

И ДРУГИЕ ФАКТОРЫ УСПЕХА

8.1. Alter ego

Феноменальный результат Баффетта объясняется, среди прочего, и тем, что за свою инвестиционную карьеру он сделал очень мало ошибок. Как же ему удалось научиться (грамотно инвестировать) на чужих ошибках, а не на своих? Помимо учителя Грэхема, в жизни Баффетта присутствует еще один человек — юрист и бизнесмен Чарли Мангер. Сам Баффетт считал себя и Мангера «практически сиамскими близнецами» [Schroeder 2008, p. 24]. Однажды Баффетт признался: «Чарли сильно повлиял на мое формирование» [Цит. по: Lowe 1999, p. 44]. Сам Чарли так объясняет синергию своей работы с Баффеттом: «Любой, кто занят трудной работой, нуждается в коллегах. Дисциплина приведения своих мыслей в порядок с чьей-либо помощью — это очень полезная вещь» [Там же, p. 44].

Старший сын Баффетта, Говард, говорит, что его отец — второй по уму человек, которого он знает, а первый — это Чарли Мангер [Lowe 2000, p. 5]. По утверждению журнала *Forbes*, «Мангер — это обертка, которая делает имидж простачка Баффетта убедительным. Его жесткий стиль позволяет поддерживать представление о Баффетте как о "хорошем полицейском"» [Там же, p. 5]⁴.

Мангер происходит из семьи немецких иммигрантов, которые осели в Небраске. Детство Чарли также прошло в Омахе — столице штата. Однако, несмотря на то что будущие партнеры жили по соседству и Уоррен даже работал в магазине, который держали Мангеры, в свои школьные годы они не были знакомы. Окончив школу, Мангер уехал из Небраски, так как был зачислен в Мичиганский университет на факультет математики, который он, правда, не окончил — увлекся правом (а происходил он из семьи потомственных юристов) и поступил в Гарвардскую юридическую школу. После ее окончания он обосновался в Калифорнии, где довольно быстро стал известным юристом и совместно с партнерами даже создал свою юридическую контору — Munger, Tolles and Olson LLP. Когда появились первые сбережения, параллельно с ведением юридической практики Мангер начал заниматься девелоперскими проектами.

Знакомство Мангера и Баффетта произошло в 1959 г., когда Чарли приехал в Омаху на похороны своего отца. В это время ему было 35 лет, а Баффетту — 29. Они моментально сошлись и прямо с момента своего первого знакомства стали обсуждать различные инвестиционные идеи. Нужно отметить, что ко времени знакомства с Мангером Баффетт уже был вовлечен в приобретение Berkshire Hathaway. Еще до начала общих обсуждений Баффетт и Мангер независимо друг от друга инвестировали в одни и те же компании, например и тот, и другой скупали акции упоминавшейся уже Blue Chip Stamps [Lowenstein 1996, p. 163]. Один из партнеров Мангера по его юридической компании считает, что он сознательно старался сблизиться с Баффеттом и хотел стать его партнером [Там же, p. 163].

Судя по всему, Мангера нужно считать равным, если не старшим (в смысле бизнеса, а не возраста) партнером Баффетта, несмотря на то что он гораздо более знаменит. Сам Баффетт называет Мангера «младшим партнером в удачные годы и старшим партнером — в неудачные» [Цит. по: Lowe 2000, p. 75].

Большая известность Баффетта объясняется тем, что его доля в Berkshire Hathaway примерно в 14 раз больше доли Мангера: 42 и 3 % соответственно. На мой взгляд, это объясняется в основном личными обстоятельствами жизни наших героев. Баффетт был счастливо женат и имел трех детей. Мангер же был женат дважды, причем в первый раз он женился довольно рано, вскоре после окончания Гарварда. В первом браке у него было трое детей, и один из них заболел лейкемией — неизлечимой на тот момент болезнью. Страховок тогда не было, и дорогостоящее лечение приходилось оплачивать из

собственного кармана. Вскоре после смерти сына и развода с первой женой Мангер женился вновь, причем на женщине с двумя детьми, бывший муж которой практически не оказывал ей финансовой поддержки. Во втором браке у пары родилось еще четверо детей. И всех этих детей содержал и поддерживал Мангер. Неудивительно, что сбережения Мангера, которые он мог инвестировать, были не так велики, как у Баффетта.

Баффетт же всегда был очень прижимистым и практически ничего не тратил на личное потребление. Свидетельств тому множество, но мне не хочется на этом детально останавливаться. Приведу лишь одно: когда у него родилась дочь, первый ребенок в семье, кроватку ей устроили из ящика комода [Lowenstein 1996, p. 49]. И отнюдь не из-за бедности, просто Баффетту интереснее было смотреть, как инвестированные в акции деньги прирастают, а не тратить их. Потребление его никогда не интересовало.

Так, со ссылками на источники, написала я в предыдущем издании книги. Оказалось, что история про ящик комода – этот тот самый случай, когда написанное по вторичным источникам приходится корректировать после выхода авторизованной биографии. Дело было отнюдь не в жадности. Просто рождение ребенка совпало с переездом четы Баффеттов в Нью-Йорк у Грэхема. Квартира, которую снял Баффетт, не была готова к выписке жены из роддома. Пришлось ютиться в комнатухе у знакомых и продлилось это пару дней.

