

# КОРПОРАТИВНАЯ ФИНАНСОВАЯ АНАЛИТИКА

## Феномен Уоррена Баффетта с позиций современной финансовой теории, или роль имиджа в его инвестиционной стратегии

Чиркова Е.В.<sup>5</sup>

*В статье предлагается объяснение феномену Уоррена Баффетта, который зарабатывает более 20% годовых на капитал в течение примерно 60 лет. Современная финансовая теория отрицает принципиальную возможность такого результата. Использование Баффеттом концепции стоимостного (ценностного) инвестирования не может служить объяснением феномена в полном объеме, так как данную концепцию знают многие инвесторы, но никто сравнимых результатов не достиг. Автор утверждает, что секрет успеха Баффетта лежит не только в плоскости инвестиционной теории, но и в превращении его собственного имени в супербренд в слияниях и поглощениях, а также используемой им «политике невмешательства» в дела приобретаемых компаний. В результате такого подхода Баффетт имеет возможность покупать первоклассные компании по умеренным ценам и удерживать ключевой персонал, влияющий на создание добавленной стоимости.*

*JEL: G10; G30*

*Ключевые слова: теория инвестиций, акции*

Некоторые ребята тусуют девушек, а я тусую компании.  
У. Баффетт

### 1. Постановка проблемы

Широко известен тот факт, что Уоррен Баффетт – самый выдающийся инвестор нашего времени. Начав играть на фондовом рынке на свои скромные сбережения, которые он накопил из своей зарплаты разносчика газет, Баффетт создал состояние, которое в настоящее время оценивается примерно в 52 млрд долл. В списке Форбс самых богатых людей планеты он стабильно занимает второе место, уступая только Биллу Гейтсу. Доходность вложений Баффета в течение 50 с лишним лет составляет более 20% годовых.

Такой результат является уникальным в современной истории, ведь других выдающихся инвесторов можно поделить на две группы: тех, кто «бил рынок» в течение длительного времени (более 20 лет), но примерно на три процентных пункта в год и зарабатывал в среднем «всего» 12% на вложенный капитал (сам рынок в долгосрочной перспективе растет примерно на 9% в год); или тех, кто зарабатывал более 20% в год, но на более коротком интервале (до 15 лет). К первым относится, например, бывший управляющий одним из фондов семейства Windsor Джон Нефф; самый известный из вторых – бывший

---

<sup>5</sup> доцент кафедры «Экономика и финансы фирмы» экономического факультета ГУ-ВШЭ, к.э.н., автор книг «Действуют ли менеджеры в интересах акционеров?», «Как оценить бизнес по аналогии», «Философия инвестирования Уоррена Баффетта»

управляющий фондом Магеллан Питер Линч, отошедший от дел после 14 лет оглушительного успеха, которые пришлось на длинный «рынок быков». На «бычьем рынке» его доходность оказалась сопоставимой с доходностью Баффетта, но такой результат дал бы его подход на «медвежьем рынке» – неизвестно.

Баффетт же показывает аномальную доходность и в хорошие, и в плохие времена. Его результат заставляет усомниться в верности широко распространенного аргумента сторонников эффективного и рационального рынка, который они формулируют так: успехи тех, кто стабильно обыгрывает рынок, объясняются теорией вероятности – если в казино играют миллионы людей, то не исключено, что кто-то выиграет несколько раз подряд. Слишком уж долго не прекращается золотой дождь, падающий на нашего героя. А альтернативных объяснений феномену Баффетта финансовая теория не предлагает.

Некоторые сторонники Баффетта пытаются найти объяснение его результатам в том, что он является так называемым ценностным инвестором (value investor).

Концепция ценностного, или стоимостного, инвестирования<sup>6</sup> существует в контексте двух противопоставлений. Во-первых, так называемые ценностные акции (value stocks) противопоставляются растущим акциям (growth stocks): первые – это акции уже сформировавшихся компаний, имеющих неплохую прибыль, достаточно устойчивых и надежных, которые, однако, не оставляют инвестору надежд на резкий (кратный) рост бизнеса; вторые – акции компаний на более ранней стадии развития, с существенно большим потенциалом роста, но и более рискованные, так как перспективы могут и не материализоваться.

