться к учебе. Моими преподавателями стали инвесторы из прочитанной книги, а учебная программа включала все их письменные работы и устные замечания. Я был сильно взволнован. Я изучал деятельность наиболее выдающихся инвесторов с таким же усердием, как и научные дисциплины в Гарварде. В своем стремлении постичь искусство инвестирования я старался узнать о них как можно больше.

С этого момента я рассматривал свою роль в компании в первую очередь как ученика. Я полагал, что чем больше я узнаю, тем правильнее будут мои решения и тем лучше я буду обслуживать клиентов компании.

Со временем к когорте избранных преподавателей я отнесу Джона Темплтона из фонда Templeton Growth,³ Джорджа Михаэлиса из Source Capital (наиболее успешный инвестиционный фонд закрытого типа), Жана-Мари Эвейяра, управляющего фондом First Eagle Global, Боба Родригеса из компании First Pacific Advisors и Марти Уитмен из компании Third Avenue Value Investors. Все они выдвигали потрясающие идеи и предлагали интересные стратегии развития.

Из всех именитых наставников наиболее убедительными оказались Уоррен Баффет и Чарли Мангер из компании Berkshire Hathaway.

Осознав, что Баффет — один из тех, у кого есть чему поучиться, я от корки до корки изучил все его ежегодные послания к акционерам Berkshire Hathaway. Один из друзей любезно предоставил мне письма Баффета, которые тот адресовал ему, начиная со времен организации товарищества и заканчивая получением Berkshire Hathaway в собственное управление, — я моментально “проглотил” и их.

В то время место проведения ежегодных собраний акционеров Berkshire Hathaway в Омахе находилось в 90 мин. езды от моего дома. Чтобы принимать участие в таких собраниях, нужно было быть акционером компании. Я принял историческое решение — приобрести одну акцию компании Berkshire Hathaway за 2570 долл. Эта покупка позволила мне приступить к невероятно плодотворному обучению у двух величайших инвесторов нашей эры длительностью в 30 лет.

Университет Berkshire Hathaway

Я хорошо помню первое собрание акционеров Berkshire Hathaway, которое мне посчастливилось посетить в 1984 году. Это было торжественное, но в то же время камерное мероприятие, проводимое в Художественном музее Джослин в Омахе.

³ В 1987 году мы с группой инвесторов нанесли визит Джону Темплтону в его штаб-квартире на Багамах. В своем кабинете, обшитом панелями из красного дерева, он принял нас весьма благосклонно и доброжелательно. Эта потрясающая встреча оказалась одним из самых ярких эпизодов в моей деловой жизни.

Пригласительные билеты у входа в зал проверял Кори Ренн, знакомый мне бухгалтер.⁴ Он был новым сотрудником, принятым на работу в отдел аудита компании Berkshire Hathaway в 1983 году.

После окончания колледжа и двух лет работы в ере государственного бухгалтерского учета в Су-Сити, шт. Айова, Кори решил, что пора менять род деятельности. Занявшись поиском другой работы, он связался со специалистом по подбору персонала из Омахи, который сообщил ему о вакансии на должность внутреннего аудитора в компании Berkshire Hathaway. Кори поинтересовался, что собой представляет эта компания. На что получил ответ: “Ею управляет Уоррен Баффет”. Далее Кори спросил: “Кто такой Уоррен Баффет?” Он действительно понятия не имел, кто это такой, но согласился на предложенную должность. Наряду с шестью или семью другими сотрудниками отдела он проводил регулярный аудит дочерних компаний Berkshire и составлял графики, основанные на данных квартальных финансовых отчетов, которые предоставлялись на изучение Уоррену Баффету.

Я ощутил укол ревности, когда узнал, на какую должность он устроился. Я завидовал тому, что он будет учиться у самого Баффета.⁵ Но тогда я не думал о Кори. Мои глаза были прикованы к сцене.

Уоррен Баффет и Чарли Мангер заняли свои места на сцене перед аудиторией из 300 акционеров (в то время она казалась мне очень большой).

⁴ На встрече 1984 года Кори был простым наблюдателем. Присутствовало менее 50 человек, и от него особо ничего не требовалось. Но в следующем году количество участников значительно выросло, и ему пришлось изрядно потрудиться. Кори проверял билеты у акционеров на входе в зал и едва справлялся с напиранием толпой. Ирв Блумкин, один из руководителей Nebraska Furniture Mart, увидев тяжелое положение Кори, немедленно пришел тому на выручку.

Внимание Кори было сконцентрировано исключительно на билетах — он редко изучал самих посетителей. Когда один из них попытался пройти без билета, Кори, не глядя, выкрикнул: “Простите! Без билета вход запрещен!” Мужчина остановился, и Кори понял, кто стоит перед ним. Это был Уоррен Баффет. Кори извинился, и Баффет проследовал в зал. Несколько позже в зал попыталась попасть женщина в сопровождении шести или семи человек. Кори снова выкрикнул: “Извините, но без билета нельзя!” Она посмотрела на него и серьезно сказала: “Я Сьюзи Баффет”. Так в один день Кори попытался не пустить чету Баффетов на их собственное собрание.

⁵ Тогда я не знал, что восемь лет спустя Кори покинет Berkshire Hathaway, чтобы стать моим деловым партнером.