Свою роль, конечно, сыграло и то, что Баффетт практически с первого дня начал собственный инвестиционный бизнес. Он очень недолго проработал в брокерской конторе отца, а затем у своего учителя Бенджамина Грэхема. Затем, после смерти Грэхема, ему «в наследство» достался пул инвесторов, деньгами которых тот управлял, и он начал свое дело. На современном языке мы бы сказали, что он создал управляющую компанию Buffett Partnership. Что касается Мангера, то он довольно долго проработал «на дядю», правда, обрастая в это время связями, клиентами и будущими партнерами по бизнесу — девелоперскому и не только.

Вторая причина, по которой Мангер не так богат, как Баффетт, состоит в том, что, в отличие от Баффетта, Мангер любит статусные проекты, которые «проедают» его капитал. Например, в конце 1980-х гг. он затеял строительство Мангервилля — пафосной резиденции с оригинальной архитектурой, рассчитанной на 32 дома, на территории СантаБарбары. Как видите, он еще и назвал ее своим именем. Дома в поселке распродавались плохо. Покупателями стали в основном знакомые. Помимо прочего, Мангер построил для себя самый большой неметаллический катамаран в мире [Kilpatrick 2005, p. 1211].

Как бы там ни было, к тому моменту, когда Мангер и Баффетт объединили свои инвестиционные активы, Баффетт «весил» в 14 раз больше, а дальше они «прибавляли в весе» практически параллельно.

Но продолжим о роли «серого кардинала» в деле Баффетта. Сначала, когда я занималась биографией исключительно самого Баффетта и читала лишь о нем, для меня продолжало оставаться загадкой, откуда взялись первые самостоятельные успешные вложения Баффета — в компании Blue Chip Stamps, See's Candy, Wesco Financial Corporation и др. Можно поверить в то, что Баффетт догадался купить Nebraska Furniture Mart, потому что эта компания в Омахе была и на слуху, и на виду. Но ранние вложения — это калифорнийские компании, причем не очень известные за пределами штата.

Практически во всех источниках биография Баффетта выглядит примерно одинаково: краткое описание молодости, но не более того, что рассказывает о себе сам Баффетт (влияние отца-конгрессмена, учитель Грэхем, знакомство с GEICO, создание и роспуск Buffett Partnership, покупка Berkshire Hathaway и т.п.). Затем — пробел, и далее начинается описание более поздних инвестиционных вложений Баффетта.

А что же с ранними вложениями, откуда они взялись? Оказывается, их «принес» Чарли Мангер, обладавший ко времени знакомства с Баффеттом своим кругом партнеров, с которыми он совместно инвестировал и которые «подтаскивали» инвестиционные идеи.

(Однако на калифорнийскую компанию Sea Candy первым вышел Баффетт).

К тому же Мангер — это тот человек, на ошибках которого Баффетт учился, а инвестиционный результат Berkshire Hathaway потому так впечатляет, что эти ошибки остались «за кадром», поскольку были совершены раньше. Например, широко известно, что Баффетт — один из немногих инвесторов, которые избежали искушения вложиться в акции компаний «новой экономики». Причем он говорил, что дело не в том, что он не верит в будущее Интернета, а в том, что не знает, как различить, какие из компаний «выплывут», когда пену унесет.

Оказывается, у Мангера уже был опыт вложений в высокотехнологичные компании. Например, в 1950-е гг. он купил небольшую калифорнийскую компанию по производству высокоспециализированных трансформаторов для военных ракет. Эта компания, в свою очередь, приобрела компанию, производившую осциллографы, которые действовали по принципу катодного луча. К счастью, ее удалось перепродать до того, как технология устарела и в осциллографах стала использоваться магнитная лента. И это в 1950-е гг.! Сам Мангер говорит: «Я никогда больше не инвестировал в высокотехнологичные компании. Я попробовал один раз и обнаружил, что проблем слишком много. Я был похож на кошку Марка Твена, которая после неудачного опыта, никогда больше не сидела ни на горячей, ни на холодной плите» [Цит. по: *Lowe 2000*, p. 59].

Можно найти и другие примеры. Так, ко времени знакомства с Баффеттом Мангер уже побывал членом совета директоров International Harvester — компании, специализировавшейся на производстве грузовиков и сельхозтехники, где он видел, как трудно вывести на успешную тропу посредственный по определению бизнес. Помните уже цитировавшееся нами баффеттовское: «За редким исключением, если менеджмент с репутацией гениального "борется" с бизнесом, имеющим репутацию фундаментально плохой экономики, то репутация бизнеса остается нетронутой» [*Buffett 1977–2008*, 1980]. Оказывается это — мангеровское!

И напротив, Мангер мог наблюдать процветание газеты *The Los Angeles Times*, имея информацию из первых рук, так как один из его клиентов (как юриста), а впоследствии — партнер по девелоперским проектам занимал в газете высокий пост.

В результате основное «теоретическое» влияние Мангера на Баффетта состояло в том, что он научил его отдавать должное (читай: «платить подороже») бизнесу с фундаментально хорошей экономикой. И если в «домангеровский» период Баффетт инвестировал в основном по Грэхему, т. е. выискивая «недооцененные» — опять же по Грэхему — компании, которые котировались ниже чистой балансовой стоимости активов, то первые сделки с участием Мангера шли по совсем другим ценам. Например, та же компания See's Candy уже покупалась за тройную стоимость чистых активов.

