

## ВОЗМОЖНО ЛИ НАУЧНОЕ ОБЪЯСНЕНИЕ ФЕНОМЕНА УОРРЕНА БАФФЕТА?

© 2010 г. Е. Чиркова

Уоррен Баффет – самый выдающийся инвестор нашего времени. Начав играть на фондовом рынке на свои скромные сбережения, скопленные из заработка разносчика газет, он создал состояние, которое на момент пика в феврале 2008 г. оценивалось примерно в 62 млрд. долл.<sup>1</sup> В публикуемом *Forbes* списке самых богатых людей планеты Баффет много лет занимает второе место, а несколько месяцев в 2008 г. был даже первым. Доходность его вложений в течение 50 с лишним лет составляет более 20% годовых. С 1976 по 2006 г. курс акций контролируемого им холдинга *Berkshire Hathaway* превышал индекс *S&P 500* на 14.65 процентных пункта, взвешенный индекс всех акций – на 10.91 и так называемый портфель Фамы и Френча<sup>2</sup> – на 8.56 процентных пункта ежегодно<sup>3</sup>.

Долгое время ученые-финансисты отмахивались от феномена Уоррена Баффета. Лишь во второй половине 2000-х годов стали появляться исследования, доказывающие, что успех Баффета не может быть простой случайностью. В одном из последних делается вывод о том, что его результат не может объясняться только везением<sup>4</sup>. В подтверждение этого вывода авторы приводят два основных аргумента. 1. Баффет “бил” рынок в течение 28 из 31 года наблюдений, что доказывает его превосходство над 99.99% остальных инвесторов. И величина отрыва от рынка такова, что вряд ли ее можно списывать лишь на везение даже с учетом смещения выбора (*ex-post selection bias*). 2. Результаты *Berkshire* нельзя отнести на счет высокого риска, они убедительно показывают, что Уоррен Баффет обладает инвестиционными способностями (*investment skill*)<sup>5</sup>.

ЧИРКОВА Елена Владимировна, кандидат экономических наук, доцент ГУ-ВШЭ (elenachirkova@hotmail.com).

<sup>1</sup> См.: *The World Billionaires // Forbes*. 05.03.2008.

<sup>2</sup> То есть портфель, в котором подобраны акции компаний, схожих по размеру и показателю “отношение балансовой стоимости акций к рыночной”.

<sup>3</sup> См.: *Martin G., Puthenpurackal J. Imitation is the Sincerest Form of Flattery: Warren Buffett and Berkshire Hathaway. Working Paper. Las Vegas, 2008.*

<sup>4</sup> См.: *Ibid.*

<sup>5</sup> В современной финансовой науке под *investment skill* обычно подразумевается способность показывать результаты лучше рынка.

### “ПРАВИЛЬНАЯ” ТЕОРИЯ

Еще в 1984 г. Баффет сам ответил на заявления некоторых ученых, о том, что его результат – аномалия, вполне возможная в играх со случайным исходом. Он привел следующий пример: «Допустим, 225 млн. американцев просыпаются каждое утро, загадывают “орла” или “решку”, кидают монетку и, если угадали, выигрывают 1 долл. у тех, кто не угадал. В следующем раунде играют только те, кто выиграл, и на кону уже 2 долл. И так каждый день. Через 10 дней в игре останутся лишь 220 тыс. человек, а у каждого будет чуть больше 10 тыс. долл. Еще через 10 дней число участников игры сократится до 215, и у каждого будет по миллиону. Счастливчики станут “терять головы”. Начнут писать книги на тему “О том, как я сделал миллион из одного доллара, работая по тридцать секунд утром”, и организуют семинары по эффективному бросанию монеты. Профессор бизнес-школы может заметить, что если бы подобным упражнением занимались орангутаны, то они достигли бы такого же результата»<sup>6</sup>.

Таким образом, Баффет четко обозначает, что аргументация сторонников эффективного рынка ему известна<sup>7</sup> “Однако, – продолжает он, – мой пример будет существенно отличаться. Одно дело, если 225 млн. орангутанов равномерно распределены по стране, и совсем другое, если среди 215 победителей 40 особей оказались из одного зоопарка в Омахе; тогда за этим что-то могло скрываться. Захотелось бы выяснить у зрителя, чем он их кормит, делают ли они специальные упражнения, какие книги читают и т.п. То есть, когда видна экстраординарная концентрация успеха в одном месте, нужно посмотреть, какие факторы к ней привели”.

По мнению Баффета, непропорционально большое количество удачливых “бросателей монетки”

<sup>6</sup> См.: *Buffett W. The Superinvestors of Graham-and-Doddsville. Appendix to Graham B. The Intelligent Investor. N.Y., 2003.*

<sup>7</sup> На лекции по финансам в Гарвардской школе бизнеса именно такой пример эффективности рынка приводил активный сторонник этой гипотезы нобелевский лауреат Роберт Мертон.

