

СОДЕРЖАНИЕ

Предисловие к русскому изданию книги.....	9
Введение.....	11
ЧАСТЬ I	17
Глава 1 Ознакомительный экскурс.....	19
Глава 2 Сложные проценты.....	35
Глава 3 Стратегия индексирования: великий смысл пассивности.....	49
Глава 4 Оценка: пассивность против активности.....	61
Глава 5 Товарищество: простая структура.....	75
ЧАСТЬ II	91
Глава 6 Недооцененные акции.....	93
Глава 7 Событийные акции.....	131
Глава 8 Контролирующие акции.....	147
Глава 9 Погружение в Dempster: игра на конверсии активов.....	175

ЧАСТЬ III	201
Глава 10 Консервативный подход против общепринятого.....	203
Глава 11 Налогообложение.....	223
Глава 12 Размер и результативность.....	237
Глава 13 Быстро растущие или не растущие	249
Глава 14 Премудрости прощания.....	293
Эпилог К более высокой форме	325
Благодарности	331
Приложение А.....	333
Приложение В.....	335
Приложение С.....	337
Приложение D.....	339
Приложение E.....	343
Примечания.....	365

Выдержки из писем Уоррена Баффетта партнерам
приводятся с его разрешения.

*В остальном же г-н Баффетт не имеет к этой
книге никакого отношения. Иначе говоря, если все
изложенные здесь мудрые мысли принадлежат ему,
то все ошибки мои.*

Чтобы не перегружать текст, пропуски в выдержках
обозначаются не всегда¹.

ВВЕДЕНИЕ

Если бы у меня в управлении был \$1 млн или даже \$10 млн, то я вложил бы все до цента. Самая высокая доходность, которую я когда-либо получал, была в 1950-х гг. Я переигрывал Dow. Не верите — посмотрите на цифры. Но в те времена я инвестировал какую-то мелочь. Отсутствие больших денег — огромное структурное преимущество. Я думаю, что мог получить 50% в год на \$1 млн. Нет, я знаю, что мог. Я гарантирую это¹.

УОРРЕН БАФФЕТТ, BUSINESSWEEK, 1999 г.

В 1956 г. Уоррен Баффетт работал в Нью-Йорке вместе со своим наставником, отцом стоимостного инвестирования Бенджамином Грэмом. Когда Грэм решил отойти от дел, он предложил лучшему ученику долю в своем товариществе Graham — Newman, однако 25-летний Баффетт предпочел вернуться домой. Вскоре после этого на деньги четырех родственников Баффетта и трех его друзей было учреждено новое инвестиционное товарищество Buffett Associates, Ltd. Прежде чем принять от будущих партнеров чеки, Баффетт пригласил их на ужин в Omaha Club. За ужин каждый рассчитывался сам².

За ужином Баффетт раздал всем по экземпляру официального соглашения об учреждении товарищества на нескольких страницах и заверил, что о его содержании можно особо не беспокоиться, никаких сюрпризов в нем нет. Целью собрания было обсуждение того, что он считал намного более важным, — «Основных правил». Баффетт отпечатал под копирку этот короткий список заповедей

и один за другим зачитал его пункты. Он настаивал на полной свободе действий. Он не стал распространяться о том, чем товарищество будет фактически заниматься, и почти ничего не сказал о своей реальной доле. Он просто сказал: «Эти основные правила — моя философия. Если вы согласны со мной, тогда вперед. Если нет, я пойму»³.

Основные правила

1. Партнеры не получают никаких гарантий относительно доходности. Партнеры, которые изымают по полпроцента в месяц, получают только то, что изъяли. Если мы зарабатываем более 6% годовых в течение нескольких лет, то изъятия покрываются из прибыли, и основной капитал увеличивается. Если мы не зарабатываем 6%, то месячные выплаты считаются частично или полностью возвратом капитала.
2. В году, следующем за годом, в котором мы не достигаем доходности как минимум 6%, поступления партнерам, получающим ежемесячные выплаты, уменьшаются.
3. Когда мы говорим о годовых прибылях или убытках, речь идет о рыночной стоимости; иными словами, о стоимости наших активов, оцененных по рынку на конец года, по сравнению с их стоимостью на начало года. Этот показатель может сильно отличаться от реализованного результата в целях налогообложения в данном году.
4. Показателем того, насколько хорошо или плохо мы работаем, является не плюс или минус, полученный за год. Оценка производится относительно общей результативности ценных бумаг, представленных индексом Dow Jones Industrial Average, результатов ведущих инвестиционных компаний и т. п. Если результаты нашей деятельности лучше этих ориентиров, то год считается хорошим независимо от того, в плюсе мы или в минусе. Если наш результат будет хуже, то пусть нас закидают помидорами.