Я понимал, что, если я собираюсь учиться, то должен набраться смелости и задать интересующие меня вопросы. Я составил целый их список, но настолько сильно нервничал, что задал всего один. Полученный ответ продемонстрировал ясность ума и высокий интеллектуальный уровень докладчиков. Я подумал: *“Невероятно, насколько продуман ответ! Ответ на мой глупый вопрос казался очень искусным. И почему только я собирался сюда так долго? Почему не побывал здесь раньше?”*

На том собрании я узнал, что компании Berkshire Hathaway принадлежит 80% акций компании Wesco Financial, главой которой выступал Чарли Мангер. Итак, я отправился в Пасадену, чтобы присутствовать на собрании акционеров Wesco Financial. Его масштабы были заметно скромнее.

На первом посещенном мною собрании Wesco Financial присутствовало всего 15 человек, половину из которых составляли сотрудники этой компании. Как и ранее, я подготовил список вопросов. Задав первые три вопроса, я понял, что для получения необходимых ответов потребуется выяснить намного больше.

Я нервничал. Передо мной маячило лицо Мангера, частично скрытое очками с толстыми линзами. Он походил на старого профессора, не терпящего дурацких вопросов. Я встал и, запинаясь, попытался извиниться: “Простите, но у меня накопилось очень много вопросов! Я не собирался отвлекать вас надолго”.

Мангер учтиво ответил: “Именно для этого мы и собрались. Если присутствующие хотят уйти, они могут сделать это прямо сейчас. Я останусь и отвечу на все ваши вопросы”.

Я успокоился, решив, что это хороший знак и теперь все будет в порядке. Не знаю, сколько длилась беседа, но я был на седьмом небе от счастья. Вне всяких сомнений, непосредственная передача знаний от профессионала столь высокого уровня значительно ускорила и упростила мое дальнейшее обучение.

“Университет Berkshire Hathaway” — так я назвал всеобъемлющие знания, накопленные Уорреном Баффетом и Чарли Мангером.

Учебная программа каждого года состоит из семинаров, представленных годовыми отчетами компании Berkshire Hathaway, и лекций, проводимых в виде ежегодных собраний. Такой обучающий курс дал нам с Кори больше знаний об инвестиционной деятельности, чем любой другой.

Детальное изучение отчетов Berkshire Hathaway, знакомство с ежегодными посланиями Баффета и прослушивание выступлений его и

Мангера на ежегодном собрании акционеров — все это неотразимо сказалось на нашем профессиональном росте как оценочных инвесторов. Они легли в основу программы нашего образовательного курса, которая составит достойную конкуренцию большинству программ МВА.⁶ Указанные источники можно по праву считать краеугольным камнем выстроенной мною системы образования и, без тени сомнения, моей наилучшей инвестицией.

Раз в год вы получаете возможность пообщаться, пожалуй, с самой лучшей инвестиционной командой всех времен и народов, которая готова ответить на любые ваши вопросы. Это невероятно ценный ежегодно обновляемый источник знаний в мире капитала. Баффет признавался, что поначалу его пугали публичные выступления. (Он испытывал жуткий дискомфорт от одной только мысли об их проведении.) К счастью, с годами Баффет и Мангер стали чувствовать себя на таких собраниях все более комфортно. Сегодня они являются великолепными преподавателями, несущими знания в массы.

Их мудрость и готовность делиться опытом делают каждое ежегодное собрание бесценным, а выступления превращаются в великолепные лекции.

Непрерывный рост Berkshire Hathaway

Не многие на Уолл-стрит наберутся смелости оспорить, что Уоррен Баффет и Чарли Мангер являются величайшими инвесторами нашего времени. Им присуща гениальность, проявляющаяся в безошибочном нахождении и правильной оценке прибыльных нематериальных активов.

Главная задача оценочного инвестора — найти компанию с постоянно увеличивающейся внутренней стоимостью. В идеальном случае цена акций компании должна падать, тем самым увеличивая выгодность сделки с течением времени. Никто не относился к подобным принци-

⁶ Писатель Тимоти Феррисс заметил, что согласно отзывам постоянных посетителей подобные мероприятия можно приравнять к “курсу МВА по выходным”. Долгое время я считал такое отношение сильно преувеличенным и вызванным данью уважения к таланту Баффета, но сейчас я рассматриваю его как слишком скромное: один уик-энд живого общения даст вам больше, чем любая из программ МВА. Что может быть эффективнее стратегий, основанных на реальном опыте? Ознакомьтесь с равнозначными образовательными курсами, чтобы понять разницу. Единственное, чего, как мне кажется, не хватает “тренингам” от Баффета, — это оплаты в размере не менее 100 тыс. долл.

пам оценки активов так серьезно, как Баффет и Мангер. На протяжении последних 50 лет они то и дело приобретали хорошие компании по бросовым ценам. Для того чтобы добиться успеха в такой инвестиционной стратегии, нужен хладнокровный расчет, лишенный эмоциональной составляющей. Баффет и Мангер приобрели известность как раз за мастерство оценки финансовых активов и рациональный подход к реализации проектов.

Демонстрируемые ими результаты поистине впечатляющи. Под руководством Баффета и Мангера компания Berkshire Hathaway превратилась в одну из величайших бизнес-империй XX и XXI веков.

Краткая история успеха

Баффет получил образование в Университете Небраски. После этого он поступил в Колумбийскую школу бизнеса, чтобы учиться у Бенджамина Грэхема, основателя теории оценочного инвестирования. Баффет стал самым выдающимся последователем Грэхема. По окончании курса Грэхем предложил Баффету занять место инвестиционного партнера в Graham Newman.

