

# ЗМІСТ

<b>ВСТУП</b>	13
Засадничі правила	14

## ЧАСТИНА I

<b>Розділ 1. ЗАГАЛЬНІ ПРИНЦИПИ</b>	21
Фундаментальні принципи Бенджаміна Грехема	22
Містер Ринок	24
Коли ви володієте акціями, володієте бізнесом	25
Ринкові ворожіння	27
Передбачувані спади	28
Із «Листів до партнерів».Спекуляція, ринкові прогнози та спади	30
Інвестиція в мудрість	33

<b>Розділ 2. СКЛАДНІ ВІДСОТКИ</b>	34
Радощі накопичення складних відсотків	36
Які перспективи у сучасних інвесторів	39
Із «Листів до партнерів».Радощі накопичення складних відсотків	41
Інвестиція в мудрість	45

<b>Розділ 3. ІНДЕКСУВАННЯ РИНКУ: ЧИ МОЖНА НІЧОГО НЕ РОБИТИ</b>	46
Вищі стандарти для сучасних пайових фондів	47
Більшості фондів так і не вдається змахнути крильми	50
Із «Листів про Партнерство».Слово на користь пасивного інвестування	52
Інвестиція в мудрість	55

<b>Розділ 4. ВИМІРЮВАННЯ: НЕ РОБИТИ НІЧОГО, ЧИ ВСЕ-ТАКИ ЩОСЬ РОБИТИ?</b>	57
Амбітна мета	60
Найліпший тест — довготривалий	61
Із «Листів до партнерів».Вимірювання	63
Інвестиція в мудрість	68

<b>Розділ 5. ПАРТНЕРСТВО: ВИТОНЧЕНА СТРУКТУРА</b>	70
Засади Партнерства Баффета	71
Єдине Партнерство <i>BPL</i>	73
Правила <i>BPL</i>	74
Як менеджери отримують зарплату, коли інвестори не мають прибутку	74
Комісія за низьку продуктивність	75
Орел – він виграв, решка – я програв	76
Забезпечення ліквідності	77
Із «Листів до партнерів». Повний лист 1961 року про структуру <i>BPL</i>	78
Інвестиція в мудрість	82

## ЧАСТИНА II

<b>Розділ 6. ЗАГАЛЬНІ АКТИВИ</b>	85
Чому Загальні інвестиції спрацьовують	92
Метод глибинної вартості	94
Нова ідея	97
Метод нарощування якості	101
А що ж робити вам?	103
Приклад з історії <i>BPL</i> . Трастова компанія <i>Commonwealth</i>	108
Поточний стан речей	110
Із «Листів до партнерів». Загальні активи	110
Інвестиція в мудрість	117

<b>Розділ 7. РЕГУЛЯЦІЙНІ</b>	118
Арбітражна операція зі злиття	120
Балансир продуктивності	122
Заглибмося в арбітражні операції	124
Приклад з історії <i>BPL</i> . <i>Texas National Petroleum</i> , лист за результатами 1963 року	125
Уроки з «Листів до партнерів». Регуляційні операції	128
Інвестиція в мудрість	130

<b>Розділ 8. КОНТРОЛЬОВАНІ</b>	132
Приклад з історії <i>BPL</i> . Картографічна компанія <i>Sanborn</i>	133
Уроки операцій з отримання контролю	137
Оцінювання бізнесу за активами	142
Коригування вартості активів: угору чи вниз?	143
Діяльність бізнесу безпосередньо пов'язана з вартістю	146

«Їдемо причепом»	147
Уроки з «Листів до партнерів». Контрольовані операції	150
<b>Розділ 9. ЗАНУРЕННЯ В DEMPSTER: ГРА З ПЕРЕТВОРЕННЯ АКТИВІВ</b>	156
Демонтаж вітряка	157
Гнучке мислення	158
Вартість: облікова вартість на противагу внутрішній вартості	161
Жива оцінка	163
Ніколи не забувайте про баланс	164
Уроки з «Листів до партнерів». <i>Dempster Mill</i>	165
Лист до акціонерів <i>Dempster Mill</i> (не включений у «Листи до партнерів»)	172
Інвестиція в мудрість	176
<b>ЧАСТИНА ІІІ</b>	
<b>Розділ 10. КОНСЕРВАТИЗМ ЧИ ШАБЛОННІСТЬ</b>	179
Мислити самостійно	181
Робимо ставки	182
Тест на консерватизм	184
Ваша найліпша ідея визначає ваш наступний вибір	185
Уроки з «Листів до партнерів». Шаблони чи консерватизм	186
Інвестиція в мудрість	194
<b>Розділ 11. ПОДАТКИ</b>	196
Не плутати мету й засоби	197
А може, назавжди?	199
Схеми уникнення сплати податків	201
Уроки з «Листів до партнерів». Податки	202
Інвестиція в мудрість	207
<b>Розділ 12. МАСШТАБ І ЕФЕКТИВНІСТЬ</b>	208
Уроки з «Листів до партнерів». Питання масштабу	212
Інвестиція в мудрість	216
<b>Розділ 13. (НЕ)ЗРОСТАННЯ</b>	218
Прогулянка з BPL	219
Конгломерати	221