5. Хотя, с моей точки зрения, судить о работе лучше всего по пятилетнему периоду, три года — это абсолютный минимум для оценки результативности. В некоторые годы, без сомнения, результативность товарищества будет хуже, возможно значительно хуже, результативности Dow. Если в каком-либо трехлетнем или более длительном периоде результаты будут плохими, то всем нам надо искать другое место для вложения денег. Исключением из этого правила являются три года, приходящиеся на спекулятивный бум на бычьем рынке.
6. Я не занимаюсь предсказанием поведения фондового рынка или колебаний конъюнктуры. Если вы считаете, что я могу делать это, или полагаете, что это принципиально важно для инвестиционной программы, то вам лучше не вступать в товарищество.
7. Я не могу обещать партнерам конкретные результаты. Я могу обещать и обещаю следующее:
 - a. Наши инвестиции будут отбираться на основе стоимости, а не популярности;
 - b. Мы будем стараться свести риск безвозвратной потери капитала (не убыток от кратковременного падения цен) к абсолютному минимуму через создание широкой маржи безопасности по каждому обязательству и диверсификацию обязательств; и
 - c. Мы с женой и детьми вкладываем практически весь наш чистый капитал в товарищество⁴.

Все приглашенные в тот вечер в Omaha Club подписали соглашение, и Баффетт принял их чеки. Прием каждого нового партнера с тех пор начинался с изучения «Основных правил», а все партнеры ежегодно получали экземпляр обновленных правил.

На протяжении многих лет после этого Баффетт регулярно посылал этой небольшой, но постоянно растущей группе единомышленников письма с информацией о своих финансовых результатах и деталях деятельности. Он использовал письма для обучения партнеров и разъяснения концепций, подкрепляющих «Основные правила», представления своих ожиданий в отношении будущих результатов и описания

рыночной ситуации. Поначалу такие письма были ежегодными, а когда партнеры поняли, что «год — это слишком большой перерыв между тостами», Баффетт стал рассылать их не реже раза в полгода.

«Письма партнерам» стали своего рода летописью его представлений, подходов и размышлений в период, предшествовавший приобретению более широко известной публике компании Berkshire Hathaway. Это был период невероятного успеха, даже если сравнивать его с результатами Berkshire. Хотя Баффетт исходил из того, что не каждый год будет хорошим, на его взгляд, в большинстве 3–5-летних периодов вполне можно превзойти индекс Dow на 10%. На этот показатель он и нацелился.

Его результат оказался намного лучше. Он стабильно переигрывал рынок, и ни один год у него не был убыточным. В целом в том периоде он увеличивал капитал партнеров почти на 24% в год после вычета вознаграждения. Именно на этот начальный период приходится многие годы его карьеры, в которых были получены наилучшие результаты.

Идеи, содержащиеся в комментариях Баффетта, представляют собой неподвластное времени руководство для инвесторов всех типов, от новичков и любителей до искушенных профессионалов. Они составляют единый и высокоэффективный набор принципов и методов без тех новомодных и технических штучек, которые так характерны для сегодняшнего рынка. Хотя письма и содержат сложный анализ определенного рода, который должен привлекать опытных профессионалов, они фактически являются вводным курсом по инвестированию — описанием базового, основанного на здравом смысле подхода, понятного каждому.

В этой книге впервые представлена полная подборка писем партнерам, где описываются такие базовые принципы Баффетта, как стратегия диверсификации против тенденции, почти религиозное почитание сложного процента и процесс консервативного (в противовес традиционному) принятия решений. В них также излагаются методы инвестирования в «недооцененные акции», «событийные акции» и «контролирующие акции», три принципиальных «метода управления», которые превратились со временем в интересные и важные подходы.

Эти письма имеют огромную ценность, поскольку они дают представление об образе мышления успешного молодого инвестора, работавшего поначалу с очень скромными суммами, — образе мышления, который можно перенять и использовать, если вы хотите добиться долгосрочного успеха на рынке. Они служат весомым аргументом в пользу долгосрочной стоимостной стратегии, такой, которая особенно ценна в наши нестабильные времена, когда трудно устоять перед спекулятивным, краткосрочным подходом с массивным использованием заемных средств. Через них красной нитью проходят незыблемые принципы консерватизма и дисциплины — основа успеха Баффетта.

Если бы молодой Баффетт создавал свое товарищество в наши дни, его результаты, без сомнения, были бы такими же выдающимися. Как вы видели, в интервью журналу *Businessweek* он фактически «гарантирует», что может обеспечить годовую доходность 50% для нескольких миллионов долларов и сегодня. Такой высокий уровень доходности (для небольшой суммы) реален сейчас точно так же, как много лет назад, поскольку неэффективность рынка нигде не делается, особенно в отношении небольших, не очень заметных компаний, ну и, конечно же, поскольку он блистательный инвестор. Так или иначе, пока у акций короткая память, пока их цена зависит от страха и жадности, возможности для получения огромной доходности будут у всех инициативных инвесторов, которые смогут настроиться нужным образом.