Баффетт использовал Мангера, как лакмусовую бумажку: если Чарли не мог придумать причину, по которой партнеры не должны были делать что-либо, то они это делали [Цит. по: *Lowe 2000*, p. 76].

8.2. «Белый и пушистый»

Сегодня Баффетт является примером честного менеджера, действующего в интересах своих акционеров. Он знаменит тем, что, несмотря на «требования рынка», отказывается манипулировать с отчетностью. Например, обращаясь к своим акционерам, он говорит так: «Если мы вас расстроим, то предпочтем, чтобы это было из-за прибыли, а не из-за бухучета» [*Buffett 1999*]. Он публично критикует порочную практику, причем очень язвительно, не стесняясь в выражениях (мы уже приводили соответствующие цитаты). Баффетт активно сотрудничал с главой Комиссии по ценным бумагам и биржам США в администрации Клинтон Артуром Левиттом в разработке законодательных норм, защищающих права инвесторов. Например, он является соавтором рекомендаций Комиссии по написанию годовых отчетов, смысл которых состоит в том, чтобы сделать

информацию более доступной для простого инвестора.

Баффетт — это американская икона, он самый «белый и пушистый» из всех знаменитых инвесторов. Практически единственная критика в его адрес заключается в том, что он... не ведет роскошного образа жизни, не тратит столько, сколько ему «положено» по статусу. Я сама являюсь его искренним поклонником и почитателем, что по тону моей книги довольно легко заметить. Но если я начну здесь заниматься лишь его прославлением, то мы с вами упустим шанс разобраться, как же ему удалось оказаться на вершине пирамиды. По идее, этого не должно было случиться.

Читатель должен понять меня правильно. Я нисколько не сомневаюсь в выдающихся способностях Баффетта. Я не отрицаю и теоретической возможности достижения такого результата. Во все это я верю. Во что я не верю, так это в то, что американская система это позволяет. Возможно, это взгляд издалека, но мне всегда казалось, что в США система уничтожает всех серьезных игроков, которые подрывают ее основы. Вспомните, например, суд над Майклом Милкеном — человеком, который придумал выпуски «мусорных» или «макулатурных»¹ облигаций (junk bonds). Его обвинили в торговле на основе инсайдерской информации, скандал разросся до такой степени, что банк, в котором он работал, Drexell Burnham Lambert, вынужден был ликвидироваться. Была ли торговля на основе инсайдерской информации основной причиной расправы над Милкеном? Безусловно, не будучи посвященной в детали его судебного дела, я с точностью утверждать это не берусь. Инсайдерская торговля имела месно. Но замечу, что судил его очень известный теперь человек — бывший мэр Нью-Йорка Рудольф Джулиани. А в те времена Джулиани возглавлял Офис генерального прокурора США в Южном округе Нью-Йорка, и ему нужно было громкое показательное дело, чтобы успешно баллотироваться в мэры. Существует точка зрения, что именно это и было основным мотивом преследования Милкена [Fischel 1996]. Но можно копнуть и еще глубже...

Давайте разберемся, что же придумал Милкен? Как известно, «мусорные» облигации существовали и до него, однако они становились «мусорными» уже во время обращения, теряя инвестиционный рейтинг. Милкен же создал рынок для *выпусков* «мусорных» облигаций — в этом случае облигации имели рейтинг ниже инвестиционного уже при размещении. При помощи выпусков таких бумаг можно было финансировать LBO. Существенная часть сделок совершалась рейдерами, поглощения были недружественными, в случае получения контроля менеджмент увольнялся, а активы переходили к более эффективному собственнику и управленцу. Компания при этом переставала быть публичной. Многие известные компании были куплены таким образом, например TWA, Rev-Ion, Gulf Oil, RJR Nabisco... Угроза быть поглощенными нависла над всей корпоративной Америкой, а обогащалась при этом лишь горстка людей. В мире Милкена плохие менеджеры не нужны, широкой базы мелких сторонних акционеров не существует (куда вкладываться пенсионным фондам?), т.е. никто не может «сесть на хвост» крупному эффективному менеджеру и собственнику и «присоединиться» к его успеху, будучи мелким акционером. Ряд исследователей считает, что сделанное Милкеном можно назвать финансовой революцией.

Чем же это отличается от мира, который создал Уоррен Баффетт? Там недружественные поглощения — здесь дружественные. Там используется долг в огромных количествах и под высокие проценты — здесь долга опасаются. Но это все про механизм поглощения, а принципиальное, на мой взгляд, отличие одно. В мире Милкена у рейдера есть краткосрочный интерес: реструктурировать компанию, погасить долг и выйти из инвестиций через 5-6 лет — либо путем перепродажи обновленной компании стратегическому покупателю, либо через первоначальное размещение акций. Именно это и является основной причиной критики в адрес рейдеров — зачастую они принимают решения, которые хороши лишь при среднесрочном горизонте и не работают на

¹ Недавно встретила такой перевод в каком-то журнале и он мне понравился. Надеюсь, приживется.