Используя полученные знания и опыт, Баффет еще в Омахе основал товарищество. Он изначально зарекомендовал себя как удивительно успешный инвестор. Вложения в размере 10 тыс. долл., инвестированные в партнерские отношения в 1956 году, принесли 200 тыс. долл. в 1969 году, что соответствует 25,9% совокупной годовой прибыли. Невероятно, но товарищество не показало ни одного убыточного года, хотя рынок за это время пережил шесть лет кризиса.

В 1959 году на званом ужине Баффет познакомился с Чарли Мангером, также родом из Омахи. Они по достоинству оценили интеллект друг друга. На тот момент Мангер работал юристом, но Баффет убедил его заняться инвестиционным бизнесом под предлогом начать зарабатывать реальные деньги.⁷ В 1962 году Мангер основал собственное инвестиционное агентство — Wheeler, Munger & Co. С тех пор они с Баффетом совместно работали над рядом инвестиционных проектов — как официально, так и на неформальном уровне.

⁷ Мангер действительно хотел разбогатеть: “Не потому, что я хотел купить Феррари, а потому, что хотел независимости. Я отчаянно стремился к этому. Я считал недостойным зависеть от других людей. Не знаю, откуда у меня взялось такое стремление, но оно было у меня всегда”.

Berkshire Hathaway изначально создавалась как текстильная компания с регистрацией в Новой Англии. Ее акции продавались со значительной скидкой при балансовой стоимости 19 долл. Чистый оборотный капитал компании составлял более 11 долл. на акцию. Баффет умудрялся покупать ее акции по цене от 7 до 8 долл. за акцию. Такая скидка на акции предоставлялась при оплате чистыми денежными средствами и полуликвидами.

Кризис текстильной промышленности усугублялся. Berkshire Hathaway консолидировала и продавала активы. За вырученные наличные средства компания выкупала свои же акции, что было разумно, поскольку они стоили очень дешево. В 1963 году Berkshire Hathaway выкупила почти треть своих акций. Ее владельцы понимали стремление Баффета и не хотели, чтобы он завладел большей частью акций. Они связались с ним и предложили продать имеющиеся активы по цене 11,50 долл. за акцию. Баффет согласился. В результате такой сделки он должен был получить около 40% прибыли за короткий период.

Однако в письме с предложением сумма сделки оказалась несколько меньше согласованной накануне. Нечестная позиция Berkshire Hathaway сильно огорчила Баффета — они пытались получить с него дополнительные 12,5 цента за акцию.

В ответ Баффет пошел другим путем и начал скупать все больше акций Berkshire, пока не получил полный контроль над компанией. Впоследствии он уволил сотрудника, который пытался его обмануть. В 1964 году Уоррен Баффет получил в полное управление эту небольшую текстильную фирму в Новой Англии — она выступила основой для будущих инвестиций.

В то время подобные решения считались бессмысленными. Баффет выкупил абсолютно убыточное предприятие, которым к тому же не умел управлять. Позже он признался, что ему следовало взять деньги. Это было бы разумнее.

Но вскоре оказалось, что текстильная компания была прекрасным инструментом для инвестиций. Располагая акциями Berkshire Hathaway, Баффет получил публично торгуемую корпорацию с заемным капиталом. Преимущества корпоративной финансовой структуры для управления денежными средствами сложно переоценить.

В прежние времена — товарищества, организованного Баффетом, — при выкупе акционерами акций деньги поступали непосредственно в кассу. Теперь же продажа акционерами собственных акций Berkshire Hathaway никак не влияла на размер ликвидного капитала.

Капитал не покидает корпоративный уровень до выплаты дивидендов, и Баффет мог использовать захваченный таким образом капитал на постоянной основе для долгосрочных вложений — частичного или полного владения предприятиями. Финансовая структура Berkshire Hathaway позволяла делать подобные инвестиции в самых разных ситуациях.

Но со временем Баффет отказался от текстильного бизнеса. Он продал все активы текстильной компании, ориентируясь на получение еще большей прибыли. На вырученные деньги он начал построение собственной империи.

В 1967 году Баффет купил страховую компанию National Indemnity. С тех пор страхование стало основным направлением деятельности Berkshire Hathaway. Благоклонность к страховому бизнесу в первую очередь вызвана широкими возможностями по приумножению богатства.

Страховые компании получают премиальные, значительная часть которых пополняет резервные фонды, предназначенные для оплаты будущих претензий. Такой резерв (финансовый рычаг или флоут) увеличивает ликвидные средства Berkshire Hathaway, повышая доходность компании. Чтобы поток резервных средств был надежным источником капитала, его нужно сделать как можно менее затратным и постоянно растущим во времени. В свое время об этом весьма метко отозвался Мангер: “По сути, мы действуем весьма прямолинейно, оценивая единственный показатель. Если вы производите флоут с 3% годовых и покупаете компании, которые зарабатывают 13% годовых с выручки от такого размещения, то, скорее всего, это весьма выгодное приобретение”. Мало кто из инвесторов понимает, что финансовый рычаг — один из секретов успеха компании Berkshire Hathaway.

На каждый доллар собственного капитала Berkshire Hathaway со временем приходилось примерно 50 центов флоута. Вкладывая 1,50 долл. на каждый доллар капитала на протяжении многих лет, Berkshire Hathaway получает значительную прибыль. Многолетнее превосходство Berkshire Hathaway по большому счету обеспечивается способностью Баффета и Мангера эффективно реализовывать такую блестящую стратегию. Вряд ли она присуща большому количеству инвесторов (по крайней мере, тем из них, кто не прочел эту книгу).