Как и во все остальные времена, в наши дни многим не хватает силы воли для соблюдения дисциплины, необходимой для стоимостного инвестирования. Раз за разом Баффетт подчеркивает неизменность своих принципов. Это подход, в котором сознательная установка преобладает в поведении. Сохранение верности выбранному принципу, не отвлекаясь на тренды, — одна из труднейших задач даже для самых опытных инвесторов. Всем нам не грех поучиться у Баффетта тому, как надо совладать со своими эмоциями при инвестировании.

Главы этой книги посвящаются отдельно взятым идеям или темам из писем и имеют единый формат — все они начинаются с краткого вступления, дающего представление о предыстории.

Я надеюсь, что это в достаточной мере очертит исторический контекст и позволит более правильно оценить актуальность излагаемых идей для нашего времени.

Все критически важные выдержки из писем по каждой теме приводятся полностью. Это не только дает возможность приобщиться к собственноручным «сочинениям» Баффетта, но и превращает книгу в полезный справочник по его работам того периода. Объединение всех комментариев по определенной теме в отдельной главе нередко оказывается очень информативным. Мы можем увидеть, как постепенно вырисовываются модели поведения, когда Баффетт возвращается к определенным идеям и описывает развитие своих представлений. Такое намного труднее заметить, если читать письма в хронологическом порядке.

Баффетт никогда не публиковал учебник по инвестированию, по крайней мере учебник в традиционном смысле. Все, что мы имеем, помимо написанных им статей и конспектов его выступлений, это письма. Фактически они представляют собой курс заочного обучения, который начался в 1957 г. и продолжается до сего дня. Письма партнерам — первый раздел этого курса, и я с удовольствием излагаю его для вас. Надеюсь, вы получите от их чтения такое же удовольствие, как и я, когда формировал эту подборку.

Я очень признателен г-ну Баффетту за оказанное мне доверие и за разрешение использовать его письма в моей книге и хочу подчеркнуть еще раз, что его участие в данном проекте на этом заканчивается. Я стремился представить его материалы так, чтобы сделать его мудрость доступной в равной мере и для начинающих инвесторов, и для искушенных профессионалов.

Часть I

ГЛАВА 1

ОЗНАКОМИТЕЛЬНЫЙ ЭКСКУРС

Наличие биржевой цены вашей доли в компании (акций) всегда следует рассматривать как ценную информацию и использовать в подходящие моменты. Когда она отклоняется в любом направлении достаточно сильно, извлекайте из этого выгоду¹.

12 ИЮЛЯ 1966 г.

Представьте, что вы в Омахе, штат Небраска: на дворе ранний вечер осени 1956 г. Элвис только что дебютировал в «Шоу Эда Салливана», а кресло хозяина Белого дома занимает Эйзенхауэр. Сегодня вы и два десятка других взрослых слушателей собрались в аудитории Небрасского университета в Омахе на первую лекцию курса под названием «Принципы инвестирования». Вашим лектором будет некто двадцати с небольшим лет по имени Уоррен Баффетт. По чистой случайности вашей соседкой оказывается родная тетка Баффетта, Алиса, одна из семи первоначальных инвесторов его первого товарищества.

Я стремился сделать эту книгу своего рода продолжением того давнего курса, опираясь на наставления и разъяснения из писем партнерам, которые были написаны как раз в то время. Она представляет собой руководство с разъяснениями по основам разумного инвестирования, составленное с использованием ключевых

положений почти четырех десятков писем. Все они относятся к периоду, предшествовавшему приобретению Berkshire, т. е. к 1956–1970 гг., когда капитал Баффетта был довольно скромным, а его возможности — неограниченными. В то время, особенно в самом начале существования товарищества, он больше всего походил на нас с вами в том смысле, что у него была возможность вкладывать средства практически во что угодно — ни одна компания тогда не казалась ему слишком маленькой, чтобы заинтересоваться ею.

В конце 1950-х гг. и в 1960-е гг. днем Баффетт занимался инвестированием, по вечерам действительно читал лекции, а его тетя Алиса в числе других потенциальных партнеров реально ходила на его занятия. Чтобы преодолеть чувство скованности во время публичных выступлений, Баффетт прослушал курс эффективной коммуникации Дейла Карнеги, а потом стал преподавать для поддержания уровня своего мастерства. Впрочем, к преподавательской деятельности Баффетта подтолкнуло не только это, но и пример его учителя, Бена Грэма, который помимо управления инвестиционной компанией Graham — Newman рассылал информационные письма своим инвесторам и читал курс по анализу ценных бумаг в Школе бизнеса Колумбийского университета.