долгосрочную перспективу (типичным примером является сокращение затрат на исследования). У Баффетта, как мы помним, интерес долгосрочный. То есть в мир Милкена компании попадают на время, а потом возвращаются в «нормальную» экономику. В мир Баффетта они попадают... навсегда (вспомним, что инвестиционный горизонт Баффетта — вечность). Таким образом, Баффетт гораздо «опаснее» Милкена как человек, подрывающий основы сложившегося экономического строя.

Так вот, во что я не верю — так это в то, что под этого человека финансовое и бизнес-сообщество не начнет «копать».² Ведь он является «бельмом на глазу» и для многих менеджеров крупных корпораций, и для банкиров Уоллстрит. Первым он демонстрирует их несостоятельность, а про вторых он думает, что их услуги просто не нужны. Баффетт более «опасен», чем Милкен, еще и тем, что у него положительный имидж. Потопить Милкена как икону финансовой революции в США оказалось легче, потому что гораздо проще было «подвести» его деятельность под патологическую жадность и жажду личного обогащения, поскольку Милкен брал с клиентов астрономические комиссии, причем значительные суммы попадали к нему лично.

У Баффетта, заметим, ничего своего нет, всем владеет его компания, в которой он — *один из* акционеров, а среди миноритариев — весьма влиятельные люди. Поэтому попробуй-ка потопи Баффетта. Еще не известно, чей имидж больше пострадает — его или того, кто топит. Сдается мне, что на дискредитации Баффетта, если таковая в принципе возможна, в мэры Нью-Йорка не попадешь. Особенно после того, как он отдал большую часть своего состояния на благотворительность (о чем речь ниже).

Но, возможно, «копать под Баффетта» все же начали бы — если бы было за что зацепиться. Я думаю, что зацепиться здесь не за что. На мой взгляд, одной из причин этого является то, что Баффетт очень рано, еще в 1970-е гг., когда его имя ничего не говорило рядовому американцу, попал в поле зрения Комиссии по ценным бумагам и биржам США (SEC). И из дела, открытого против него, он извлек урок, состоящий в том, что спорить с государством в США бесперспективно. Единственный способ выживания — это вести себя абсолютно безупречно, чтобы тебя было невозможно ни в чем упрекнуть. А дело было так...

Выше мы говорили о поглощении Blue Chip Stamps — компании, выпускавшей купоны, которые можно было обменять на подарки. Так вот, контроль над Blue Chip Stamps был получен Баффеттом в начале 1970-х гг. Скупка акций велась на несколько компаний и физические лица: самому Баффетту и его жене Сьюзан принадлежали 13%; на компанию Berkshire Hathaway (в которой Баффетту принадлежали тогда 36% акций) было куплено 17%; Diversified Retailing (контролируемая Баффеттом на 42%), о которой тоже речь шла выше, купила 16% акций. В довершение всего Diversified Retailing владела еще и акциями Berkshire Hathaway, а Мангер через партнерство владел 10% Diversified Retailing и 8 % Blue Chip Stamps. Близкий друг Баффетта и Мангера — Рик Гэрин через свое партнерство также купил 5 % Blue Chip Stamps.

В 1972 г. один из брокеров предложил Баффетту и Мангеру акции Wesco Financial — материнской компании Ассоциации взаимных сбережений и кредита (Mutual Savings and Loan Association), находившейся в Пасадине, Калифорния. Wesco котировалась на уровне 50 % от балансовой стоимости активов, партнеры сочли инвестицию в эту компанию выгодной сделкой и через Blue Chip Stamps приобрели 8% акций. В январе 1973 г. Wesco объявила о планах слияния с другой ассоциацией взаимных сбережений и кредита — Financial Corp из Санта-Барбары. Сделка заключалась в обмене недооцененных, по мнению Баффетта, акций Wesco Financial на переоцененные, опять же по его мнению, акции Financial Corp. Партнеры решили увеличить свою долю в Wesco Financial, чтобы иметь возможность влиять на принятие решений о слиянии, и довели ее

² Правда, косвенной попыткой можно признать начатое в 2004 г. расследование в отношении General Re, которая обвинялась в оказании помощи страховой компании AIG в структурировании незаконных сделок под видом страхования. Однако Баффетта лично расследование практически не затронуло.

до 17%. Тогда они позвонили Луису Винсенти (Louis Vincenti), гендиректору Wesco, чтобы посмотреть, какой будет его реакция на существование крупного акционера, недовольного слиянием. Реакция гендиректора понравилась Баффетту и Мангеру — он сказал, что решать этот вопрос будут акционеры, а не он и что Blue Chip Stamps может уговаривать других акционеров голосовать против. Баффетту удалось договориться с владелицей крупного пакета Wesco, некой г-жой Петере (Peters). Сначала она была склонна голосовать за слияние, потому что думала, что сделка поможет оживить цену акций Ассоциации, котировки которой были вялыми, но Баффетт уговорил ее дать ему шанс попробовать исправить дело другим путем.

Заблокировав, таким образом, слияние, Баффетт и Мангер докупили еще 3% акций (в то время можно было аккумулировать 20 %-ный пакет, не информируя при этом SEC). Они предложили акционерам 17 долл. за акцию — ровно столько, сколько за нее давали до того, как слияние было заблокировано. Партнеры знали, что цена акций должна была упасть, но посчитали, что будет справедливым предложить именно эту цену, так как именно они голосовали против слияния, а продающие акционеры не должны пострадать от их действий. К 1974 г. Blue Chip Stamps через ряд тендерных предложений о покупке довела свою долю в Wesco Financial до 80 %, а 20 % остались у Петере.