В 1972 году компания Berkshire Hathaway приобрела компанию See's Candies. Хотя Баффет заплатил больше, чем обычно, он ни капельки об этом не жалел, поскольку давно пришел к выводу, что только из-

вестный бренд может стать мощнейшим источником прибыли. Уоррен осознавал, насколько действенной силой могут выступать имя и репутация известной компании, и считал, что для роста ей не потребуются большой капитал. Например, торговля шоколадом не нуждается в специальном продвижении, поскольку этот продукт всегда пользуется хорошим спросом. Если у вас хороший бренд, то клиенты будут регулярно обращаться к вам, — даже в поисках новых товаров.

Оба компонента — страховая компания, обеспечивающая базовый капитал, и известные торговые марки, выступающие источником денежных средств — заложили основу стратегии роста богатства, которым владеет компания Berkshire Hathaway.

Вторым крупным приобретением Баффета стала GEICO — компания с длинной историей взаимоотношений. Его наставник, Бен Грэхем, владел акциями GEICO через компанию Graham Newman. Более того, обучаясь в Университете Небраски, Баффет написал диссертацию о компании GEICO. В ней Уоррен утверждал, что при разработке правильной стратегии и наличии стоящей бизнес-модели компанию можно привести к большому успеху.

В середине 1970-х у компании GEICO начались финансовые трудности, а цена ее акций упала. Был назначен новый генеральный директор — Джек Бирн, и Баффет был уверен, что Бирн — именно тот человек, который все уладит. Баффет приобрел большой пакет акций GEICO.⁸ Наряду с этим Мангер ликвидировал свое товарищество в 1976 году. За период с 1962 по 1975 год товарищество Уиллера–Мангера принесло 24,3% прибыли при сравнительно небольшом росте индекса Доу–Джонса, равном 6,4%. В 1978 году Мангер стал заместителем председателя Berkshire Hathaway.

С 1984 по 2011 год Мангер совмещал должность вице-президента Berkshire Hathaway и президента Wesco Financial, холдинговой компании взаимных сбережений в Пасадене. Компания Wesco Financial на 80,1% принадлежала Blue Chip Stamps, которая, в свою очередь, полностью принадлежала Berkshire Hathaway.⁹ На протяжении мно-

⁸ Со временем компания GEICO методически скупала все больше активов, а Berkshire Hathaway становилась держателем все большего процента акций. Наконец в 1996 году Berkshire Hathaway получила полный контроль над GEICO, что позволило Баффету более активно вкладываться в развитие GEICO. Это привело к значительному обогащению Berkshire Hathaway.

⁹ В июне 2011 года Berkshire Hathaway приобрела 19,9% акций компании Wesco Financial.

гих лет Wesco Financial выступала своего рода “отражением” Berkshire Hathaway, поскольку Мангер перераспределял активы компании между вторичным страхованием, акциями компании CORT, страховой компании Kansas Bankers Surety и некоторых других фирм.

За все годы компания Berkshire Hathaway приобрела в собственность активы множества других успешных предприятий, работающих в следующих отраслях экономики: коммунальные услуги (компания Berkshire Hathaway Energy), потребительские товары (акции Coca-Cola) и даже средства массовой информации (компания *Buffalo News* и акции издательства *Washington Post*).

Чаще всего Berkshire Hathaway рассматривается инвесторами как своего рода взаимный фонд, управляющий большими пакетами акций. Бытующая точка зрения не учитывает следующие моменты: 1) впечатляющие возможности страховых компаний Berkshire Hathaway по генерированию низкозатратных финансовых рычагов; 2) ощутимый и стабильный прирост капитала Berkshire Hathaway, обеспечиваемый ее операционной деятельностью; 3) способность руководства Berkshire Hathaway к заключению сделок, выгодно повышающих стоимость активов.

Располагая миллиардными денежными активами и ценными бумагами с фиксированным доходом, сегодня Berkshire Hathaway является финансовым Форт-Ноксом. В течение первого десятилетия XXI века (называемого “потерянным десятилетием”) Баффета постоянно критиковали за владение огромным количеством наличных денежных средств и облигаций. Во время кризиса субстандартного ипотечного кредитования Баффет и Мангер начали активно инвестировать накопленные средства.

В Berkshire Hathaway критически оценивали каждую важную сделку в США с точки зрения “покупателя последней инстанции”. В то время как розничные инвесторы продавали, Баффет и Мангер покупали — и делали это непрерывно.

Они вкладывали средства в акции железной дороги Burlington Northern Santa Fe (BNSF) и химической компании Lubrizol. Berkshire Hathaway также занималась высокодоходным кредитованием с прикрепленными варрантами. Кроме того, Баффет и Мангер делали капитальные вложения в BNSF и MidAmerican Energy. В целом во время кризиса субстандартного кредитования Berkshire Hathaway инвестировала около 100 млрд долл. в активы с доходностью, определяемой двухзначным числом.

За последние 30 лет Berkshire Hathaway основала целый ряд высокодоходных, независимых компаний, выступающих надежным источником денежных потоков для корпорации. Если бы Berkshire Hathaway занималась исключительно инвестиционной деятельностью, то для эффективного принятия решений о покупке и продаже активов в ней на всех уровнях должны были работать такие гениальные инвесторы, как Баффет и Мангер.