Основопологающие принципы Бенджамина Грэма

Вряд ли можно придумать лучшее начало для книги по основам разумного инвестирования, чем описание концептуального фундамента общих взглядов Баффетта, который разделяют все последователи Грэма: рынок не только может, но и действительно периодически становится полностью невменяемым и иррациональным на *короткое время*, однако в *долгосрочной перспективе* он оценивает ценные бумаги в соответствии с их базовой внутренней стоимостью.

Баффетт проповедует эту в какой-то мере парадоксальную идею своего учителя во всех без исключения письмах, поскольку именно она определяет, к чему мы реально должны стремиться как инвесторы: к неизменно здравому, рациональному анализу

конъюнктуры на основе логики и четких критериев, который обеспечивает отбор ценных бумаг с наивысшей потенциальной доходностью и с наименьшим риском. Это долгосрочный инвестиционный подход, и он очень сильно отличается от попыток играть на догадках о том, что другие инвесторы сделают или не сделают, или на предположениях относительно краткосрочных изменений таких макропеременных, как цены на нефть или процентные ставки. Инвесторы, в соответствии с нашим определением этого термина, покупают компании; спекулянты — «играют» на рынках.

Инвесторы учатся воспринимать краткосрочные движения цен акций как случайные колебания и считать, что их по большей части можно игнорировать. А раз они случайны, то бесполезно пытаться систематически предсказывать их. Просто это не наша игра.

В долгосрочной перспективе, однако, рынки оценивают все правильно и в конечном счете учитывают экономические успехи компании в цене ее акций. Зная это, инвесторы фокусируются на обстоятельном долгосрочном анализе бизнеса и консервативных оценках — именно это, на наш взгляд, приносит со временем результаты, превышающие средний уровень.

Этот основополагающий принцип связан непосредственно с Беном Грэмом, учителем Баффетта, его бывшим работодателем, полубогом и человеком, который практически положил начало анализу ценных бумаг. Бен Грэм, которого называют «деканом Уолл-стрит», был революционером, он первым превратил то, что до него считалось «тайным искусством», в реальную профессию. Идеи Грэма сразу захватили Баффетта, причем настолько, что он даже своего сына, который стал следующим неисполнительным председателем совета директоров Berkshire Hathaway, назвал Говардом Грэмом. Для понимания инвестиционных принципов Баффетта, которые остаются неизменными во все времена, с момента создания товарищества до наших дней, необходимо твердо усвоить ряд основополагающих идей Грэма. Вот как все начиналось.

Баффетт окончил Небрасский университет в Линкольне на год раньше срока в 1950 г., когда ему было 19 лет. Затем он попытался поступить в Гарвардскую школу бизнеса, но ему отказали и посоветовали попробовать еще раз через несколько лет. Провал

в Гарварде был, пожалуй, самой большой удачей в его жизни. Он начал подыскивать альтернативы и наткнулся на каталог Колумбийского университета. Из него Баффетт узнал, что автор его любимой книги «Разумный инвестор»* не только жив-здоров, но и преподает там. Баффетт, не раздумывая, подал заявление о приеме. Через несколько недель (заявление было подано в августе) его зачислили в Колумбийский университет, и очень скоро он стал лучшим студентом среди слушателей Грэма. Можно только догадываться об интенсивности интеллектуального обмена между этими двумя людьми. Грэм закладывал фундамент знаний Баффетта, а Баффетт — единственный студент, учившийся на пять с плюсом, — впитывал как губка все, что излагал Грэм².

После окончания курса Баффетту, казалось бы, сам бог велел идти в инвестиционную компанию Грэма, однако, как он впоследствии отшучивался, ему отказали из-за «слишком высоких запросов», несмотря на обещание работать за троих³. Подлинная причина отказа в приеме заключалась скорее всего в том, что Graham — Newman была одной из тех немногочисленных инвестиционных компаний, которые принадлежали евреям. Если Баффетт мог найти хорошую работу в любом другом месте, то высококвалифицированным евреям в случае отказа в Graham — Newman дорога куда-либо еще была закрыта⁴.

Расстроенный, он вернулся в Омаху и стал помогать своему отцу в его брокерской фирме, но желание работать вместе с Грэмом не оставляло его. На протяжении трех лет Баффетт регулярно писал Грэму письма и делился своими инвестиционными идеями, пока, наконец, в 1954 г. учитель не смиловился и не пригласил его к себе в Нью-Йорк⁵. Впрочем, в Graham — Newman Баффетт проработал недолго — через год после его приема в компанию Грэм решил отойти от дел.