Прогулянка з <i>Capital Fund</i>	224
Різні результати	226
Емоційний IQ	228
Уроки з «Листів до партнерів». (не)Зростання	230
Інвестиція в мудрість	252
<b>Розділ 14. РОЗПОДІЛ МУДРОСТІ</b>	254
Представлення Білла Руана	256
А кому муніципальних облігацій?	259
Питання щодо Контрольованих активів	261
Уроки з «Листів до партнерів». Заключне слово	263
Інвестиція в мудрість	278
<b>ЕПІЛОГ. ДО ВИЩОЇ ФОРМИ</b>	280
Корпоративне Партнерство	280
Фотознімки чи кіножурнали	281
Бачити Поле	283
Засадничі принципи на вищому рівні	283
<b>ПОДЯКИ</b>	285
<b>Додаток А.</b> Результати Партнерства В.Баффета	287
<b>Додаток В.</b> Результати роботи Партнерства В. Баффета порівняно з провідними трастовими і взаємними фондами	289
<b>Додаток С.</b> Ефективність фонду <i>Sequoia</i>	290
<b>Додаток D.</b> <i>Dempster Mill</i>	291
<b>Додаток Е.</b> Останній лист В. Баффета Механізм роботи неоподатковуваних муніципальних облігацій	292
Механізм роботи неоподатковуваних облігацій	293
Оподаткування	294
Ліквідність	296
Конкретні сфери закупівлі	298
Облігації з можливістю дочасного погашення	300
Погашення та математика облігацій	301
Дисконтні облігації чи облігації з повним купоном	304
Процедура	306
<b>ПРО АВТОРА</b>	308
<b>ПРИМІТКИ</b>	309

## ВСТУП

«Коли я управляв одним мільйоном доларів, або десятьма мільйонами, якщо по правді, то інвестував їх усі. Найвищі показники прибутку за весь час діяльності мав у 1950-ті роки. Я просто розтоптав Dow. Вам варто поглянути б на цифри. Але тоді я інвестував копійки. Не мати багато грошей — величезна структурна перевага. Гадаю, на одному мільйоні я міг би заробляти вам по 50% на рік. Та ні — я точно знаю, що можу. Я це гарантую»<sup>2</sup>.

— Воррен Баффет, *Businessweek*, 1999 рік

Воррен Баффет 1956 року працював у Нью-Йорку разом із наставником, творцем методики оцінювального інвестування, Бенджаміном Грехемом. Коли Грехем вирішив піти на пенсію, то запропонував найліпшому учневі частку в своїй компанії *Graham-Newman*, але 25-річний Баффет натомість вирішив повернутися додому. Невдовзі по тому на проханням чотирьох родичів і трьох друзів він заснував інвестиційну компанію — *Buffett Associates, Ltd.* Проте, перш ніж прийняти у нових партнерів їхні чеки, Воррен запросив усіх на вечерю в клубі *Omaha*. За їжу кожен розраховувався сам<sup>3</sup>.

Того вечора Баффет передав кожному з присутніх юридичний документ на кілька сторінок — офіційну угоду про партнерство — і порадив присутнім не надто перейматися змістом тих паперів, мовляв: сюрпризів там немає. Метою зібрання було обговорення того, що він уважав набагато важливішим: Засадничих Правил. Баффет роздрукував під копірку коротенький перелік ключових принципів і докладно обговорив кожен пункт. Він наполягав на повній автономії. Не збирав-

\* Потім компанія Воррена Баффета отримала назву *Buffett Partnership Ltd.*, тож повсюдно в тексті книги її називаємо просто «Партнерство». — Тут і далі — прим. пер., якщо не зазначено ін.