Но крупный бизнес прекрасно справляется и без Баффета и Мангера. Компания GEICO продолжила работать в отрасли автострахования, а Burlington Northern и далее доставляет грузы по железной дороге. Все эти и любые другие компании будут работать без привлечения талантов, подобных Баффету и Мангеру. Для достижения действительного успеха последние создали свое основное детище — компанию Berkshire Hathaway.

Сегодня Berkshire Hathaway — это одно из самых влиятельных финансовых объединений в мире. В 2014 году журнал *Fortune* назвал Berkshire одной из крупнейших компаний мира с доходом в 140 млрд долл., прибылью в 19,5 млрд долл. и активами, составляющими 485 млрд долл. Имея 230 млрд долл. капитальных активов и 77 млрд долл. финансового рычага, Berkshire Hathaway обладает достаточным капиталом для финансирования любой своей деятельности.

С точки зрения рыночной стоимости сегодня Berkshire Hathaway уступает только Apple, Google/Alphabet, Exxon Mobil и Microsoft в звании самой дорогой компании Америки. Она характеризуется высокой стоимостью, рисковостью ниже среднего уровня и непревзойденной репутацией. Это превосходная компания с более высокой относительной стоимостью, чем любая другая на фондовом рынке США.

Рост Berkshire Hathaway и индекса S&P 500 (751 113% против 11 196%)

С тех пор как 50 лет назад Баффет возглавил Berkshire Hathaway, ее балансовая стоимость в расчете на акцию выросла с 19 до 146 186 долл., что соответствует доходности со ставкой 19,4% годовых. Давайте сравним ее с индексом S&P 500. Поскольку этот индекс описывает состояние американских предприятий с наибольшей капитализацией (хотя далеко и не всех), он считается достаточно надежным индикатором фондового рынка. Следовательно, чтобы минимизировать риски, свя-

занные с владением компанией Berkshire Hathaway, ее показатели должны превзойти показатели рынка в целом.

Миссию можно считать полностью выполненной: 19,4% почти вдвое превышает прирост индекса S&P 500, равный 9,9%, за тот же 50-летний период.

Доходность компании Berkshire Hathaway всегда выше показателя индекса S&P 500 — даже в неудачные годы. Фактически отрыв постоянно увеличивался каждые пять лет, начиная с 1965 года (кроме двух “пятiletок”: 2009–2014 и 2010–2015 гг.). Более того, индекс S&P 500 демонстрировал 11 лет спада в течение 50-летнего периода. Совокупный убыток за эти 11 лет составил 251,4%. Для сравнения: у Berkshire Hathaway было всего два убыточных года за тот же период, но она показала совокупный рост, равный 117,8%. Таким образом, по сравнению с индексом S&P 500 компания выросла на невероятные 369,2%.

Более двух третей преимущества индекса Berkshire Hathaway над индексом S&P 500 были получены в годы спада. Такой результат был обеспечен жизненными принципами Баффета и Мангера, сводящимися к директиве “Не терять ни при каких обстоятельствах”. План избегать проигрышных идей, равно как и денег, заработанных на “бычьих рынках”, в долгосрочной перспективе обеспечил процветание Berkshire Hathaway.

Небольшое преимущество в годовом доходе при использовании сложного процента создает огромный выигрыш в общей сумме в отдаленной перспективе. Что касается общего процентного прироста за период 1965–2014 годов, доллар, вложенный в Berkshire Hathaway в 1965 году, продемонстрировал фантастическую прибыльность, равную 751 113%, в противоположность незначительному приросту индекса S&P 500, который составил всего 11 196%.

Хотя мы с Кори и были осведомлены о таких ошеломительных успехах, до сих пор не перестаем восхищаться невероятными достижениями Баффета и Мангера. Им принадлежит одно из величайших достижений в истории накопления богатства. За пять десятилетий деньги, находящиеся под управлением Баффета, приумножились просто-таки фантастическими темпами.

“Вудсток для капиталистов”

По мере роста славы и богатства Баффета и Мангера возрастал и ажиотаж на некогда скромных ежегодных собраниях Berkshire Hathaway.

Как отмечалось выше, первое собрание акционеров из 300 человек, которое мне удалось посетить в 1984 году, можно смело назвать камерным мероприятием. С тех пор формат встреч многократно изменялся. Изначально душевное заседание превратилось в настоящее сценическое действие, которое, в свою очередь, переросло в полномасштабное, трехсуточное деловое (и не только) мероприятие. В 1978 году на этой встрече присутствовало всего лишь 13 человек, но уже в 1984 году количество участников увеличилось до 300 человек, а в 2015 году достигло 45 тыс. человек.¹⁰

За столь короткий период ежегодные собрания Berkshire Hathaway превратились из серии небольших частных лекций в торжественное мероприятие. Невероятное количество людей отправлялось в Омаху, чтобы послушать выступления Баффета и Мангера. Очень часто их собрания называют “Вудстоком для капиталистов”. Его масштабность свидетельствует о растущем интересе к инвестиционной деятельности самых разных людей.

Баффет и Мангер всегда были рады принимать толпы фанатов, друзей, студентов и покупателей, которые ежегодно стекались в Омаху со всех уголков мира.