**Таблица.** Доходность фондов под управлением учеников Грэхема в сравнении с динамикой ведущих индексов акций

Фонд	Годы	Изменение индекса S&P 500, %	Совокупная доходность фонда, %	Годовое изменение индекса S&P 500 за период, %	Годовая доходность фонда за период, %
<i>WJS Ltd Partners</i>	1956–1983 <sup>1</sup>	887	6.679	8.4	21.3
<i>Tweedy, Browne Inc.</i>	1968–1983 <sup>1</sup>	238	1.661	7.0	20.0
<i>Sequoia Fund Inc.</i>	1970–1983 <sup>1</sup>	270	775	10.0	18.2
<i>Pacific Partners Ltd.</i>	1965–1983 <sup>1</sup>	316	22.200	7.8	32.9
<i>Perlmeter Investments</i>	1965–1983 <sup>1</sup>	316 <sup>2</sup>	4.277	7.0 <sup>2</sup>	23.0

<sup>1</sup> Последние данные, известные Баффету на момент написания статьи.

<sup>2</sup> Сравнение с индексом *Dow Jones*.

Источник: *Buffett W. The Superinvestors of Graham-and-Doddsville. Appendix to Graham B. The Intelligent Investor. N.Y., 2003.*

происходит из интеллектуальной деревни под названием “Грэхем-и-Доддсвилль”<sup>8</sup>. У всех этих инвесторов был один интеллектуальный патриарх – Бен Грэхем. Его ученики пошли работать в разные компании, торговали разными акциями, но их совокупный результат оказался таковым, что его нельзя объяснить ни случайностью, ни одинаковыми сигналами, получаемыми от патриарха. Б. Грэхем просто создал теорию кидания монет, но каждый, кто ее изучал, выработал свою манеру поведения и добился определенных успехов (см. табл.).

В дополнение к результатам учеников Уоррен Баффет отмечает и достижения своего партнера по *Berkshire* Чарли Мангера, также попавшего под влияние Грэхема. Показательны в этом отношении и итоги деятельности двух пенсионных фондов (*Washington Post* и *FMC Corporation*), в управление которыми был вовлечен Баффет, и, разумеется, результаты, достигнутые им самим в период управления *Buffett Partnership*<sup>9</sup>. Они такие же впечатляющие.

Будь сейчас 1984 год, выводы Баффета были бы вполне убедительны. Можно было бы поверить ему в том, что его успех и успех его коллег достигнут за счет владения “правильной” теорией. Ведь в той же высшей лиге, куда входил и Уоррен

Баффет, было несколько фигур. Но за последние два десятилетия он оторвался от своих “преследователей” в гонке за лучший результат.

Сегодня можно говорить о двух категориях выдающихся инвесторов. Одни показывали сверхрыночную доходность в течение длительного промежутка времени (30 и более лет), но отрыв от рынка не превышал 3 п.п. в годовом исчислении. Другие добивались большего отрыва (10 и более п.п. в годовом исчислении), но в течение более короткого срока – менее 10 лет. К первой категории относится бывший руководитель фондов *Winsdor* Джон Нефф, ко второй – бывший руководитель фонда *Magellan* Питер Линч. При этом доходность, достигнутая Линчем, сопоставима с доходностью Баффета за аналогичный период. Но Баффет показывает аномально высокую доходность (ежегодно превышающую рыночную доходность более чем на 10 п.п.) на протяжении более полувека!

Возникает вопрос: почему до сих пор никому не удалось повторить его результат и, по всей видимости, не удастся в ближайшем будущем, если дело сводится только к теории, которая к тому же хорошо известна, изложена в книгах и активно популяризуется самим Баффетом? Не означает ли это, что дело не только в стратегии и тактике инвестирования?

В каком-то смысле можно согласиться со сторонниками теории эффективного рынка, которые говорят о невозможности получения сверхрыночной доходности на протяжении более 50 лет.

<sup>8</sup> Название происходит от имен Бенджамина Грэхема (*Benjamin Graham*) и Дэвида Додда (*David Dodd*), авторов “Анализ ценных бумаг” (“*Security Analysis*”) – “Библии” сторонников стоимостной концепции инвестирования.

<sup>9</sup> Инвестиционная компания, которой Уоррен Баффет владел и управлял в 1957–1966 гг.

Успех Уоррена Баффета кажется невероятным, если его объяснять с позиций чистой финансовой теории – выбора акций, времени входа и выхода из инвестиций (*timing*), периода владения и использования долга и т.п. Безусловно, нельзя отрицать важность знания “правильной” теории как одного из факторов успеха Баффета, но только *как одного из*<sup>10</sup>. Но, по всей видимости, есть что-то, что отличает Баффета от других управляющих, и интересно понять, что именно. Разумеется, речь не идет о существовании “тайного знания”, что было бы равносильно наличию волшебной палочки.

Как представляется, объяснение феноменальному успеху Баффета можно дать, лишь выйдя за рамки его инвестиционной стратегии. Этот успех был обусловлен уникальной совокупностью факторов<sup>11</sup>. Среди них и благоприятные внешние обстоятельства, на которые Баффет никак не мог повлиять, и его собственные грамотные и вполне сознательные действия. Оставив подробное изложение инвестиционной стратегии нашего героя

за пределами данной статьи (эта стратегия уже неоднократно исследовалась и в научной, и в бизнес-литературе<sup>12</sup>), рассмотрим обстоятельства, выходящие за ее пределы.