И опять, теперь уже в 25-летнем возрасте, Баффетт вернулся в Омаху, однако на этот раз он не стал заниматься брокерским делом со своим отцом. Вопреки рекомендациям и Грэма, и отца он учредил собственное инвестиционное товарищество. Оно было

* Грэм Б. Разумный инвестор: Полное руководство по стоимостному инвестированию. — М.: Альпина Паблишер, 2017.

именно таким, каким его сделал бы сам Грэм, и управлялось почти в полном соответствии с принципами Грэма. Грэм и Баффетт поддерживали очень тесную связь до тех пор, пока Грэм не ушел из жизни в 1976 г.

Господин РЫНОК

Самое точное представление о том, как именно функционирует механизм краткосрочной неэффективности рынка, дает концепция «г-на Рынка», принадлежащая Грэму. В соответствии с ней рынок ценных бумаг похож на неуравновешенного, страдающего маниакально-депрессивным психозом человека, который постоянно предлагает вам то продать, то купить его акции. Поведение этого человека бывает сумасбродным и иррациональным, и его трудно предсказать. Иногда он впадает в эйфорию и очень высоко оценивает свои перспективы. В таком состоянии он предлагает вам свои акции по наивысшим ценам. А в моменты депрессии его самооценка резко падает, и тогда он запрашивает за те же самые акции намного меньше и отдает их по низкой цене. Нередко он пребывает в нейтральном состоянии. Хотя никогда не знаешь, в каком состоянии найдешь его, можно не сомневаться в том, что, имели вы с ним дело сегодня или нет, завтра г-н Рынок предложит новые цены.

Глядя на рынок сквозь призму аллегории Грэма, понимаешь, почему биржевая цена в любой отдельно взятый день не дает правильного представления о базовой внутренней стоимости ценной бумаги. Мы должны определять ее независимо и действовать только тогда, когда настроение г-на Рынка нам на руку. Именно в этом пытается убедить нас Баффетт, когда говорит, что «биржевые цены никогда не должны превращаться в нечто обязывающее, заставляющее формировать наши суждения на основе их периодических колебаний»⁶. Если вы полагаетесь на биржевую цену при оценке компании, то вы рискуете упустить возможность купить, когда г-н Рынок пребывает в депрессии, и продать, когда он впадает в эйфорию. Нельзя допускать, чтобы рынок думал за вас. Инвесторы должны сами делать свою работу.

Когда вы покупаете акцию, вы покупаете компанию

Под «работой», конечно, понимается оценка стоимости компании. Если в краткосрочной перспективе цены могут зависеть от настроения г-на Рынка, то в долгосрочной перспективе акции примерно следуют за базовой внутренней стоимостью компании. Или, выражаясь словами Грэма, «в краткосрочной перспективе рынок похож на машину для голосования, но в долгосрочной перспективе он больше напоминает автоматические весы». Это так, поскольку акция, по определению, является долей собственности в компании. Если мы оцениваем компанию, то мы оцениваем и акцию.

С математической достоверностью акции, в целом и на протяжении срока существования компании, должны приносить доход в строгом соответствии с результатами деятельности этой компании. Действительно, одни держатели акций получают более высокие результаты, чем другие, в определенных периодах в зависимости от времени покупки и продажи, однако в целом и в конечном итоге результаты всех ловких или удачливых счастливицков доллар в доллар совпадают с результатами тех, кто бесхитростен или не так удачлив. Таким образом, инвесторы, умеющие на основе глубокого анализа предвидеть долгосрочную будущую доходность компании, скорее всего получают ее, купив акции этой компании, если, конечно, не переплатят за них.

Именно поэтому инвесторы играют вдолгую. Баффетт учит нас концентрироваться на компании, а не на краткосрочном выборе момента, когда обоснованные инвестиции скорее всего оправдаются. Как пишет Баффетт, «от направления движения фондового рынка зависит, в значительной степени, когда мы будем правы, а от точности нашего анализа компании — будем ли мы правы вообще. Иными словами, нам нужно концентрироваться на том, что должно произойти, а не когда это должно произойти»⁷.

Эта мысль постоянно подчеркивается в его письмах, поэтому я еще раз повторяю, акции — не просто листочки бумаги, которые мы покупаем и продаем, это доли в компании, которые по многим аспектам можно анализировать и оценивать. Если рыночная

стоимость компании (акций) падает ниже внутренней стоимости на достаточно продолжительное время, то рыночные силы будут стремиться устранить недооценку, поскольку в долгосрочной перспективе рынок эффективен.