Самое приятное то, что акционерам доступно множество товаров и услуг со значительными скидками. Такие магазины, как Борхеймс (ювелирные изделия) и Nebraska Furniture Mart, всегда делают эксклюзивные предложения и распродажи для акционеров Berkshire Hathaway. В Омахе регулярно проводятся соревнования, подобные бейсбольным матчам с участием “Омаха Сторм Чейзерс”, на которых Баффет раздает автографы и получает право первого удара.

На выходных акционерам предлагается уделить внимание структурам, представляющим экономический интерес для Berkshire Hathaway. Эти структуры заполняют “Berkshire Mall”, обеспечивая целевой маркетинг для дочерних компаний Berkshire Hathaway.

Первый этаж Century Link Center превращается в мини-торговый центр для акционеров Berkshire Hathaway. Десятки дочерних компаний открывают бутики, торгуя своими товарами и услугами.¹¹

Каждое собрание начинается с просмотра специального короткометражного фильма. На протяжении многих лет в таких фильмах tradi-

¹⁰ Детально о невероятном росте количества акционеров Berkshire Hathaway за эти 30 лет рассказывается в приложении Б.

¹¹ Посещаемость собраний акционеров раскрыта в приложении В.

ционно пародируются самые разные знаменитости, среди которых — легенда мыльных опер Сьюзан Луччи, боксер Флойд Мэйвезер и актер Брайан Крэнстон (играющий Уолтера Уайта в сериале “Во все тяжкие”).

Собрание акционеров

Несмотря на ажиотаж вокруг выступлений членов правления, ответам на вопросы на собраниях акционеров уделяется самое пристальное внимание. Как можно было представить, основное внимание снова приковано к двум гениям современности — Баффету и Мангеру.

Акционеров волнуют самые разные вопросы, и они порой часами ждут, чтобы задать хотя бы один из них. В 1984 году сеанс ответов на вопросы длился 2,5 часа. Сегодня же собрание акционеров считается коротким, если длится не более шести часов. Как видите, участники собраний придают огромное значение словам, услышанным от именитых инвесторов современности.

По нашему с Кори мнению, увеличение количества вопросов неизбежно сказалось на их качестве. Конечно, мы можем быть необъективными в своих суждениях. Будучи постоянными участниками собраний, проводимых в Омахе,¹² мы ностальгируем по тихим, более уютным собраниям, безвременно ушедшим в прошлое. К счастью, в 2013 году качество вопросов несколько улучшилось благодаря присутствию на собрании трех приглашенных журналистов и трех финансовых аналитиков, которые теперь формируют основной пул вопросов.

Тем не менее, независимо от масштабности действия, собрания акционеров всегда информативно насыщены, а также полны остроумия и проницательности Баффета и Мангера.

Разговор сквозь время

Кори и/или я детально стенографировали все, что происходило на собраниях акционеров Berkshire Hathaway, с момента первого их посещения в 1984 году. В 1986 году я решил, что должен предоставить записи на широкое обсуждение, и начал рассылать их своим клиентам и друзьям в виде информационных бюллетеней.

Во время работы в Berkshire Hathaway Кори все еще находился в списке рассылки и получал мои информационные бюллетени. Позже он

¹² Нам посчастливилось узнать Уоррена Баффета и Чарли Мангера в начале их карьеры, что равносильно посещению выступлений “Битлз” в барах Гамбурга до того, как они стали популярными.

упоминал, что они ему очень нравились и он испытывал непередаваемое наслаждение, изучая их. Кори считал их очень точными и утверждал, что они как нельзя лучше передают все, что происходило на собраниях акционеров. Время от времени мы обговаривали их по телефону, и я ставил ему уточняющие вопросы. Он всегда говорил, что я понимаю принципы управления Berkshire Hathaway как никто другой.

Работая в Berkshire Hathaway, Кори тоже подумывал о том, чтобы начать вести дневник деловых событий, но побоялся, что его посчитают нелояльным к компании, и быстро отказался от этой идеи.

Хотя формально Кори не делал заметок, он помнил очень много важных деталей, поскольку поддерживал дружеские отношения с коллегами и руководителями дочерних компаний и был очень наблюдательным — ему всегда было дело до того, как на те или иные события реагируют люди, мнением которых он дорожил. В своей работе Кори всегда был сосредоточен на обучении. Бизнес-модели дочерних компаний, которые он продвигал, сильно отличались одна от другой. В конце концов, принципы организации бизнеса в Nebraska Furniture Mart сильно отличались от таковых в National Indemnity, See's Candies и тем более в *Buffalo News*.

Отдавая должное работе, Кори поступил в аспирантуру для получения степени MBA и в рамках этой программы детально изучил принципы организации предприятий. Через призму полученных знаний он всегда правильно оценивал эффективность функционирования децентрализованной структуры подразделений Berkshire Hathaway.

Кори стал моим деловым партнером в 1992 году. Не предавая огласке важную информацию, Кори и я постоянно обсуждали деятельность компании Berkshire Hathaway. Он демонстрировал глубокое понимание культурных, моральных и рабочих принципов сотрудников этой компании.

В то время он имел личные знакомства с множеством людей из Berkshire Hathaway и хорошо разбирался в ее корпоративной структуре. Он проводил очень много времени в деловых командировках, общаясь с представителями дочерних компаний.¹³ Аджит Джайн, которого сей-

¹³ Регулярные командировки стали основной причиной ухода Кори из Berkshire Hathaway. В 1987 году у него родился первый ребенок. Однажды, вернувшись домой из самой обычной двухнедельной поездки, Кори увидел, что за это время его дочь сильно выросла и изменилась. Его очень обеспокоил этот факт. На момент, когда я предложил ему стать моим партнером, он был готов к самым серьезным переменам.