## ОСОБЕННОСТИ ЛИЧНОСТИ И СТАРТОВЫЙ КАПИТАЛ

Уоррен Баффет родился в образованной, состоятельной и влиятельной семье (его отец был конгрессменом). Но неправильно думать, что он лишь приумножил богатство, накопленное его предками. Уоррен принял всевозможные меры предосторожности, чтобы гарантировать чистоту своего инвестиционного эксперимента и даже отказался от прав на наследство отца в пользу своей сестры. Однако финансовое положение семьи все же повлияло на его успех – косвенным путем.

Баффет подрабатывал с детства и еще школьником создавал свой маленький бизнес (продавал кока-колу, искал и перепродавал потерявшиеся шары для гольфа, работал разносчиком газет и т.п.). Обеспеченность семьи сыграла свою роль в том, что 100% заработанного ему позволялось откладывать, благодаря чему уже в юные годы Баффет сформировал неплохой капитал. Первые 10 тысяч долларов он сколотил еще до инвестиций в фондовый рынок.

Добавим к этому, что в силу личностных особенностей Баффет никогда не интересовался материальным потреблением (“в мире нет ничего материального, что бы меня очень интересовало”, – как-то сказал он). На протяжении всей жизни у него сохранялся высокий уровень сбережений (в процентах от доходов) – практически все заработанное Баффет инвестировал и реинвестировал.

<sup>10</sup> Стоимостная стратегия более эффективна в сравнении с некоторыми другими рыночными стратегиями, что признается и академическими финансистами. Например, в статье Chan L., Jegadeesh N. and Lakonishok J (см.: Chan L., Jegadeesh N. and Lakonishok J. Evaluating the Performance of Value Versus Glamour Stocks. The Impact of Selection Bias // Journal of Financial Economics. 1995. № 5) говорится о том, что инвестирование в *value stocks* (то есть в акции с низким мультипликатором *P/BV*) показывает лучшие результаты в сравнении с так называемыми *glamour stocks* с высоким мультипликатором *P/BV*. В статье Caj J. (см.: Caj J. Glamour and Value Strategies on the Tokyo Stock Exchange // Journal of Business Finance & Accounting. 1997. № 9–10) этот эффект подтверждается на примере Токийской биржи. По мнению автора, избыточная доходность *value stocks* по сравнению с *glamour stocks* составляет 6–12 п.п. на пятилетнем горизонте. В обширном исследовании на материале 1975–1998 гг. (см.: Gregory A., Harris R. and Michou M. An Analysis of Contrarian Investment Strategies in the UK // Journal of Business Finance & Accounting. 2001. № 9–10) эффект избыточной доходности *value stocks* исследуется применительно к акциям английских публичных компаний. Lakonishok J., Shleifer A., Vyshny R. (см.: Lakonishok J., Shleifer A., Vyshny R. Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk // The Journal of Finance. 1994. № 5) не только подтверждают такой эффект, но и показывают, что он не связан с увеличением рисковости портфеля. Porta R., Lakonishok J., Shleifer A., Vyshny R. (см.: Porta R., Lakonishok J., Shleifer A., Vyshny R. Good News for Value Stocks: Further Evidence on Market Efficiency // The Journal of Finance. 1997. № 2) полагают, что большая часть избыточной доходности *value stocks* объясняется более частыми, чем в случае *glamour stocks*, положительными сюрпризами относительно прибыли на акцию.

<sup>11</sup> Подробнее см.: Чиркова Е. Философия инвестирования Уоррена Баффета, или О чем умалчивают биографы финансового гуру. М., 2008.

<sup>12</sup> Суть инвестиционной стратегии Баффета – вложение средств в простой, понятный и предсказуемый бизнес с хорошим менеджментом и благоприятными внешними факторами. Баффета отличают также осторожное использование кредитного рычага, тщательное изучение каждого объекта инвестиций, инвестирование исключительно в рамках компетенции инвестора, ориентация на долгосрочный инвестиционный горизонт, независимое принятие решений и т.п. Его стратегия – разновидность стоимостного подхода к инвестированию, который можно определить как принятие инвестиционных решений с учетом недооценки или переоценки стоимости каких-либо активов и с расчетом на ее рост по фундаментальным причинам, а не в результате краткосрочных рыночных колебаний. Стоимостной подход проповедовался и проповедует такими инвесторами, как упомянутые Джон Нефф и Питер Линч, а также Фил Карретт, Томас Прайс, Джон Темплтон, Дэвид Дреман и др.

Размер стартового капитала кардинально влияет на успех инвестора. И пример партнерства Уоррена Баффета с Чарли Мангером – тому свидетельство. Несмотря на то что со времени вложений в *Berkshire* в середине 1960-х годов партнеры “прибавляли в весе” практически одинаково, в 1990-е годы состояние Баффета было более чем в 10 раз крупнее состояния Мангера. Последний довольствовался “скромными” тремя миллиардами, в то время как у Баффета было уже 42.

В первую очередь это объясняется объективными обстоятельствами жизни двух инвесторов – расходы Мангера на жизнь были существенно больше<sup>13</sup>. К тому же он был более склонен к потере роскоши, что тоже ограничивало его сбережения<sup>14</sup>. Как мы видим, разрыв в размерах состояния Баффета и Мангера был предопределен стартовой финансовой ситуацией. Будь расходы Уоррена в молодости более высокими, мы могли не узнать его имя вовсе – оно затерялось бы среди имен “простых миллиардеров”.