«Когда» — это неправильный вопрос по той причине, что ответ зависит от г-на Рынка, который очень ненадежен. Крайне трудно представить в момент покупки, что нужно ему для осознания той стоимости, которая может быть очевидной для вас. Так или иначе, компании нередко выкупают собственные акции, когда считают их дешевыми. Крупные компании и фонды прямых инвестиций зачастую ищут возможности для полного приобретения недооцененных компаний. Участники рынка прекрасно знают об этом, охотятся за дешевыми акциями, покупают их и, таким образом, помогают устранить несоответствие. Баффетт учит инвесторов верить в то, что рынок в конечном итоге даст правильную оценку. Он призывает фокусировать внимание на поиске подходящих компаний по подходящим ценам и в основном отказаться от поиска наиболее удачного момента для покупки или продажи.

Попытки угадать движения рынка

Другая мысль, которую подчеркивает Баффетт, заключается в том, что зависящие от настроения рынка колебания могут быть случайными и, *по определению*, непредсказуемыми. Попытки предвидеть, что произойдет в краткосрочной перспективе, просто бесполезны, поэтому информация о макропеременных (общая картина фондового рынка, процентные ставки, курсы валют, биржевые товары, ВВП) никак не влияет на его инвестиционные решения. Неодобрительное отношение к тем, кто строит свои решения о покупке или продаже акций на краткосрочных предсказаниях, явно просматривается во всех его письмах. Он очень любит цитировать Грэма: «Спекуляция противозаконна, аморальна и не идет на пользу здоровью (финансовому)»⁸.

Баффетт не отступает от этой идеи до настоящего дня. В рыночной игре просто слишком много неизвестных. Тем не менее

множество профессионалов с Уолл-стрит продолжают заниматься такими предсказаниями. Найти этих больших знатоков рынка не сложно, надо лишь включить телевизор. Все они, похоже, следуют ироническому совету лорда Кейнса: «Если вы не можете составлять хорошие прогнозы, то сделайте их частыми».

Как инвесторы мы понимаем, что правильный ответ на вопрос о том, куда будут двигаться акции, облигации, процентные ставки, биржевые товары и т. д. на следующий день, месяц, квартал, год и даже несколько лет, должен выглядеть так: «Я не имею об этом ни малейшего представления». Баффетт учит нас не поддаваться сладкоголосому пению этих «экспертов» и не перелопачивать портфели без дела, не перепрыгивать от одной догадки к другой и не позволять тому, что в противном случае было бы приличным результатом, улетучиваться в результате налогов, комиссионных и чистой случайности. По мнению Баффетта, прогнозы часто говорят больше о личности предсказателя, а не о будущем.

Одна из рекомендаций совершенно естественна: позвольте себе мыслить в ключе «Я не имею об этом ни малейшего представления». Это избавит вас от бесполезной траты ценного времени и сил и позволит сконцентрироваться на подходе с позиции фактического или потенциального владельца компании, которую вы можете понять и счесть привлекательной. Разве кто продает ферму только на том основании, что Федеральная резервная система может с вероятностью не менее 65% повысить процентные ставки в следующем году?

Также скептически относитесь к любому, кто заявляет, что ясно видит будущее. Здесь опять следует помнить, что нельзя поручать кому-то на стороне процесс анализа — вы должны делать его сами. Консультанты, которым вы платите, сознательно или неосознанно делают лишь одно — толкают вас в выгодном для *них* направлении. Это заложено в природе человека. Потрясающий успех Баффетта в годы существования товарищества, да и впоследствии тоже, в небольшой мере связан с тем, что он никогда не претендовал на знание чего-то либо непостижимого в принципе, либо пока неизвестного. Он предлагает инвесторам принять аналогичный агностический подход и думать самостоятельно.

Неизбежные падения

К числу неизвестных относится и момент начала сильного падения рынка. Это еще один ключевой принцип, который Баффетт вынес из идей Грэма и концепции г-на Рынка. Рынок действительно время от времени впадает в глубокую депрессию, и, как правило, мало что помогает избежать последствий этих падений. Баффетт напоминает инвесторам, что в такие периоды даже портфели предельно дешевых акций обычно падают вместе со всеми. Он подчеркивает, что это неотъемлемый аспект владения ценными бумагами, и если вам трудно пережить 50%-ное снижение стоимости своего портфеля, то нужно просто сократить присутствие на рынке.

Можно утешить себя тем, что случайные падения рынка мало затрагивают долгосрочных инвесторов. Подготовка к следующему падению является важным элементом предлагаемого Баффеттом метода. Хотя никто не знает, как будет меняться поведение рынка год от года, высока вероятность того, что мы окажемся свидетелями как минимум нескольких 20–30%-ных падений в течение следующих одного-двух десятилетий. Когда именно они произойдут, не так уж и важно. Что имеет значение, так это где вы начинаете и где заканчиваете — как ни перетасовывайте порядок прибыльных и убыточных лет, конечный результат всегда будет одним и тем же. Поскольку в целом рынок растет, если вы не испугаетесь и не распродадите все по низким ценам при 25–40%-ном падении, то результат от портфеля акций будет довольно хорошим в долгосрочной перспективе. Рыночные взлеты и падения неизбежны, не обращайтесь на них внимания, пусть они приходят и уходят.