Второе противопоставление больше касается инвестиционных стратегий самих игроков. Считается, что ценностные инвесторы выискивают недооцененные (по сравнению с их справедливой ценой) акции в надежде, что рынок рано или поздно оценит их по достоинству. Для этого они серьезно углубляются в оценку активов, в то время как их антиподы – те, кто придерживается технического анализа, – думают о том, куда пойдет рынок завтра (послезавтра, в течение года и т.п.) – вверх или вниз. Они стараются предугадать движения рынка, которые могут быть никак не связаны с изменением реальной стоимости акций, возникающих из-за подвижек в положении отдельных компаний и макроэкономики в целом. Такой инвестор может купить переоцененные акции в надежде на дальнейший рост, тогда так для ценностного инвестора такой шаг – табу.

Баффетт является ценностным инвестором и в первом и во втором смысле. Я готова согласиться с аргументами сторонников стоимостного инвестирования в пользу предпочтительности их теории, однако проблема состоит в том, что стоимостным подходом к инвестированию на теоретическом уровне владеют многие. И используют его тоже многие. Более того, хорошо известен и тот конкретный подход, который использует именно Баффетт. При этом он сам выступает активным популяризатором своей теории инвестирования уже много лет. Коротко перечислим, чтобы больше на этом не останавливаться, что он делает упор на приобретение качественных активов, любит покупать простой, понятный, предсказуемый, а значит, консервативный бизнес; при этом требует еще, чтобы бизнес хорошо управлялся; действует исключительно в рамках круга своей компетенции, очерченного им самим; тщательно изучает каждый объект инвестиций; принимает решения самостоятельно, независимо ни от чьего мнения; ищет благоприятные ценовые возможности и инвестирует, как правило, с долгосрочным горизонтом.

Эту мантру уже выучили назубок сторонники его подхода. Однако успехов, близких к тем, которых достиг Баффетт, ни у кого нет и не предвидится. Получается, что загадка его успеха не только или не столько в этом. На мой взгляд, уникальный результат Баффетта объясняется рядом факторов, которые выходят за рамки экономической и финансовой теории (теории инвестирования, оценки активов) и находятся совсем в другой плоскости – уникальности позиционирования на рынке слияний и поглощений.

<sup>6</sup> Я предпочитаю переводить термин value investing как стоимостное инвестирование, однако словосочетание «стоимостной инвестор» мне нравится меньше, чем «ценностный инвестор» (в смысле инвестор, покупающий реальные ценности).

На первый взгляд, Баффетт предъявляет противоречащие друг другу требования к активам, которые он покупает. Так, он охотится за компаниями, которые можно назвать «жемчужинами», но покупает их относительно дешево, тогда как, казалось бы, первоклассные компании и стоить должны дороже. Однако такие приобретения ему вполне удаются. За счет чего? Какова роль его имиджа в этом успехе? Какое значение имеет сама процедура поглощения?

По моему мнению, ответ на этот вопрос заключается в том, что Баффетт создал себе такую репутацию, благодаря которой владельцы бизнеса совершенно осознанно, рационально и без малейшего принуждения к сделке готовы продавать ему свои активы по ценам ниже рыночных. Здесь под рыночной я подразумеваю максимальную цену, которую можно было бы получить при продаже активов, не имея предпочтений по типу покупателя.

## 2. Инвестор, который держит слово

Начнем с того, что Баффетт — один из самых дружественных инвесторов по отношению к руководству компаний, в которые он инвестирует или которые покупает целиком. Он никогда не осуществляет враждебных действий по отношению к интересующим его компаниям. Он всегда держит свое слово — выполняет все то, что обещал перед сделкой. Если он приобретает бизнес у человека, который хочет оставить себе 10 %-ный пакет акций и продолжать управлять компанией в качестве наемного менеджера и Баффетт ему это пообещал, то можно быть уверенным, что так оно и будет.