По каким-то причинам в это время SEC отслеживала активность Баффетта и Мангера, и у нее появились вопросы по сделке с Wesco. Как полагает Мангер, причиной могла послужить жалоба в Комиссию кого-то из недовольных срывом слияния Wesco и Financial Corp. Комиссия подозревала, что Blue Chip Stamps манипулировала курсом акций Wesco. Кроме того, она заключила, что 3% акций были куплены по завышенной цене, и увидела в этом личную заинтересованность, а вовсе не бескорыстие. Несмотря на то что Баффетт активно сотрудничал с Комиссией, вялые запросы переросли в полномасштабное расследование, а затем и в судебное преследование. Blue Chip Stamps обвинялась в том, что затеяла поглощение Wesco с целью предотвращения ее слияния с Financial Corp, а также в манипулировании ценами акций Wesco после того, как это слияние расстроилось. Прокурор полагал, что все же Баффетт и Мангер совершили ошибку, но не были мошенниками. [Schroeder 2008, p. 415]. В результате Баффетт и Мангер, с одной стороны, и прокурор, с другой стороны, пошли на внесудебное урегулирование спора и выплатили 115 тыс. долл. акционерам Wesco.

Кроме того, после урегулирования спора партнеры провели консолидацию своих активов. Wesco была объединена с Blue Chip Stamps, а Blue Chip Stamps и Diversified Retailing были слиты с Berkshire. До слияния у Blue Chip Stamps и у Berkshire были разные акционеры, и между ними действительно существовал конфликт интересов — теоретически Баффетт мог приобрести этот актив на одну или другую компанию.

Также есть данные, что вопросы к Баффетту со стороны Комиссии по ценным бумагам США были в 1973 году и в отношении сделок с акциями некой компании San Jose Water Works. Баффетт скупал акции как раз в тот момент, когда уже было принято решение о том, что компания будет выкуплена муниципальными властями по ценам выше рыночных, но о нем еще не было объявлено. Консолидация акций этой компании Баффеттом могла оказаться простым совпадением, а могла — торговлей на основе инсайдерской информации, поэтому комиссия и заинтересовалась. Но Баффетт оказался чист [Schroeder 2008, p. 378].

«Наступив на грабли» один раз, Баффетт никогда подобных ошибок не совершал. И было это так давно, что уже стало неправдой.

Кстати, Баффетт продолжает «баловаться» независимыми инвестициями за свой собственный счет. Так, летом 1999 г. он купил 5,3% акций небольшой калифорнийской компании Bell Industries, занимающейся информационными технологиями. В январе 2000 г., после того как было раскрыто, что Баффетт владеет акциями этой компании, он их тихо продал и заработал на этой сделке около 1 млн долл., или 50% за полгода [Lowe 2000, p. 187].

Еще два штриха к портрету «пушистого» Баффетта. Если сейчас он не устает повторять, что не занимается недружественными поглощениями, то на заре его карьеры дело обстояло несколько иначе. Юный Баффетт занимался скупкой акций и получением корпоративного контроля над бизнесом без согласия его руководства и с последующим смещением высших должностных лиц.

Так, в 1958 г. Баффетт «откопал» одну страховую компанию — National American Fire Insurance, сильно, по его мнению, недооцененную. Она была основана неким банкиром Говардом Амансоном (Howard Amanson) и его братом, а часть акций была распределена среди фермеров Небраски еще в конце 1920-х гг. Братья начали потихоньку скупать акции по 50 долл. за штуку, что было очень дешево, но в отсутствие публичного рынка и котировок фермеры их все же продавали, так как других способов избавиться от акций не существовало. Баффетту такая цена казалась экстремально низкой, он с удовольствием приобрел бы крупный пакет, но не знал, как «добраться» до их владельцев. Сначала он пришел на общее собрание акционеров компании и попросил Амансона показать ему список акционеров. Тот, естественно, отказался. Тогда Баффетт со своим приятелем проехали по глухим частям Небраски на красно-белом «шевроле» с плакатом, предлагая каждому 100 долл. за акцию. Таким путем ему удалось собрать ни много ни мало 10% акций, на перепродаже которых наш Робин Гуд заработал 100 тыс. долл. прибыли [Lowenstein 1996, p. 65].

А что касается недружественных приобретений, то таким было в первую очередь... приобретение самой Berkshire Hathaway. Компания образовалась в 1955 г. в результате слияния двух производителей текстиля, расположенных в Новой Англии, — Berkshire Fine Spinning Associates, Inc. и Hathaway Manufacturing. Читатель, наверное, удивится, узнав, что текстильная промышленность Новой Англии начала «загибаться» еще задолго до китайской экспансии. Поначалу конкуренцию североамериканским производителям стали составлять... компании с юга страны, использовавшие более дешевую рабочую силу. Тенденция к потере конкурентоспособности компаниями Новой Англии наметилась еще в 1920-е гг. Поскольку производство становилось все менее прибыльным, большинство владельцев фабрик в Новой Англии перестали в него инвестировать — либо перенося производство на Юг, либо совсем закрывая фабрики, когда те становились убыточными. Hathaway Manufacturing была чуть ли не единственной компанией в регионе, владелец которой продолжал вкладывать в нее капитал. Hathaway спасло то, что она первой наладила выпуск искусственного шелка и стала самым крупным в США производителем подкладок для мужских костюмов. В 1940-е гг. благодаря военным заказам на парашютную ткань ей удалось выжить и даже «накопить жир».