К сожалению, тот, кто не усвоил этой философии, нередко становится жертвой собственных эмоций и продает из страха, когда рынок уже упал. По данным одного из исследований, проведенных инвестиционной компанией Fidelity, наилучшие результаты демонстрируют счета ее клиентов, которые в буквальном смысле забыли о своих портфелях⁹. Хотя большинство инвесторов продавали, когда рыночная перспектива становилась тревожной или даже просто безрадостной, клиенты, не обращавшие внимания на рыночные распродажи (или вообще забывшие о вложениях), очень заметно

выигрывали. Это превосходный пример: чтобы стать успешным инвестором, вам нужно отделить эмоциональную реакцию на падение от рационального подхода к оценке долгосрочной стоимости компании. Никогда не позволяйте биржевым ценам превратиться из полезного актива в нечто обязывающее.

Грэм так описывает это в «Разумном инвесторе»:

«Настоящий инвестор крайне редко продает акции по принуждению и обычно не обращает внимания на текущие цены. Он должен реагировать на них и действовать в соответствии с ними только в той мере, в какой это отвечает его планам в отношении принадлежащего ему пакета акций, и не более. Инвестор, который поддается паническому страху или чрезмерно беспокоится по поводу случайных падений рыночной стоимости вложений, превращает свое базовое преимущество в базовый недостаток. Для такого человека было бы лучше, если бы его акции вообще не имели рыночной цены. Тогда бы он мог избежать моральных страданий, связанных с ошибочными суждениями других людей»¹⁰.

Из писем партнерам: спекуляция, попытки угадать движения рынка и падения

18 ЯНВАРЯ 1965 г.

...моя собственная инвестиционная философия исходит из того, что прогнозы говорят больше о слабостях предсказателя, чем о будущем.

12 ИЮЛЯ 1966 г.

Я не занимаюсь предсказанием поведения фондового рынка или колебаний конъюнктуры. Если вы считаете, что я могу делать это, или полагаете, что это принципиально важно

для инвестиционной программы, то вам лучше не вступать в товарищество.

Конечно, это правило можно раскритиковать, как нечеткое, сложное, неоднозначное, туманное и т.п. Так или иначе, я считаю, что большинство партнеров хорошо понимают, о чем идет речь. Мы не покупаем и не продаем акции на основании того, что другие люди думают о предстоящем движении фондового рынка (у меня нет никаких предположений относительно этого), мы исходим из того, как, на наш взгляд, будет вести себя компания. От направления движения фондового рынка зависит, в значительной степени, когда мы будем правы, а от точности нашего анализа компании — будем ли мы правы вообще. Иными словами, нам нужно концентрироваться на том, что должно произойти, а не когда это должно произойти.

В отношении нашей компании, управляющей универсальными магазинами, я могу со значительной уверенностью утверждать, что декабрь будет лучше июля. (Обратите внимание на то, каким опытным я стал в сфере розничной торговли.) Что действительно имеет значение, так это, будет ли нынешний декабрь лучше прошлогоднего больше, чем у наших конкурентов, и какой мы закладываем фундамент для декабрьских результатов в последующие годы. Вместе с тем в отношении нашего товарищества я не могу не только сказать, будет ли декабрь лучше июля, но и обещать, что декабрь не принесет нам очень крупного убытка. Такое иногда случается. Наши инвестиции просто не знают, что Земле для совершения полного оборота вокруг Солнца требуется 365 дней. Хуже того, им ничего не известно о том, что в зависимости от вашего астрономического положения (и от положения Службы внутренних доходов*) я должен отчитываться перед вами после завершения каждого оборота (Земли, а не нас). Как результат, для измерения прогресса нам нужен какой-то другой ориентир вместо

* Налоговое ведомство США. — *Прим. пер.*

календарного года. Таким очевидным ориентиром является общее движение акций, измеренное индексом Dow. Все видят, что этот конкурент демонстрирует приличные результаты уже много лет (Рождество наступит, даже если оно будет в июле), и, если мы хотим переиграть этого конкурента, нам нужно добиться чего-то лучшего, чем «просто приличное». Это похоже на розничного продавца, который оценивает маржу своих прибылей относительно показателей розничной сети Sears, превосходит их каждый год, а вы понимаете, как он это делает.