час часто называют заместителем Баффета, однажды пригласил Кори на ужин после того, как тот посетил с рабочим визитом его офис в Нью-Йорке.

Кори даже удалось пообщаться с Баффетом, несколько раз кратко обсудив с ним деловые вопросы.¹⁴

Лично убедиться в высоких этических стандартах компании Berkshire Кори смог, когда увидел, что Баффет своим примером демонстрирует уважение и соблюдение внутренних правил Berkshire Hathaway. Когда Кори перешел работать в отдел внутреннего аудита, компьютеры можно было покупать в Интернете без уплаты налога с продаж. Но если подобная покупка совершалась в Berkshire Hathaway, то о ней следовало обязательно сообщить корпоративным бухгалтерам, чтобы они могли заполнить налоговые декларации. Баффет хотел, чтобы Небраска получала налоги с любых продаж. Он был непреклонен в отношении того, что Berkshire Hathaway должна оплачивать все обязательные налоги.

Незабываемый опыт Кори обязательно находил отражение в бюллетенях, издаваемых после его перехода на работу в Pecaat & Company в 1992 году. В те годы, когда он работал в Berkshire Hathaway уже без меня, я выпускал информационный бюллетень, основываясь исключительно на его заметках и комментариях. После написания мною каждого следующего информационного бюллетеня Кори тщательно редактировал предоставленный материал.¹⁵

Бегло стенографируя события, Кори и я уделяли внимание тому, что, по нашему мнению, являлось наиболее важным в деятельности и изречениях Баффета и Мангера. Многочисленные подробности, нашедшие отражение в заметках, позволяют выделять, обобщать и передавать бесценный жизненный опыт, состоящий из крупиц важных знаний.

Возвратившись домой с очередного собрания, мы всегда составляем краткое резюме мероприятия, включающее комментарии по каждой встрече с нашими клиентами. Основной материал книги почерпнут именно из таких рецензий.

Помимо высказываний Баффета и Мангера, мы часто используем то, что было недосказано, предполагалось или подразумевалось. Наш собственный опыт как оценочных инвесторов позволяет расширить

¹⁴ Поскольку Мангер лично руководил Wesco Financial в Калифорнии, Кори никогда не встречался с ним, за исключением случаев посещения ежегодных собраний акционеров.

¹⁵ В наших информационных бюллетенях повествование ведется от моего лица.

область понимания происходящего, выходя за рамки сухого, статически выверенного отчета о событиях.

Большая часть основных новостных репортажей о Баффете делается без глубокого понимания принципов устройства финансового мира.¹⁶ Изучив дальнейший материал, вы познакомитесь с нашим критическим взглядом на собрание акционеров.

Мы прослушали сотни часов выступлений и вычленили из них основные послы, избавив вас от необходимости кропотливого изучения архивных материалов.

Вскоре вы окунетесь в яркие события чрезвычайно увлекательного, информационно насыщенного, а иногда даже развлекательного шоу с участием Уоррена и Чарли, которое длится более 30 лет.

Это книга не о скучной и отдающей стариной “теории инвестиций”. Это тщательно отобранный сборник наиболее ценных советов и идей, озвученных Баффетом и Мангером, которыми они охотно делились со всеми нами в течение последних трех десятилетий. Вас ждут шокирующие признания, курьезные случаи и весьма хитроумные стратегии.

Приведенные далее информационные бюллетени прошиты тонкой нитью диалога с Уорреном Баффетом и Чарли Мангером, не прекращающегося несколько десятилетий. Вне всяких сомнений, наши труды будут по достоинству оценены практикующими инвесторами. (Не стоит обращать внимание не завистников Мангера и Баффета.) Как нам кажется, эти заметки (за исключением годовых отчетов) являются лучшей альтернативой личного присутствия на ежегодных собраниях акционеров Berkshire Hathaway, проводимых последние 30 лет. Если вы посещали эти собрания, то эта книга послужит хорошим напоминанием об их волнующих моментах. Она добавит красок и напомнит о событиях, которые успели исчезнуть из вашей памяти.

Книга имеет простую структуру. В ней последовательно описаны ежегодные собрания акционеров, проходившие в течение последних

¹⁶ Собрание 2015 года началось с того, что Баффет ввел присутствующих в курс дела. Впоследствии один из известных репортеров, не сильно разбирающийся в бухгалтерском учете, написал статью о его выступлении, в которой перепутал валовую прибыль одного из предприятий Berkshire Hathaway с его чистой прибылью. Не стоит даже говорить, что эти финансовые показатели очень сильно различаются. Этот случай показал важность своевременного ознакомления широких масс с терминологией и принципами ведения бухгалтерского учета.

30 лет (1986–2015),¹⁷ на которых вы встретитесь с Уорреном Баффетом и Чарли Мангером. Вам предстоит увидеть, как Баффет и Мангер реагировали на совершенные ошибки и боролись с трудностями, возникающими в постоянно изменяющемся мире.

Присоединившись к ним, вы сможете узнать, как происходил необычайно стремительный рост компании Berkshire Hathaway. Вы поймете, что полученный результат является следствием неординарных решений. В ваших руках находится труд, в котором детально проанализированы выступления и события на собраниях акционеров, которые скрупулезно стенографировались в течение последних 30 лет.