Однако в 1954 г. здание фабрики сильно пострадало из-за урагана, что вынудило ее владельца к слиянию с другим производителем из Новой Англии — Berkshire Fine Spinning Associates, Inc. Во время войны Berkshire тоже была прибыльной и за этот период аккумулировала значительные денежные средства. Однако она работала на старом оборудовании и могла перерабатывать только хлопок, поэтому с приходом 50-х начала испытывать трудности. В результате слияния образовалась компания с 14 производственными площадками и оборотом 112 млн долл. Объединенную компанию контролировали два крупных акционера — Сибари Стэнтон (Seabury Stanton) и Малком Чейс (Malcolm Chase). Первый являлся основным владельцем и президентом Hathaway Manufacturing, а второй — владельцем Berkshire. Во главе объединенной компании встал Стэнтон. Вскоре бразды правления перешли к его сыну Джеку.

Berkshire Hathaway была публичной компанией. Баффетт анализировал ее акции еще в 1950-е гг., работая на Грэхема, — для приобретения в портфель его фонда. Правда, тогда акции куплены не были. С тех пор Баффетт наблюдал постепенное падение акций компании: с примерно 14 долл. за штуку в 1955 г. до менее чем 8 долл. — в 1962 г. Поскольку оборотный капитал компании составлял 16,5 долл. на акцию, Баффетт считал инвестиции в них выгодными и начал скупку. К 1963 г. он был самым крупным

акционером компании. Он действовал анонимно, владея бумагами через номинальное держание брокеров с Уоллстрит. Интересы Баффетта в совете директоров Berkshire Hathaway представлял его друг, который не раскрывал, на кого работает. Однако в какой-то момент произошла утечка: менеджмент заподозрил, что акционером компании является Баффетт. Когда один из руководителей компании позвонил ему поинтересоваться, собирается ли он скупать акции дальше, Баффетт ответил неопределенно: «Может быть, да, а может быть, нет» [Цит. по: *Lowenstein* 1996, p. 127].

Сравните этот ответ с ответом президенту компании Coca-Cola в аналогичной ситуации. Когда Баффетт начал скупку акций Coca-Cola в 1988 г. и действовал через брокера со Среднего Запада, руководство компании подумало, что за этой скупкой мог стоять Баффетт. Когда Баффетту позвонил президент компании, тот с легкостью признался, что это именно он, попросив лишь не распространять эту информацию до того момента, пока он сам не будет вынужден раскрыть контролируруемую им долю в компании. (В США раскрытие информации начиная с 10% акций является законодательным требованием.) Не исключено, что доброжелательность Баффетта по отношению к менеджменту на самом раннем этапе вхождения в компанию помогла ему впоследствии стать членом совета директоров Coca-Cola. Правда, во всей этой истории наверняка сыграл роль и другой фактор: дело в том, что президент Coca-Cola Дон Киу тоже родом из Омахи и лично знал Баффетта [*Kilpatrick* 2005, p. 434], а на момент описываемых событий они были знакомы уже 30 с лишним лет. Мораль: когда настал черед становиться «белым и пушистым» и это стало *выгодно*, Баффетт таковым стал. А во времена Berkshire Hathaway это, видимо, не имело для него смысла.

Но продолжим о Berkshire. В 1964 г. компания произвела несколько выкупов своих акций, что повысило долю акционерного капитала, которой владели Стэнтоны. И Баффетт всерьез рассматривал вопрос о продаже своего пакета, но не сошелся в цене. Когда же он понял, что остается акционером компании, он предпринял попытки влиять на принятие решений в ней через своего представителя в совете директоров. Но эта политика не принесла успеха — Джек Стэнтон вмешательства не хотел. Тогда Баффетт решил получить контроль через большинство голосов на общем собрании. Он предложил Малкому Чейсу выкупить его долю. Малком отказался, но некоторые члены его семьи согласились продать свои пакеты. Баффетт договорился о продаже пакета и с Отисом Стэнтоном (Otis Stanton), братом Сибари, который поставил условие, что аналогичное предложение должно быть сделано и самому Сибари. Выкуп этих пакетов позволил Баффетту довести свою долю в компании до 49%. На ближайшем совете директоров Сибари Стэнтон, который сохранял за собой пост его председателя, подал в отставку, а это, соответственно, означало и конец карьеры Джека Стэнтона в компании. Баффетт занял пост председателя совета директоров, а генеральным директором назначил лояльного ему менеджера Кена Чейса (однофамильца контролирующей семьи Чейс), с которым познакомился в ходе одного из визитов в компанию.