Хитрость заключается в том, что на самом деле это нисколько не противоречит его интересам, так как важным аспектом избранной Баффеттом стратегии приобретений является сохранение менеджмента — в хорошем менеджменте в первую очередь нуждается сам Баффетт как собственник компании. Но эту свою потребность он с выгодой использует при приобретениях. Многие владельцы семейных компаний хотели бы до своей смерти продать бизнес «в хорошие руки», но их сдерживает то обстоятельство, что в большинстве случаев после продажи они не смогут остаться у руля. Баффетт понял, что на этом мотиве можно сыграть, и предоставляет бывшему собственнику такую возможность. После покупки он никогда не смещает первое лицо компании — ее бывшего владельца.

Как же ему удается соблюдать декларируемые принципы? Баффетт... просто не покупает бизнес у тех предпринимателей, которых он вынужден был бы отстранить от руководства компанией, став контролирующим акционером. И это тоже не противоречит здравому смыслу. Если руководителя нужно увольнять, то он, скорее всего, создал плохой бизнес; а если он создал плохой бизнес, то зачем такую компанию вообще покупать? Иными словами, Баффетт инвестирует в компании с хорошим менеджментом, поэтому ему не приходится этот менеджмент менять. Он не меняет менеджмент, поэтому ему с радостью продают хорошие компании. В результате у Баффетта есть выбор и он может позволить себе инвестировать только в компании с хорошим менеджментом. Замкнутый круг в хорошем смысле!

Как писал сам Баффетт в письмах к акционерам Berkshire Hathaway<sup>7</sup> в 1983–1987 годах: «Мы предоставляем хороший дом хорошим людям».<sup>8</sup> И эта идея дома очень хорошо «продается». Баффетт ищет таких предпринимателей, которых интересует скорее сам бизнес, чем зарабатывание денег. Такие люди и хороший бизнес создали, и... готовы продать его дешевле.

Когда проблемы с менеджерами все же случаются, Баффетт, чтобы остаться в рамках своей доктрины, делает очень оригинальный ход. Так, в 1970-е годы он «был явно недоволен Джорджем Адертоном, президентом Citizen State Bank of Mount Morris в Иллинойсе — небольшой инвестиции в его портфеле. Баффетт писал Адертону о том, что раздражен его

<sup>7</sup> Инвестиционная компания Баффетта.

<sup>8</sup> Buffett W. Chairman's Letter to Shareholders, Berkshire Hathaway Annual Reports, 1983–1987 (эта фраза повторяется пять лет подряд).

отчетами, по всей видимости, неточными. Для Баффетта это очень сильные выражения. Но вместо того чтобы избавиться от Адертона, он избавился... от банка»<sup>9</sup>.

Политика невмешательства вызывает восхищение как управленческая идея, особенно если учесть, что Баффетт зачастую был не согласен с теми решениями, которые принимали его подчиненные: «Практически во всех компаниях, которыми владеет Berkshire, я бы что-нибудь сделал по-другому, если бы я ими управлял, в некоторых случаях — совершенно по-другому... Я не настаиваю на своих взглядах, чтобы не расстраиваться. Я принимаю вещи такими, какие они есть»<sup>10</sup>.

Не принуждает он и к выходу на пенсию в 65 лет (официальный срок выхода пенсию в США), как это делают многие корпорации. Генеральные директора дочерних компаний Berkshire напоминают мне Политбюро «брежневского разлива»: большинству руководителей за 70. Рекорд поставила Роза Блюмкин, владелица Nebraska Furniture Mart, которая вышла на пенсию в 104 года. Для объяснения своей политики Баффетт использует метафору: он говорит, что «нельзя научить молодую собаку старым трюкам»<sup>11</sup>. Насколько верен этот тезис, сказать сложно. Ведь можно поставить вопрос и с точностью до наоборот: «А разве можно научить старую собаку новым трюкам?» С одной стороны, запуская в сообщество подобные шуточки-прибауточки, Баффетт, безусловно, «работает» на аудиторию потенциальных продавцов бизнеса, которые, как правило, в возрасте (одним из ключевых мотивов продажи семейных компаний являются сложности с наследованием). Но с другой стороны, он стремится покупать бизнес, не подверженный изменениям, который будет выглядеть завтра, как вчера. Так почему бы не обойтись и старыми трюками?