По общему признанию, в большинстве компаний собрания акционеров проходят достаточно официально и скучно. Но только не в Berkshire Hathaway!¹⁸ О стремительном росте компании и стратегиях, которые сделали его возможным, ходят настоящие легенды.

Как правильно изучать заметки

Эта книга не предназначена для начинающих инвесторов. В первую очередь она адресована хорошо информированным финансовым аналитикам, которые стремятся глубоко проникнуться образом мышления Уоррена Баффета и Чарли Мангера. Если вам не терпится побывать на их месте, познакомиться с выигрышными рыночными стратегиями и применить их в собственных инвестиционных проектах, то эта книга — для вас.

Не забывайте, что одним из важнейших качеств оценочного инвестора является душевное равновесие. Многие инвесторы необычайно долго переживают финансовые негативные события, поэтому их жизнь наполнена постоянным беспокойством и стрессами. Они все время опасаются в одночасье потерять все свои инвестиции. В противоположность им такие оценочные инвесторы, как Баффет и Мангер, весьма хладнокровно относятся к единожды принятым решениям, поскольку следуют простым вневременным принципам.

¹⁷ Как вы заметите, по мере увеличения продолжительности собраний вырос и объем описывающих их информационных бюллетеней. Чем больше было задано вопросов и дано ответов, тем большим количеством данных мы располагали для извлечения важной информации.

¹⁸ Знаете ли вы ежегодные собрания акционеров, которые посещает весь город, а сами они начинаются с просмотра фильма? На каком еще собрании акционеров можно посетить корпоративный торговый центр? Конечно, и у Berkshire Hathaway они были такими далеко не всегда.

Мы искренне надеемся, что к тому времени, когда вы закончите читать книгу, эти принципы прочно укоренятся в вашем сознании. Мы также надеемся, что ваши последующие инвестиционные решения будут правильными и глубоко продуманными, предоставляя серьезное конкурентное преимущество.

Книга не содержит рецептов с готовыми практическими рекомендациями. В ней рассматривается очень волнующий всех нас вопрос “Почему два крупнейших инвестора мира поступают так, а не иначе?” Ответ на него вы найдете на страницах книги. Поняв причины их поступков, вы сможете причислить себя к лучшим инвесторам мира. А научившись думать и вести себя, как они, особенно в стрессовых ситуациях, вы обязательно станете процветающим и богатым инвестором.

Из этой книги вы узнаете о том, как два известнейших инвестора преодолевали финансовые трудности по мере их возникновения. Вы увидите, как они реагировали на такие сложные события, как кризис суверенного долга, кризис ипотечного кредитования и ядерный терроризм. Вам предстоит познакомиться с предельно честным и подробным отчетом о допущенных ошибках и преодоленных трудностях. Вы сможете узнать, насколько убедительными были аргументы Баффета в пользу инвестиций в компании Coca-Cola и See’s Candies.

Вы также узнаете точку зрения Мангера по целому ряду вопросов: от тщетности выращивания кукурузы для производства биотоплива до ежегодного обсуждения портфельной теории — Мангер имеет свою точку зрения касательно всего в этом мире.

Эта книга вряд ли представляла бы ценность, если бы содержала информацию только за последние 5–10 лет, — это слишком короткий период для полноценного анализа. Именно поэтому в ней рассматриваются ежегодные события, разворачивающейся на протяжении трех десятилетий. Вам предоставляется шанс узнать о том, как Баффет и Мангер принимали ключевые для компании решения, придерживаясь нестандартных взглядов. Вы познакомитесь с многочисленными идеями, которые стоят за такими решениями, и увидите, что одни и те же вневременные принципы прекрасно работают в ситуациях с сильно различающимися обстоятельствами (появление Интернета, уход с рынка печатных изданий, рост и падения рынков и т.п.).

Читая книгу, вы будете задаваться вопросами “*Если Berkshire Hathaway уйдет с рынка, разве я не должен поступить так же? Если Berkshire Hathaway что-то покупает, то и мне нужно покупать это?*” Баффет и Мангер однозначны на этот счет — вы должны учиться у них и следовать их рекомен-

дациям, но не слепо копировать поступки. Основной принцип очень простой: копировать ходы Berkshire Hathaway стоит только в случае, если вы оказались в ее положении.

Компания Berkshire Hathaway владеет активами на полтриллиона долларов. Она совершает прямые покупки и сделки согласно собственной стратегии. Berkshire иногда покупает целые компании. Масштаб игры, в которую играют Баффет и Мангер, не под силу большинству других инвесторов. Поэтому вместо того, чтобы слепо копировать их поведение, постарайтесь понять, почему они принимали те или иные решения. И только после этого применяйте изученные принципы в собственных инвестиционных проектах.

На собраниях акционеров Баффет неоднократно утверждал, что наибольшие дивиденды приносят инвестиции в самого себя. Мы всю жизнь следуем его наставлениям и до сих пор успешны в своем деле, поэтому полностью разделяем озвученную им точку зрения.

Наши конспекты – это ценный источник знаний, который вы можете применить, моделируя собственные инвестиционные стратегии.

Прежде чем перейти к изучению книги, постарайтесь понять, что вам предстоит сделать лучшую из своих инвестиций – получить неоценимые знания в Университете Berkshire Hathaway.

Приглашаем вас незамедлительно перевернуть страницу и с головой углубиться в удивительный мир величайшей инвестиционной команды мира.

*С наилучшими пожеланиями,
Даниэл С. Пеко
Pecaut & Company, апрель 2016 г.*