#### ВНЕШНИЕ ОБСТОЯТЕЛЬСТВА И ВЕЗЕНИЕ

Вряд ли можно согласиться с теми, кто успех Баффета целиком и полностью относит на счет везения, или случайности, но и отрицать роль благоприятных внешних обстоятельств в его жизни тоже не стоит. Другое дело, что не все инвесторы могут столь же успешно воспользоваться благоприятными обстоятельствами, даже если они им подворачиваются.

Итак, к началу своей самостоятельной инвестиционной карьеры в 1957 г., когда была создана управляющая компания *Buffett Partnership*, Баффет обладал значительным инвестиционным капиталом (140 тыс. долл.), что можно частично отнести на счет случайности. Везло ему и в дальнейшем.

Он создал свой бизнес в крайне благоприятный год. С одной стороны, акции уже несколько лет как показывали хороший рост после стагнации 1930–1940-х годов, вызванной Великой депрессией. С другой стороны, до первого масштабного

падения (1973 г.) было еще далеко. Таким образом, начало карьеры Уоррена Баффета совпадает с началом длинного “рынка быков”.

Как отмечалось, Баффет был учеником Грэхема. И Грэхем способствовал его успеху. Он обучил Уоррена премудростям ремесла – сначала как студента, а потом как сотрудника своей инвестиционной компании. Еще в бытность аналитиком в конторе Грэхема Баффет обогнал “патриарха” по доходности вложений, и Грэхем, который довольно рано отошел от дел, признал его своим лучшим учеником и оставил ему всех своих клиентов. Таким образом, Баффет в молодом возрасте (ему в 1957 г. было всего 27 лет) унаследовал отличную клиентскую базу своего наставника. Иными словами, у него был прекрасный старт. Частично, конечно же, это была его личная заслуга – не показывал бы он результат, никаких клиентов ему не завещали бы.

Важную роль сыграло и знакомство Баффета с Чарли Мангером в 1959 г. Мангер старше Баффета на шесть лет и на момент знакомства имел, пожалуй, больший инвестиционный опыт, в том числе и опыт ошибок. Наличие “старшего партнера” (так Мангера называет сам Баффет) позволило ему учиться на чужих ошибках. Так, у Мангера еще в 1950-е годы был неудачный опыт инвестиций в технологические компании. Убытков из-за быстрой смены технологии Мангер избежал чудом. Благодаря подобному опыту Баффет и Мангер еще лет за 30 до начала интернет-бума были готовы к тому, чтобы его “пропустить” (их словечко).

Не обошлось без толики удачи и при инвестициях в конкретные компании. Вспомним, например, заключенную в 1983 г. сделку по приобретению *Nebraska Furniture Mart* – крупнейшего мебельного ритейлера в Омахе. Прекрасная компания с высоким будущим темпом роста была куплена очень дешево – хватило прибыли за 6 лет.

Безусловно, нужно отдать должное внимательности и настойчивости Баффета, который давно следил за тем, как развивался этот бизнес. Он удачно выбрал момент для своей оферты, воспользовавшись разногласиями между престарелой владелицей магазина Розой Блюмкин и ее сыновьями. Баффет пообещал Розе, что она будет руководить бизнесом, как и раньше, а он не будет вмешиваться. Получив согласие на сделку, наш герой совершил ее очень быстро – через полтора часа вернулся с чеком, что не дало владелице времени передумать. Впоследствии Роза утверждала, что магазин, купленный Баффетом за 60 млн., стоил как минимум 100, но было уже поздно. Личная

<sup>13</sup> У Баффета “всего” трое детей. Мангер был женат дважды и в итоге содержал своих детей от первого брака, детей второй жены от первого брака и своих детей, рожденных во втором браке, – всего 8 ртов. Кроме того, один из его сыновей тяжело болел, и на его лечение Мангер потратил огромные суммы.

<sup>14</sup> Мангер построил самый длинный парусный катамаран в мире, затеял строительство пафосной резиденции в Санта-Барбаре и т.п.

заслуга Баффета в этом, конечно же, есть, но, с другой стороны, не каждому инвестору на его пути попадаются 95-летние старушки, готовые продать бизнес за полцены, лишь бы избавиться от контроля со стороны сыновей. И приведенный пример – не единственный.

### ВЫДАЮЩИЕСЯ СПОСОБНОСТИ

Уоррена Баффета отличает колоссальная целеустремленность. Уже в возрасте 6–7 лет он начал интересоваться фондовым рынком, впоследствии расстраиваясь, что не начал интересоваться раньше (это весьма характерно для его стиля). В восемь лет юный вундеркинд уже прочитал книги о фондовом рынке, имевшиеся в библиотеке отца, а два года спустя он взял все книги по инвестированию из местной библиотеки. В дальнейшем энтузиазм Уоррена только нарастал, не уменьшился он и сейчас, когда Баффету стукнуло 80 лет.