### 3. Политика невмешательства

Следует отметить, что одних обещаний сохранить менеджмент было бы мало, потому что его можно сохранить, но при этом лишить полномочий: регулярно вмешиваться в операционную деятельность и де-факто руководить сверху. Кстати, это путь, по которому пошли многие конгломераты; к подобному типу менеджеров относится, например, Джек Уэлш, который долгое время считался самым лучшим генеральным директором Америки. Баффетт и этого не делает — его менеджеры полностью автономны в принятии решений. Как выражается он сам: «Мы централизуем деньги, все остальное — децентрализовано»<sup>12</sup>.

Этим он убивает двух зайцев. С одной стороны, он вычислил, что «в управлении лучшие результаты достигаются, если людей высокой квалификации не трогать»<sup>13</sup>. По его собственным словам, он не инвестирует «в компании с целью многое изменить. В инвестициях это работает не лучше, чем в браке»<sup>14</sup>. Вот еще одно характерное высказывание о руководстве менеджерами: «Если они нуждаются в моей помощи для управления предприятием, то и у меня, и у них проблемы»<sup>15</sup>. Баффетт просит согласовывать с ним всего два типа решений — существенные капитальные затраты и изменения социального пакета сотрудников после увольнения.

С другой стороны, Баффетт говорит о том, что основатели семейных компаний с большей вероятностью будут уважать того, кто понимает стиль управления *laissez-faire*<sup>16</sup>. И соответственно «Баффетт не насаждал корпоративную культуру Berkshire Hathaway в ее дочерних компаниях. Например, Ральф Шей использовал в Scott Fetzer полный комплект современных бизнес-средств (бюджетирование, планирование и т. д.). Г-жа Блюмкин

<sup>9</sup> Lowenstein R. Buffett: The Making of American Capitalist. N. Y.: Broadway Books, 1996, p. 290.

<sup>10</sup> Цит. по: Bianco A. The Warren Buffett You Don't Know // BusinessWeek, July 5, 1999.

<sup>11</sup> Buffett W. Chairman's Letter to Shareholders, Berkshire Hathaway Annual Report, 1988.

<sup>12</sup> Kilpatrick A. Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett. Birmingham, Alabama, 2005, p. 1395.

<sup>13</sup> Там же, p. 1377.

<sup>14</sup> Там же, p. 1375.

<sup>15</sup> Там же, p. 1380.

<sup>16</sup> Цит. по: Miles R. P. The Warren Buffett CEO. N. Y.: John Wiley & Sons, 2002, p. 360.

применяла... другие методы.<sup>17</sup> При этом и Шей, и Блюмкин любили Баффетта по одной и той же причине — он позволял им управлять бизнесом практически без ограничений. «У нас нет ни семьи, ни недавно принятых на работу магистров делового администрирования (МВА), ни других, кому мы обещали бы дать шанс поуправлять бизнесом, который мы купили у менеджеров-собственников. И у нас таких не будет»<sup>18</sup>.

Это создает определенный комфорт для тех, кто долгие годы был собственником бизнеса, привык принимать решения самостоятельно, а не по оглядке на вышестоящих руководителей или акционеров. Таким людям, наверное, было бы трудно перестроиться и включиться в систему наемного и подотчетного менеджмента, лишенного права принимать окончательные решения. Сам Баффетт высказывается по поводу того, что он дает собственникам, которые продали ему бизнес и стали наемными служащими, очень определенно: «Несмотря на то что они богатые, они любят делать то, что делают. И с нашими менеджерами ничего не случается. Мы предлагаем им бессмертие»<sup>19</sup>.