ся обговорювати, чим конкретно займається Партнерство, і надав дуже мало подробиць щодо своїх поточних активів. Він сказав: «Ці засадничі правила — філософське підґрунтя. Якщо ви згодні зі мною, ходімо. Якщо ні — я зрозумію»<sup>4</sup>.

## Засадничі правила

1. Партнерам у жодному сенсі не гарантується певна ставка прибутку. Партнери, які знімають 0,5% щомісяця, просто саме це й роблять: знімають. Якщо ми не заробимо 6%, щомісячні платежі будуть частковим або й сумарним інвестиційним прибутком.
2. Слідом за будь-яким роком, коли нам не вдається досягти принаймні 6-відсоткового зростання, настане рік, коли партнери побачать, що отримують знижені щомісячні платежі.
3. Коли ми говоримо про щорічні прибутки чи втрати, ідеться про ринкову цінність; тобто про те, як наші активи оцінюються на ринку наприкінці року проти того, як вони оцінювалися за тими самими критеріями на його початку. Це може вкрай слабо пов'язуватися з реальними результатами, якщо врахувати оподаткування того ж року.
4. Оцінювання доброго чи поганого виконання власної роботи має здійснюватися не на підставі того, залишаємося ми в плюсі чи в мінусі за результатами року. Натомість здійснюємо оцінювання на підставі того, що маємо порівняно із загальним становищем на ринку цінних паперів за даними *Dow Jones Industrial Average*, провідних інвестиційних компаній тощо. Якщо наші показники кращі порівняно з цими орієнтирами, вважаємо рік удалим незалежно від того, у мінусі ми чи в плюсі. Якщо ж вони гірші, маєте підстави закидати нас помідорами.
5. Я віддав би перевагу п'ятирічній системі звітності й вважаю три роки мінімальним терміном для оцінювання ефективності. Без сумніву, в певні роки результати в нашого Партнерства будуть гіршими, ніж у *Dow* — можливо, значно гіршими. Якщо впродовж якихось трьох років або довше результати будуть незадовільні, муситимемо

шукати, куди інакше слід помістити свої гроші. Винятком до цього твердження будуть три роки, протягом яких компенсуватимуться наслідки «вибухів» на спекулятивному ринку.

6. Я не займаюся передбаченням загальних процесів на біржовому ринку або коливань ділової кон'юнктури. Якщо ви вважаєте мене здатним до цього або гадаєте, що це важливо для інвестиційної діяльності, — наше Партнерство не для вас.
7. Я не можу обіцяти партнерам результати. Що я можу обіцяти та обіцяю:
  - a) наші інвестиції здійснюватимуться на підставі вартості активів, а не їхньої популярності;
  - b) ми намагатимемося звести ризик постійної втрати капіталу (але не короточасні втрати котирування) до абсолютного мінімуму, прагнутимемо високого запасу міцності в кожному з наших вкладень і різноманітності тих вкладень та
  - c) мої дружина й діти та я сам триматимемо практично весь наш капітал інвестованим у Партнерство<sup>5</sup>.

Усі запрошені того вечора до клубу *Omaha* підписали ці папери, і Баффет прийняв їхні чеки. Коли приєднувалися нові партнери, кожного з них теж ґрунтовно знайомили з цими Засадничими Правилами. А по тому кожному з партнерів щороку надсилали оновлену копію.

Упродовж наступних років Воррен Баффет надіслав до своєї невеличкої групи послідовників, що дедалі розширювалася, серію листів, у яких повідомляв про зміст і результати своєї роботи. Він використовував ті листи як інструмент навчання для зміцнення й розширення розуміння читачами концепцій, що стоять за Засадничими Правилами, намагався сформулювати очікування щодо майбутніх результатів і прокоментувати поточні процеси на ринку. Спершу він писав листи раз на рік, та коли чимало партнерів почали скаржитися на те, що «рік — надто довгий проміжок між чарками», — уже писав не рідше, ніж раз на півроку.

Ці «Листи до партнерів» — демонстрація роздумів і підходів Баффета в часи безпосередньо перед більш відомим періодом його головування в *Berkshire Hathaway*; це був етап, коли Воррен продемонстрував без-

прецедентний інвестиційний успіх навіть порівняно з його послужним списком у *Berkshire*. Хоча він очікував, що будуть роки добрі й погані, але думав, що 10% переваги над *Dow* досяжні лише впродовж більшості періодів тривалістю в 3–5 років (а не всіх), і саме на це орієнтувався.