Нужно учитывать и выдающиеся умственные способности Баффета. Ему присущ редко встречающийся в природе двуполушарный тип мышления. Он имеет способности как к точным, так и гуманитарным наукам (например, Баффет – лауреат самой престижной в области журналистики Пулицеровской премии). Многогранные способности пригодились ему и в инвестиционном деле. Математические – для оценки компаний, а гуманитарные и в области психологии – для «обхаживания» собственников компаний (известна фраза Баффета: «Некоторые ребята обхаживают девушек, а я – компании»<sup>15</sup>). Нашего героя выделяет из толпы и выдающаяся работоспособность: обладая феноменальной памятью, в молодости он ежегодно анализировал почти 2000 годовых отчетов компаний, а сейчас – около тысячи.

### СТРУКТУРИЗАЦИЯ БИЗНЕСА

Структуризация бизнеса Баффета имеет ключевое значение для понимания его достижений. Изначально избранная для *Buffett Partnership* классическая двухуровневая структура (фонд и управляющая компания), была ликвидирована еще в 1966 г., а в 1969-м Баффет получил контроль над небольшой публичной компанией *Berkshire Hathaway*, которая и стала его инвестиционным холдингом и инструментом для всех портфельных инвестиций и приобретений.

<sup>15</sup> Цит. по: *Kilpatrick A. Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett. Birmingham, Alabama, 2005. P. 1367.*

Такая структура обладает целым рядом существенных преимуществ перед открытым фондом, где, как известно, пайщики могут существенно повлиять на результат управляющего в худшую сторону, забирая из него деньги при падении цен на рынке акций и вкладывая – на пике их роста. В этих случаях фонд вынужден продавать активы, чтобы высвободить наличность в период низких цен, и покупать акции – в период высоких. На результат же Баффета акционеры *Berkshire* никак повлиять не могут, если котировки компании падают, ему ничего с собственными активами делать не нужно.

Крайне важно, что Уоррену Баффету удалось получить контроль над публичной компанией, хоть и небольшой, уже в молодом возрасте (ему было тогда 39 лет). К этому времени Баффет скопил капитал, достаточный для поглощения умиравшей публичной компании, и вот уже почти 40 лет инвестирует через «правильную» юридическую структуру. К сожалению, Баффет никогда не пояснял, был ли выбор столь выигрышной юридической формы целенаправленным или случайным стечением обстоятельств.

### ДОСТУП К ИНФОРМАЦИИ

Нельзя обойти стороной и вопрос об уникальных связях Баффета в мире бизнеса и политики. В чем-то ему повезло, но во многом его связи – это его заслуга. «Увалень из Омахи», как нередко называют Уоррена Баффета, своим прорывом в круг сильных мира сего был обязан не только своим финансовым результатам, но и знакомству с Кэтрин Грэхем, покойной ныне владелицей *The Washington Post*. В 1977 г. Баффет затеял скупку акций контролировавшейся ею компании. Сначала госпожа Грэхем с подозрением отнеслась к скупке акций, пусть и не голосующих, ее семейной компании, но вскоре, когда Баффет и Грэхем познакомились лично, подозрения отпали.

Впоследствии Кэтрин, лично знакомая с Жаклин Кеннеди, Ричардом Никсоном, Линдоном Джонсоном, Маргарет Тэтчер, Генри Киссинджером, Индирой Ганди, принцем Уэльским, Рональдом Рейганом, Джорджем Бушем, Биллом Клинтон и другими влиятельными персонами, ввела Баффета в их мир. Нужно отдать ему должное: не существует не только прямых доказательств, но и малейших намеков на то, что он когда-нибудь воспользовался инсайдерской информацией. Однако несомненно и то, что, принимая инвестиционные решения, в дополнение к собственному анализу Баффет имеет возможность наводить справки че-

рез свой круг общения. А влиятельные люди есть и среди акционеров *Berkshire*.

Круг общения Уоррена Баффета нельзя рассматривать лишь через призму доступа к информации. Это еще и мощнейшие интеллектуальные ресурсы. Обсуждение глобальных проблем с близким другом Баффета Биллом Гейтсом дорогого стоит.

И, наконец, самое важное.

### КОНКУРЕНТНОЕ ПРЕИМУЩЕСТВО И УНИКАЛЬНОСТЬ РЫНОЧНОЙ НИШИ

Покупая для своей “инвестиционной коллекции” только компании с устойчивым конкурентным преимуществом, Уоррен Баффет превратил свой собственный бизнес в бизнес с огромным конкурентным преимуществом. Оно заключается в том, что многие собственники компаний, задумывающиеся о продаже бизнеса, готовы иметь дело с Баффетом эксклюзивно и, более того, продавать ему свой бизнес с существенной скидкой (по разным источникам, до 20%) от рыночной цены. Это объясняется тем, что Баффет – самый дружественный покупатель, которого только можно представить, а его ниша “белого рыцаря” по гамбургскому счету не слишком населена конкурентами.

После приобретения бизнеса Уоррен Баффет не увольняет менеджера-собственника, если тот хочет остаться у руля (“... с нашими менеджерами ничего не случается. Мы предлагаем им бессмертие”, – говорит наш герой<sup>16</sup>). При этом такой “подарок” Баффету ничего не стоит: он покупает только качественные компании, а если компания хороша, то хорош как управленец и человек, который ее создал.