Вот, например, что говорит Рич Сантулли о продаже Баффетту принадлежавшей ему компании Executive Jet: Баффетт — «один из величайших людей, которых я когда-либо встречал. В противном случае я бы свой бизнес ему не продал. А продал я ему бизнес, поскольку знаю, какой он человек. Не потому что он, Уоррен Баффетт, — парень с кучей денег. Для меня много значило, что у него было достаточно доверия ко мне, чтобы сказать: “Я покупаю, но ты управляешь”. В этом и состоит гениальность Баффетта. Он выбирает людей, которые любят свое дело, и позволяет им продолжать руководить... Люди, скупающие компании, обычно обладают большим эго, они думают, что умнее тех, кто продает им этот бизнес. Одна из самых приятных составляющих принадлежности к Berkshire состоит в том, что, если я скажу Уоррену о своем желании купить самолеты на миллиард долларов, он ответит: «Зачем ты меня спрашиваешь? Иди и покупай»<sup>20</sup>.

Подобным же образом отзывается о Баффетте и Фрэнк Руни, владелец H. N. Brown Shoe, который также продал ему свой бизнес. Когда Руни спросили, был ли Баффетт предпочтительным покупателем, он ответил, что быть частью организации Баффетта — «самое лучшее, что может быть после владения собственным бизнесом»<sup>21</sup>. Кстати, компания H. N. Brown Shoe была приобретена Баффеттом совсем недорого. Руни озвучил Баффетту цену в 200 млн долл., при обороте компании 240 млн долл. и доналоговой прибыли 24 млн долл. Иными словами, Руни продал компанию приблизительно за восемь годовых прибылей — это очень дешево для нециклического бизнеса с положительными темпами роста.

Позицию Баффетта гениально сформулировал вышеупомянутый Ральф Шей: «Он создает иллюзию собственности без самой собственности, что очень трудно сделать. <...> Я думаю, что чувство собственности — это самое важное, что можно дать человеку. Я вижу большую разницу между людьми, которые владеют бизнесом, даже небольшим, и профессиональными менеджерами в больших компаниях. <...> Я отношусь к своей работе так, как будто это моя компания, как если бы я был контролирующим акционером, и я могу делать с ней все, что захочу. Поэтому я не пойду на большие риски, чем был бы готов, имея собственный бизнес»<sup>22</sup>.

Репутация Баффетта продолжает работать на мотивацию менеджера-собственника не только в ходе совершения сделки, но и после нее. Например, Билл Чайлд, бывший владелец компании R. C. Wiley, продавший ее Баффетту и возглавивший данное подразделение Berkshire Hathaway, говорит, что в работе на Баффетта его мотивирует «сложность задач и желание не подвести Уоррена, не разочаровать его»<sup>23</sup>. Баффетт создал гениальную компанию, Berkshire

<sup>17</sup> У нее не было образования даже на уровне средней школы.

<sup>18</sup> Lowenstein R. Buffett: The Making of American Capitalist. N. Y.: Broadway Books, 1996, p. 288

<sup>19</sup> Цит. по: Miles R. P. The Warren Buffett CEO. N. Y.: John Wiley & Sons, 2002,

p. 1353.

<sup>20</sup> Там же, p. 131.

<sup>21</sup> Там же, p. 172.

<sup>22</sup> Там же, p. 278—279.

<sup>23</sup> Цит. по: Miles R. P. The Warren Buffett CEO. N. Y.: John Wiley & Sons, 2002,

p. 192.

Nathaway, все топ-менеджеры к этому причастны, «мы не хотим, чтобы эта идея провалилась». Гениальная неденежная мотивация, не правда ли?!

Кстати, тем, с кем Баффетт сам хочет работать, работать с ним настолько комфортно, что за всю историю Berkshire ни один из генеральных директоров его дочерних компаний не уволился для того, чтобы уйти к конкурентам. Люди уходили только на пенсию, да и то в преклонном возрасте. «За 37 лет ни один из гендиректоров наших операционных бизнесов не ушел от нас, чтобы работать где-нибудь еще»<sup>24</sup>, — констатирует Баффетт.

Если на ранних стадиях своей карьеры Баффетт еще вникал в операционное управление приобретаемых компаний, по мере того как его бизнес разрастался, он давал все больше и больше свободы директорам дочерних компаний Berkshire, доведя свою модель управления до политики практически полного невмешательства.