Однак все вдалося набагато ліпше. Воррен Баффет постійно перемагав ринок, а невдалих років у нього не було ніколи. Постійно він збільшував капітал партнерів майже на 24% щороку після сплати комісії. І саме на цей, ранній період припадають багато найліпших років його кар'єри.

Уроки, які містяться в цих його коментарях, містять позачасові настанови для будь-яких інвесторів — від новачків і аматорів аж до найвищих професіоналів. У них міститься послідовний набір дуже ефективних принципів і методів, які не передбачають використання модних технічно складних і надзвичайно популярних інструментів, яких так багато на сучасному ринку (так само, як і в будь-які часи). Тимчасом як там усюди є певний тип складного аналізу, що має задовольнити й досвідчених професіоналів, листи Баффета — це все-таки своєрідний підручник з інвестування для початківців. Вони забезпечують формування базового підходу на основі здорового глузду, доступного розумінню кожного.

Ті «Листи до партнерів» і мудрість, вміщена в них, нині вперше докладно обговорюються в цій книзі доступною мовою, і через них ми можемо ознайомитися з такими засадничими принципами, як стратегія диверсифікації активів Баффета всупереч ринковим тенденціям, його майже побожне вшанування капіталізації відсотків і його консервативний (порівняно зі звичною практикою) процес ухвалення рішень. У листах викладені також методи інвестування в Недооцінені, Регуляційні й Контрольовані акції.

Тут викладено також три основні «напрямки діяльності» Баффета, що з плином часу пережили дуже цікаву й важливу еволюцію, яку ми з вами досліджуватимемо окремо.

По суті, ці листи мають величезне значення, адже передають мислення успішного молодого інвестора, який працює спершу з дуже скромними сумами, — мислення, яке можуть перейняти й використовувати інші інвестори, що виходять на ринок, для досягнення довготривалого успіху. Ці тексти є вагомим аргументом на користь перспективної стратегії,



орієнтованої на вартість, особливо життєздатної в такі неспокійні часи, як наші, коли люди вразливі до спекулятивних короткочасних інструментів, часто з використанням кредитних коштів, які рідко бувають ефективними в далекій перспективі. У них сформульовано позачасові принципи консерватизму та внутрішньої дисципліни, що склали основу успіху Баффета.

Якби молодий Баффет започаткував свою компанію сьогодні, можна не сумніватися, він досяг би таких само приголомшливих результатів. Насправді він публічно «гарантує», що зможе сьогодні отримувати 50% річного доходу, маючи лише кілька мільйонів доларів. Ця висока норма прибутку (на незначну суму) була б так само можлива зараз, як і багато років тому, адже ринкова неефективність нікуди не поділася (особливо на невеликих, не надто відомих бізнес-підприємствах). І позаяк він — блискучий інвестор; але ринок акцій і досі має коротку пам'ять, і ми спостерігаємо шалені коливання в цінах лише через страх і жадібність гравців, вправні інвестори, здатні прийняти тверезий спосіб мислення, завжди матимуть можливість отримання шалених прибутків.

Нині, як і завжди, багатьом інвесторам бракує стійкості й дисципліни — яких потребує інвестування, що ґрунтується на реальній вартості активів. У листах, які пише один за одним, Воррен Баффет повертається до тези: його принципи незмінні за своєю природою. Ідеться про підхід, за якого загальні принципи стоять вище за звичайну оперативну кмітливість. Залишатися вірним обраному напрямку, не втягуватися в модні тренди — одне з найскладніших завдань навіть для найдосвідченіших інвесторів. Нам слід навчатися в Баффета вміння опановувати в процесі інвестування власні емоції.

Кожен розділ цієї книги організований навколо однієї ідеї або теми, викладеної в листах, і має один і той самий основний формат: розпочинається з певного огляду питання із заглибленням у передісторію. Сподіваюся, це створить історичний контекст і дасть змогу глибше оцінити ступінь актуальності цих текстів для нашого часу.

Далі я в повному обсязі надаю найважливіші фрагменти листів на кожную тему. Це не лише дає змогу «неквапно смакувати нектар» із Баффетового джерела; цю книгу можна використовувати як довідковий матеріал для аналізу роботи інвестора в той період. Коли ми збираємо