Уоррен Баффет придерживается политики невмешательства в дела нижестоящих менеджеров. Ведь можно не увольнять бывшего менеджера-собственника, но при этом связать его по рукам и ногам, и человеку, который много лет никому не подчинялся, будет некомфортно работать в такой среде. Баффет же помогает, если на его помощь рассчитывают, но по своей инициативе в дела не вмешивается. Как выразился один из генеральных директоров компаний в составе *Berkshire*, Баффет “создает иллюзию собственности без самой собственности”<sup>17</sup>, и за эту иллюзию многие

готовы платить в виде скидки с продажной цены бизнеса.

Баффет покупает бизнес “навсегда” (это его термин), и его как инвестора нельзя отнести к какой-либо одной категории инвесторов с точки зрения их формальной классификации: он не стратег и не финансовый инвестор. Баффет – не стратег, поскольку не переключает купленный бизнес на свой лад, не ищет синергии с уже имеющимися у него аналогичными бизнесами, не объединяет его с другими компаниями в составе *Berkshire*. Но он и не финансовый инвестор, который неизбежно перепродает бизнес через несколько лет.

Баффет устраняет угрозу перекройки купленного бизнеса даже в далеком будущем. Все это привлекает к нему собственников компаний, не допускающих возможности продажи выращенных ими “жемчужин” прямым конкурентам, с которыми они воевали много лет. Такие собственники боятся и фондов, поскольку в конечном итоге и фонд перепродает бизнес тому же стратегу-конкуренту. Психологически комфортные условия сделки предлагает им лишь наш герой.

Баффет не финансирует покупки бизнеса у собственников закрытых компаний через долг. А многие собственники опасаются продажи бизнеса через сделки, финансируемые за счет долга (*leveraged buy-outs, LBO*), так как это может обанкротить и убить бизнес в будущем. И здесь опять “на белом коне” появляется Баффет, который всегда готов предложить в оплату 100% живых денег, а не долговые бумаги или акции.

Баффет еще и грамотно “сигналил” рынку о том, что он – дружественно настроенный инвестор. Так, он обычно не проводит комплексную проверку (*due diligence*) приобретаемой компании. Один из продавцов свой бизнес Баффету охарактеризовал его действия так: «Он создал новую концепцию в бизнесе. Она называется “доверие”»<sup>18</sup>. Почему же Баффет не несет на этом убытков? Ответ прост: он имеет дело только с порядочными людьми, да к тому же с теми, кто хочет продать бизнес именно ему, то есть не нацелен на выжимание из этой сделки 100% прибыли.

Вот что сам Уоррен Баффет говорит по этому поводу: “Мы хотели бы иметь дело с людьми, любящими свою компанию, а не только деньги, которые им принесет продажа (хотя мы, конечно же, понимаем, почему человек любит и деньги тоже). Если существует эмоциональная привязанность к бизнесу, это свидетельствует о том, что у

<sup>16</sup> Цит. по: *Miles R. The Warren Buffett CEO. N. Y., 2002. P. 353.*

<sup>17</sup> Цит. по: *Miles R. Ibid. P. 278.*

<sup>18</sup> Цит. по: *Miles R. Op. cit. P. 221.*

этого бизнеса мы наверняка обнаружим важные характеристики: честный бухучет, гордость за продукт, уважение к клиентам, лояльный персонал, у которого есть понимание направления движения. Обратное тоже верно. В тех случаях, когда собственник продает свой бизнес, не проявляя интереса к тому, что будет после сделки, очень часто можно обнаружить, что бизнес специально приукрашен для продажи, особенно если продавец – финансовый инвестор. И если собственник уделяет недостаточно внимания своему бизнесу и персоналу, то сотрудники будут распространять это отношение на всю компанию<sup>19</sup>.

Если же “...нужно слишком многое раскапывать, – полагает Баффет, – значит, что-то в этом бизнесе не так”<sup>20</sup>. И в такие компании он в принципе не инвестирует. О случаях, когда после покупки Баффет обнаружил бы скелеты в шкафу, не известно, за исключением, пожалуй, приобретения страховой компании *General Re*.

Баффет – “великий мотиватор” своих подчиненных. Быть частью семьи *Berkshire* не только престижно, но и ответственно. Руководители направлений искренне думают о том, чтобы “не подвести Уоррена, не разочаровать его”<sup>21</sup>, и их можно понять. Представьте, что вы работаете в компании номер один в мире и по вашей вине... Но помимо пряников, есть и кнуты. Финансовая мотивация генеральных директоров дочерних компаний завязана исключительно на доходность на вложенный капитал, а не на экстенсивное развитие. Опционы не используются, поскольку искажают мотивацию – владелец опциона не несет риска снижения цены акций, то есть получает либо выигрыш, либо ничего, тогда как настоящий собственник акций может иметь и проигрыш.

Наконец, продать бизнес Баффету, когда имя его так прогремело, очень престижно. Такая сделка означает, что Вы, по сути, вошли в закрытый клуб, где только избранные. Один такой удачливый владелец сети ювелирных магазинов даже выпустил книгу, которую назвал “Что я узнал до того, как продал свой бизнес Уоррену Баффету”<sup>22</sup>. Все это делает Баффета самым желанным покупателем.