#### 4. Не стратег и не финансовый инвестор

Помимо отказа от враждебных действий по отношению к компании и сохранения менеджмента Баффетт декларирует, что готов держать бизнес «до бесконечности», и это крайне важный элемент его стратегии дешевых покупок.

Баффетт умело играет на отцовских чувствах собственника бизнеса к своему детищу. Как мы знаем из финансовой теории, большую цену за бизнес даст тот, для кого он имеет самую высокую инвестиционную стоимость. Считается, что самую высокую стоимость бизнес имеет для стратегического инвестора и более низкую — для финансового, так как у последнего, как правило, нет синергии с этим бизнесом, а кроме того, он ориентирован на относительно быструю (в течение трех — пяти лет) перепродажу покупки с прибылью, поэтому должен купить дешевле. Для подавляющего большинства компаний стратегическим инвестором является компания из той же отрасли, то есть их прямой конкурент. Баффетт же осознал, что существует прослойка частных собственников — владельцев крупных закрытых компаний, для которых продажа бизнеса конкуренту либо совсем неприемлема психологически, либо как минимум создает серьезный душевный дискомфорт.

В традиционной американской бизнес-культуре (да и в рыночной культуре в целом) продажа бизнеса считается большим успехом. Многие компании и создаются с целью последующей продажи в подходящий момент. Однако некоторые амбициозные предприниматели нацеливаются на большее. Многие люди, отдавшие всю жизнь взращиванию своего бизнеса и к тому же ставшие к концу жизни очень богатыми (даже без учета тех средств, которые они могли бы выручить от продажи), хотели бы, чтобы их бизнес продолжал функционировать как самостоятельный, сохранил свое имя, наконец. Если это действительно первоклассный бизнес, то продажа его конкуренту, даже по хорошей цене, — это слишком большой подарок ему (я рассуждаю сейчас в психологическом плане). Ситуация усугубляется, если конкурент нацеливается на покупку бизнеса для того, чтобы его ликвидировать, уменьшить конкуренцию с собственной продукцией или переключить на свой лад его формат. Вот здесь-то нейтральность Баффетта и играет свою роль. Он — эмоционально приемлемый покупатель, потому что не является стратегом, а значит, и конкурентом. С другой стороны, он и не финансовый инвестор, что для продавца тоже очень важно. Потому что финансовый инвестор рано или поздно перепродает купленное стратегу, для этого, собственно, он и покупает. Зачем же давать ему зарабатывать на перепродаже? Чтобы отсрочить переключку на 3–5 лет?

Итак, с одной стороны, Баффетт не является финансовым инвестором — в том смысле, что он не перепродает; а с другой стороны, он — финансовый инвестор — в том смысле, что он не конкурент. Он не стратег, потому что не имеет синергий стратега, и в то же время стратег — потому что собирается владеть приобретенными им компаниями «вечно». Сообщество разношерстных компаний, в которые инвестировал Баффетт, представляет собой конгломерат,

<sup>24</sup> Buffett W. Chairman's Letter to Shareholders, Berkshire Hathaway Annual Report, 2001.

а Berkshire Hathaway — его управляющая компания. В финансовой литературе это наиболее критикуемая форма компании. Но в случае с Баффеттом это не так. Им занята гениально угаданная рыночная ниша — «дом» (так и хочется сказать «крыша») для зрелых первоклассных компаний, собственники которых решили придать своим вложениям ликвидную форму: Баффетт платит за приобретения либо деньгами, либо акциями Berkshire, которые котируются на Нью-Йоркской фондовой бирже и являются высоколиквидными бумагами.

Примером этому служит покупка Баффеттом 84% акций компании Fleischmer, производителя рабочей одежды и униформы, в 1986 году. На момент покупки компания принадлежала предпринимателям, которые хотели вывести деньги из бизнеса, но при этом остаться собственниками небольшого пакета, сохранить операционный контроль над компанией (ею управляли несколько поколений семьи) и руководить бизнесом так же, как они это делали до продажи. Кроме того, они настаивали, чтобы покупатель не перепродавал бизнес, даже если будет предложена привлекательная цена. Согласившись на эти условия, Баффетт купил компанию с доналоговой прибылью в размере 13,4 млн долл., исходя из оценки в 55 млн долл. за 100% акций (мультипликатор «цена / доналоговая прибыль» = 4,1). На мой взгляд, это крайне дешево.