Я включаю сюда настоящий раздел об «угадывании направления движения рынка» только потому, что после падения Dow с февральского пика на уровне 995 до 865 в мае мне стали звонить некоторые партнеры и высказывать предположения о еще более сильном падении акций. Подобные высказывания всегда вызывают у меня два вопроса: (1) если они знали в феврале о том, что Dow снизится до 865 в мае, то почему ничего не сказали мне об этом тогда; и (2) если они не знали в феврале, что произойдет в следующие три месяца, то откуда им известно это в мае? Кроме того, после каждого падения индекса на сотню пунктов обязательно находится пара советчиков, предлагающих нам все продать и подождать, пока будущее не прояснится. Позвольте мне опять подчеркнуть два момента: (1) для меня будущее всегда неизвестно (обязательно позвоните, когда вы будете знать, что произойдет в следующие несколько месяцев или хотя бы в следующие несколько часов); и (2) почему-то никто не звонит, когда рынок поднимается на сотню пунктов, и не жалуется на неясность ситуации, хотя даже прошлый февраль не кажется ясным в ретроспективе.

Если мы начнем принимать на основе догадок или эмоций решения о том, покупать или не покупать акции компании, в которой хотим иметь долгосрочный интерес, то ни к чему хорошему это не приведет. Мы не продаем свои доли в компаниях (акции), когда цена становится привлекательной, просто потому, что, по мнению некоего астролога, они могут

упасть, даже если такие прогнозы и оказываются правильными на каких-то отрезках времени. Аналогичным образом мы не покупаем правильно оцененные ценные бумаги только из-за того, что «эксперты» предсказывают их рост. Разве кто-нибудь покупает или продает частную компанию на основе чьих-то догадок относительно фондового рынка? Наличие биржевой цены вашей доли в компании (акций) всегда следует рассматривать как ценную информацию и использовать в подходящие моменты. Когда она отклоняется в любом направлении достаточно сильно, извлекайте из этого выгоду. Биржевые цены никогда не должны превращаться в нечто обязывающее, заставляющее формировать наши суждения на основе их периодических колебаний. Лучшее всего эта идея сформулирована в главе 2 («Инвестор и колебания фондового рынка»¹¹) книги Бенджамина Грэма «Разумный инвестор». На мой взгляд, эта глава имеет большее значение для инвестирования, чем все остальное, когда-либо написанное.

24 ЯНВАРЯ 1968 г.

Мой учитель Бен Грэм не уставал повторять: «Спекуляция противозаконна, аморальна и не идет на пользу здоровью (финансовому)». В течение прошедшего года была возможность нагулять жиру, стоило лишь перейти на диету из спекулятивных леденцов. Мы же по-прежнему сидим на овсянке, но, если у всех остальных может случиться расстройство желудка, то нам это не грозит.

24 ЯНВАРЯ 1962 г.

Можно не сомневаться в том, что в следующем десятилетии выдадутся несколько лет, когда рынок в целом будет демонстрировать 20–25%-ный рост, несколько лет, когда он

уйдет в минус или останется на месте, а остальное время он будет находиться в промежуточном состоянии. У меня нет ни малейшего представления о том, в каком порядке все это будет происходить, кроме того, я считаю, что это не так уж и важно для долгосрочного инвестора.

18 ЯНВАРЯ 1965 г.

Если 20–30%-ное падение рыночной стоимости ваших акций (например, в компании BPL) невыносимо вас в эмоциональном или финансовом отношении, то вам следует просто отказаться от инвестирования в инструменты, подобные обыкновенным акциям. Как выразился Гарри Трумэн, «если вы не выносите жары, уйдите с кухни». Конечно, желательно обдумать эту проблему до того, как вы придете на «кухню».

Квинтэссенция

Комментарии Баффетта и концепция г-на Рынка Бена Грэма позволяют нам усвоить проповедуемые ими принципы и положить их в основу представлений о работе рынков и правил поведения на них. Теперь, как настоящие инвесторы, мы понимаем, что краткосрочные колебания цен на ценные бумаги нередко связаны с неустойчивостью рыночной психологии, а результаты многолетних инвестиций определяются фундаментальными результатами компаний, акции которых мы держим, и ценами, которые мы за них уплатили. Рыночные падения неизбежны, и, поскольку предсказать их невозможно, мы смотрим на них как на плату за вход в сообщество инвесторов.

Падения не очень беспокоят нас — мы смотрим на биржевые цены как на полезную вещь, которой надо пользоваться, и становимся покупателями, когда другие бегут от страха. Это создает

основу для психологической устойчивости в периоды падений на рынке и удерживает от распродажи по низким ценам.

Даже те инвесторы, которые живут очень скромно и вкладывают средства в широкий рынок, не занимаясь выбором акций или оценкой компаний, будут получать результат значительно выше среднего, если у них достаточно эмоциональной стойкости, чтобы следовать этим принципам. Фактически инвесторам, способным соблюдать их на протяжении всего инвестиционного периода, нужно очень постараться, чтобы *не* разбогатеть. В значительной мере такой результат объясняется начислением сложных процентов, которые мы рассмотрим в следующей главе.