С чего же он начал на посту председателя совета директоров? Его интересовал один главный показатель — доходность инвестированного капитала (return on invested capital, ROIC). Он требовал сокращения административных расходов и складских запасов. Он «порезал» все инвестиции в научные исследования и разработки, которые предлагал Кен, — на том основании, что доходность инвестиций будет оставаться низкой. Он лично одобрял все расходы компании, даже на точилки для карандашей в офисе. Генеральный директор компании вспоминает, что Баффетт собирался быстро заработать деньги [*Lowenstein* 1996, p. 132]. Все заработанное шло на поглощение компаний в других отраслях.

Как мы уже знаем, в более поздние годы Баффетт перестал вмешиваться в управление приобретаемыми им компаниями. Он просто внедрил такой компенсационный пакет для генеральных директоров, который стимулирует их всячески сокращать расходы и увеличивать доходность на вложенный капитал, не прибегая к дополнительному

контролю. В результате Баффетт не только достигает своей цели — максимизации доходности на капитал, — но и имеет имидж человека, который не контролирует своих подчиненных и не вмешивается в их дела. Не знаю, почему такая схема не была обкатана на Berkshire Hathaway. Причины могли быть разными: похоже, что, когда он контролировал только одну компанию, у него была возможность лично оценивать необходимость капитальных вложений. Возможно, он не хотел платить премиальные — ведь альтернативная схема предполагает бонусную систему. А может быть, просто не сразу догадался... В любом случае к тому моменту, когда он стал публичной фигурой, он был уже гораздо «пушистее».

8.3. «Выдающийся ум»

Об умственных способностях Баффетта впору слагать легенды. Они проявились еще в раннем детстве. Он начал интересоваться фондовым рынком в возрасте 6-7 лет, по поводу чего в 2000 г. заявил, что всегда расстраивался, что не начал раньше, — это очень в стиле Баффетта.

Свою первую книгу об инвестировании «Искусство продажи облигаций» (Bond Salesmanship) Баффетт прочитал в возрасте семи лет. Это был подарок Санта-Клауса на Рождество — Баффетт Санту умолял подарить ему этот том. (Snowball, стр. 130). В восемь лет юный гений уже читал книги о фондовом рынке, имевшиеся в библиотеке отца [Kilpatrick 2005, р. 78], а два года спустя он взял из местной библиотеки все книги по инвестированию, которые там были [Там же, р. 72].

Когда в 1940 году в возрасте 10 лет отец Баффетта повез его в Нью-Йорк, то Уоррен сказал ему, что там он хочет увидеть три вещи: Scott Stamp and Coin Company, Lionel Train Company and The New York Stock Exchange [Schroeder 2008, р. 62].

Свои первые инвестиции Баффетт осуществил еще будучи школьником. Так, в 1945 г. (ему было тогда всего 15 лет) он скопил достаточно денег, чтобы купить за 1200 долл. небольшую ферму в Небраске, которую впоследствии сдал в аренду [Там же, р. 83], а затем продал с хорошей прибылью.

Хорошо известно, что те, кто в детстве претендуют на статус вундеркиндов, теряют свои способности в более зрелом возрасте. С Баффеттом этого не происходит. Так, поступив в Колумбийский университет и попав на курс вводный курс финансов к Дэвиду Додду (соавтору Грэхема по «Аналізу ценных бумаг», Баффетт понял, что знает книгу лучше самого автора — он мог процитировать любую часть 800-страничной книги и знал наизусть все примеры [Schroeder 2008, р. 130].

Один из самых сдержанных комментариев по поводу способностей Баффетта, которые я видела, звучал так: «Баффетт является самым умным человеком в любой комнате». Рич Сантулли утверждает: «Когда меня спрашивают об акциях Berkshire Hathaway, я говорю, что всю жизнь имею дело с инвестиционными банкирами, но на свете нет ни одного человека умнее, чем Уоррен Баффетт. Нет смысла волноваться относительно Berkshire. Он — лучший парень. Если бы ему было 40 или 50, то я занял бы сколько мог и купил бы больше акций Berkshire Hathaway» [Цит. по: Miles 2002, р. 135]. Партнер Баффетта Чарли Мангер, закончивший Гарвардскую школу бизнеса, утверждает, что среди его однокурсников, а их было 1000 человек, он знал всех лучших студентов, но не знал ни одного, кто был бы таким же способным, как Уоррен [Kilpatrick 2005, р. 52]. Муж Кэрол Лумис — подруги Баффетта, которая редактирует его письма к акционерам, а также является автором статей о нем (на некоторые я ссылаюсь в этой книге), познакомившись с Баффеттом в середине 1960-х, заявил своей жене: «По-моему, я только что встретил самого умного человека в стране» [Там же, р. 82].

Знакомые с ним отмечают его уникальную информированность, явившуюся, в том числе, результатом чтения 2000 годовых отчетов в год; глубину анализа информации; скорость принятия решений («обычно мы даем ответ в течение пяти минут»). Баффетта называют «гением в том, что касается цифр» [Там же, р. 183].

В результате «работы с документами» Баффетт приобрел такую финансовую эрудицию, которая поражала многих, кто с ним сталкивался. Дэвид Страсслер (David Strassler), один из ранних инвесторов в Baffett Partnership, так рассказывает о первой встрече с Баффеттом: «У меня было типичное отношение ньюйоркца, встречающегося с деревенщиной. Я учился в Гарварде и Массачусетском технологическом институте (MIT). Я только что завершил несколько сделок. Я был горд собой... Он стал спрашивать меня о компании, контрольным пакетом которой владела моя семья. Она называлась Billing & Spencer of Hartford и изготавливала изделия из металла. Только 2 % акций котировались на бирже. Я не знаю, как он узнал о ней. Потом он начал задавать мне вопросы о ее балансе. Оказалось, что он знал баланс лучше, чем я. Это меня полностью протрезвило» [Lowenstein 1996, p. 73]. Эта встреча, по всей видимости, произошла в середине 1960-х гг.