Здесь опять возникает тот же вопрос: если стратегия Баффета настолько успешна, то почему она

не воспроизводится? Ответ на него дал сам гуру. Он утверждает, что ему “удалось создать такую корпоративную культуру, потому что он поглотил компанию в молодом возрасте (34 года) и потому что он не должен был выходить на пенсию в 65 лет, и у него было достаточно времени. Большинство генеральных директоров наследуют сложившуюся корпоративную культуру на короткий промежуток времени, в течение которого они могут оказывать влияние на развитие организации. Ко всему прочему, эти бизнесы так велики, что они начинают сопротивляться изменениям, даже если генеральный директор предлагает лучший метод управления”<sup>23</sup>.

Добавьте к вышесказанному и такие “мелочи”, как грамотное использование теории игр в сделках по слияниям и поглощениям (продавец первым называет цену, и каждое предложение Баффет рассматривает только один раз), а также возможность быстрого совершения сделки благодаря огромной финансовой подушке. “Если вы собираетесь подстрелить редкого и быстро передвигающегося слона, – поясняет наш герой, – то вы всегда должны носить с собой заряженное ружье”<sup>24</sup>. И, наконец, завершая перечень подобных “мелочей” возможностью единоличного принятия решений в *Berkshire* и отказом от комплексных проверок при приобретении бизнеса, вы получите уникальный образ инвестора, не похожего ни на одного из ныне живущих.

Получается, что Баффет – единственный, кто смог превратить свой ранний успех, который может частично объясняться и случайностью, в долгосрочное и устойчивое конкурентное преимущество перед другими инвесторами. А вот это уже было сделано сознательно, и заслуга здесь принадлежит целиком ему. Баффет сумел создать свое конкурентное преимущество примерно к 1980-м годам (именно в эти годы его имя стало узнаваемым), когда количество инвестиционных фондов резко возросло, и конкуренция за хороший бизнес обострилась. Но Баффет к этому времени уже занял свою уникальную нишу.

## В СРАВНЕНИИ С ДРУГИМИ ИНВЕСТОРАМИ

Еще один трюк Баффета – специфическое использование заемных средств в инвестиционной стратегии, не характерное для инвестиционных фондов. Он очень настороженно относится к

<sup>19</sup> *Buffett W.* Chairman’s Letter to Shareholders / Berkshire Hathaway Annual Report. Omaha, Nebraska, 2000.

<sup>20</sup> Цит. по: *Lowe J.* Warren Buffett Speaks: Wit and Wisdom from the World’s Greatest Investor. N.Y., 1999. P. 123.

<sup>21</sup> Цит. по: *Miles R.* Op. cit. P. 192.

<sup>22</sup> См.: *Helzberg B.* What I Learned Before I Sold to Warren Buffett. N.Y., 2003.

<sup>23</sup> Цит. по: *Miles R.* Op. cit. P. xii.

<sup>24</sup> *Buffett W.* Chairman’s Letter to Shareholders / Berkshire Hathaway Annual Report. Omaha, Nebraska, 1987.

работе на заемных средствах, будь то финансирование сделок по слияниям и поглощениям или игра на фондовом рынке, и не раз предостерегал инвесторов об опасности “жизни в кредит”.

Однако сам Баффет долг использует. Та доходность, которую мы видим, – это результат работы с долговым “плечом”, правда, “плечо” у Баффета специфического рода. Он редко привлекает классические кредиты или выпускает облигации. Львиная доля его бизнеса приходится на страхование, а внутри этого сегмента – на страхование мегакатастроф. Страховые премии в данном виде страхования – это источник длинных денег, так как выплаты могут отстоять от момента привлечения средств на несколько лет. Помимо этого, такие “кредиты” могут быть получены под чрезвычайно выгодную процентную ставку вплоть до отрицательной<sup>25</sup>.

Баффет опубликовал данные по ценам привлечения капитала через страховой бизнес в 1967–1997 гг., то есть на протяжении 31 года. Из них 17 лет стоимость обслуживания заемного капитала у него была отрицательной и еще 9 лет – ниже доходности государственных облигаций<sup>26</sup>. Баффет объясняет, как ему это удается, – за счет мотивирования сотрудников не на объем выручки, а на доходность<sup>27</sup>. Таким образом, выдающийся инвестор работает на крайне дешевом долге, и та доходность акций, которую мы видим у *Berkshire*, строго говоря, не сравнима с доходностью фондов, которые долг не используют.

Второе важное отличие стратегии Баффета – вложение средств не только в публичные компании, но и в целиком закрытые. А с точки зрения доходности это уже другая история. Сравнение с индексом *S&P500*, которое он любит, здесь уже не совсем корректно.

## ЗАКЛЮЧИТЕЛЬНЫЕ ЗАМЕЧАНИЯ

Ответ на вопрос, как Баффету удалось стать тем, кем он стал, лежит в рамках философствований Нассима Талеба, утверждающего в своих

книгах “Одуроченные случайностью” и “Черный лебедь”, что редкие события, вероятность которых современная финансовая теория оценивает как ничтожные, в реальности случаются с завидной периодичностью<sup>28</sup>. Такие события Талеб называет “черными лебедями” по ассоциации с классическим примером, иллюстрирующим несовершенство индуктивных обобщений<sup>29</sup>.

Баффет – это позитивный “черный лебедь”, существование которого “не предусмотрено” теорией, однако же он родился. Тот факт, что результат Уоррена Баффета невозможно объяснить (или предсказать) с позиций финансовой теории, не удивителен. Жизнь богаче любой теории.