Примерно так же рассказывает о встрече с Баффеттом в 1996 г. некто Джон Форлайнс (John Forlines), председатель совета директоров небольшого банка — Bank of Granite (до этого они практически не были знакомы). При знакомстве Баффетт сказал: «Я изучал ваш отчет». И затем начал цитировать отчет за I квартал 1996г. «Он был прав... Сказать, что я был поражен, — это ничего не сказать», — вспоминал Форлайнс [Цит. по: Kilpatrick 2005, p. 1039].

Вот еще одно свидетельство — брокера с Уолл-стрит, который лично знал Баффетта и старался поразить его чем-то новым. Однажды он рассказал Уоррену об акциях цементной компании, которые были дешевы относительно ее балансовой стоимости (что соответствовало, как мог догадаться читатель, подходу Грэхема). На это Баффетт ответил: «Но баланс ничего не значит. Посмотри на статистику продаж цементных заводов за последние семь лет» [Цит. по: Lowenstein 1996, p. 91].

Друг Баффетта, Джек Бирн (Jack Byrne), так высказался о нем: «Я отслеживаю страхование довольно тщательно, но Уоррен все равно привлекает мое внимание к некоторым фактам в годовых отчетах, которые полностью ускользнули из моего поля зрения» [Цит. по: Kilpatrick 2005, p. 862].

Банкир из Beam Sterns вспоминает такой случай. Он привез в Омаху своего клиента, у которого был газовый бизнес на продажу. До этого Баффетт получил кое-какие материалы об этой компании. Разговор продолжался около трех часов. Первые полтора часа Баффетт слушал, затем задавал вопросы. Было видно, что присланные материалы он хорошо изучил, а в те данные, которые были предоставлены в ходе встречи, вникал моментально. В результате по окончании беседы Баффетт сделал предложение о покупке бизнеса с некоторыми условиями. Банкир был ошеломлен — он никогда не видел, чтобы управляющие делали предложения по результатам одной беседы [Lowenstein 1996, p. 286].

А вот что рассказывает Артур Розуэлл (Arthur Rosewell) — трейдер Баффетта, вспоминая о том моменте, когда он вдруг понял, что Баффетт — величайший инвестор в мире: «Сидели мы как-то вчетвером [после игры в теннис. — *Е. Ч.*], и кто-то упомянул Dunkin' Donats. Я думал, я знал Dunkin' Donats. Я имею в виду, что я такие вещи прорабатываю серьезно... Баффетт сказал: "Вы знаете, я изучал эту компанию не раз". И стал говорить о том, что она имела бы более высокую стоимость, если бы выделила недвижимость в специальный фонд (REIT³), а так она зарабатывала только 80 центов на акцию. Я имею в виду, что он знал все цифры и факты. Он знал Dunkin' Donats вдоль и поперек. И тогда я... продал свои акции Dunkin' Donats и купил акции Berkshire по 300-500 долл. за штуку» [Цит. по: Kilpatrick 2005, p. 981].

Однако считать Баффетта гением, таким человеком-машиной — который проанализировал все и вся и оценил все бизнесы, всех менеджеров и теперь сидит и ждет благоприятного момента, когда он сможет воспользоваться своим суперзнанием и, как коршун, наброситься на добычу, — означало бы впасть в крайность и продемонстрировать непонимание методов его работы.

Например, в одной очень глубокой книге, содержащей серьезный анализ

³ Real Estate Investment Trust.

управленческих принципов Баффетта, меня поразил такой пассаж. Баффетт неоднократно говорил, и мы это дважды цитировали выше, что если к нему обращаются с предложением купить бизнес и при этом называют цену, то ответ, насколько он в этом заинтересован, получают очень быстро — «обычно в течение 5 минут». Исследователь Баффетта комментирует это так: «Когда этот телефон звонит⁴, он обычно уже знает экономику данного бизнеса (он уже проанализировал каждую компанию, которая удовлетворяет его инвестиционным критериям). Он знает, что эта компания управляется людьми, которые мыслят как собственники (он проверил их успехи в размещении капитала и их репутацию)...» [O'Loughlin 2003, p. 104]. Это какой-то «первый отдел», а не инвестиционная компания! Я думаю, однако, что не может быть все настолько просчитано. «В течение пяти минут» Баффетт ведь не говорит, покупает он или нет, а отвечает только, заинтересован ли он потенциально. Все эти справки можно навести и после. И так бывает. Мы знаем это со слов самого Баффетта, который рассказывал, как его друзья находили для него привлекательные бизнесы на продажу, о которых он и не думал. Кроме того, как мы помним, Баффетт очень осторожно расширяет свой «круг компетенции».

⁴ Отсылка к цитате из Баффетта: «Наша тщательно продуманная стратегия приобретений — это сидеть и ждать, когда позвонит телефон». [Buffett 1977–2008, 1999].