Здесь можно провести аналогию с землетрясениями. Геофизики пока не научились точно предсказывать землетрясения, известно только, что чем они разрушительнее, тем реже происходят. Считается, что землетрясения описываются законом критической массы. Иногда, очень редко, уникальные обстоятельства складываются так, что равновесие нарушается, но нельзя сказать, где и когда это в следующий раз случится.

По этой же причине до сих пор не создано универсальной теории финансовых пузырей. В этом смысле правы американские бихевиористы Мейр Статман и Джонатан Шейд, полагающие, что инвесторы как группа в целом не предугадали выдающейся результат Баффета<sup>30</sup>. В этой точке они даже сходятся со своими интеллектуальными противниками – сторонниками гипотезы об эффективности рынка, утверждающими, что на финансовом рынке нет разумной (осознанной) заведомо выигршной стратегии.

Понятно, что при помощи анализа уникальных обстоятельств биографии и подхода к инвестированию Уоррена Баффета не создашь теории, позволяющей достичь такого же, как у него, результата (тем более что игра, в которую все играют, становится менее доходной). Этот анализ не дает и возможности спрогнозировать появление следующего Баффета. Не вызывает сомнений, что если и появится когда-нибудь новый финансовый гений, он достигнет своего результата отнюдь не за счет слепого копирования стратегии нашего героя – меняющаяся финансовая среда потребует новых идей и находок.

<sup>25</sup> В страховании цена привлечения капитала представляет собой отношение суммы убытков от страхования за конкретный год к сумме собранных премий. Цена привлечения капитала считается отрицательной, если страхование было прибыльным само по себе, без учета инвестирования собранных премий.

<sup>26</sup> См.: *Buffett W.* Chairman’s Letter to Shareholders / *Berkshire Hathaway Annual Report*. Omaha, Nebraska, 1997.

<sup>27</sup> Более детальное обсуждение этой темы лежит за рамками статьи. Подробнее см.: *Чиркова Е.* Философия инвестирования Уоррена Баффета, или О чем умалчивают биографы финансового гурю. М., 2008.

<sup>28</sup> См.: *Талеб Н.* Одуроченные случайностью. Скрытая роль шанса на рынках и в жизни. М., 2008; *его же.* Черный лебедь. М., 2009.

<sup>29</sup> Черные лебеди, обнаруженные в Австралии, опровергли основанное на опыте убеждение, что все лебеди белы.

<sup>30</sup> См.: *Statman M., Scheid J.* Buffett in Foresight and Hindsight. Working Paper. Las Vegas, 2001.

Несмотря на это, анализ феномена Баффета, безусловно, важен, поскольку разрешает противоречие, в котором запутались сторонники эффективного рынка. Они отказываются признавать наличие на современном конкурентном рынке выигрышной стратегии, которая устойчиво приносит бы такую аномальную доходность. И правильно делают! Однако, как было показано в данной статье, успех нашего героя не относится на 100% на счет правильной теории.

Уоррен Баффет создал себе как инвестору весомое конкурентное преимущество. Удивительно, что наличие подобного преимущества у некоторых производственных компаний никто не оспаривает, а тот факт, что оно может быть и у инвесторов, почему-то до сих пор не признается. Ведь нет сомнения в том, что компания *Coca-Cola* имеет серьезное преимущество перед мелким региональным производителем напитков в силу мощи своей дистрибьюторской сети и вековой известности бренда, а *Toyota* по эффективности настолько превосходит американские автомобильные компании, что ее уже не догнать. Компаниям *Airbus* и *Boeing* на рынке дальнемагистральных самолетов большой вместимости вообще не с кем конкурировать, и тем более нет серьезных конкурентов у *Microsoft*.

Производственные компании с конкурентным преимуществом, как правило, зарабатывают более высокую доходность на капитал, чем их конкуренты. Почему же подобное не может происходить и на финансовом рынке? Как представляется, может, и Баффет – тому отличный пример.

Сторонники гипотезы об эффективности рынка ищут объяснения феномену Баффета *изнутри* финансовой науки и выбирают из двух вариантов: признать его случайным или попросту замолчать вопрос. Второй подход в настоящий момент “предпочтительнее”, ибо списывать все на случайность становится неприличным – это слишком уж идет в разрез с фактами.

Вместе с тем достаточно выглянуть из окошка финансовой науки и посмотреть на окружающий мир. И получается, что успех Баффета (его аномально высокую доходность) можно разложить на три составляющие, две – в сфере финансовой науки и одна – за ее пределами:

– “правильная” теория (стоимостной подход), увеличивающая доходность по сравнению со среднерыночной (легко воспроизводимая часть успеха);

– конкурентное преимущество перед другими инвесторами (очень трудно воспроизводимая часть успеха, поскольку создание такого преимущества занимает десятки лет);

– уникальное стечение факторов и обстоятельств (невоспроизводимая в принципе часть успеха).

Такое объяснение делает успех Баффета “легитимным”, в чем большинство академических финансистов ему раньше отказывали.

**Ключевые слова:** Уоррен Баффет, инвестирование, стоимостное инвестирование, гипотеза об эффективности рынка, сверхрыночная доходность.