Я нашла и прямое признание одного из владельцев семейного бизнеса, проданного Баффетту, о том, что он продал его, как ему представляется, с недооценкой. Речь идет о продаже Berkshire Hathaway в 2000 году сети под названием Ben Bridge Jeweler, состоявшей из 65 ювелирных магазинов в западных штатах США. Сделка с Баффеттом уже находилась на стадии обсуждения, когда интерес к компании вдруг проявил стратегический покупатель. Эд Бридж, владелец Ben Bridge Jeweler, впоследствии утверждал, что он мог бы, наверное, получить от этого покупателя на 20% больше, чем получил от Berkshire Hathaway, но, поступив таким образом, он разрушил бы бизнес.<sup>25</sup>

О том же говорит и владелец компании Helzberg's Diamond Shops, продавший свою компанию Berkshire: «Сделка с Баффеттом была справедливой, особенно привлекало то, что Баффетт пообещал сохранить сотрудников и ничего не менять в бизнесе. «Я не хочу, чтобы куча людей, плевала на мою могилу. <...> Проще было бы продать тому, кто дал бы самую высокую цену, но такая идея кажется мне такой же глупой, как и выбор хирурга для проведения операции на мозге на основании самой низкой цены, а не таланта и репутации»<sup>26</sup>.

В годовом отчете за 1990 год Баффетт приводит отредактированную версию письма, написанного им одному реальному собственнику, который был заинтересован в продаже Баффетту своего бизнеса. В этом письме есть, в частности, такая фраза: «Цена очень важна, но часто она не является самым критичным аспектом продажи. <...> Если единственный мотив существующих владельцев — получить деньги и забыть о своем бизнесе, и многие продавцы попадают именно в эту категорию, то в данном случае любой тип покупателя (имеется в виду стратег или финансовый инвестор. — Е.Ч.)... является подходящим. Но если бизнес представляет собой творчество всей жизни продающего, является неотъемлемой частью его личности и составляет смысл его жизни, то покупатель любого типа имеет существенные изъяны»<sup>27</sup>.

Подобным же образом действует на собственников бизнеса и отказ от финансирования сделки через залог акций покупаемой компании, который, как ни странно это на первый взгляд звучит, является неприемлемым для многих продавцов бизнеса. Подробнее об этом см. в моей книге «Философия инвестирования Уоррена Баффетта или о чем умалчивают биографы финансового гуру».

<sup>25</sup> Loomis C. The Value Machine Warren Buffett's Berkshire Hathaway is on a Buying Binge. You Were Expecting Stocks? // Fortune, February 19, 2001.

<sup>26</sup> Цит. по: Kilpatrick A. Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett. Birmingham, Alabama, 2005, p. 597.

<sup>27</sup> Buffett W. Chairman's Letter to Shareholders, Berkshire Hathaway Annual Report, 1990.

## 5. Чем рискует Баффетт при покупке компании без due diligence

Баффетт также играет на критике стандартной процедуры приобретения компаний, когда первоначально предложенная цена в ходе сделки корректируется либо оферта отзывается полностью. Обычно это происходит в результате процедуры комплексной проверки компании, в ходе которой выявлялись какие-то риски, связанные с бизнесом, о которых заранее не было известно. В вышеупомянутом письме Баффетт пишет о своем подходе: «Абсолютно исключена ситуация, когда после анонсирования сделки покупатель отступил бы или стал предлагать корректировки (с извинениями, конечно, и с объяснениями, что виноваты банки, юристы, совет директоров и т. п.)»<sup>28</sup>. Баффетт первоначально согласованную цену не меняет. Это, конечно, благородно с его стороны. Но если подумать, то он ничего не проигрывает. Он старается покупать бизнесы, у собственников которых есть эмоциональная привязка к ним, а это обычно означает, что внутри компании все в порядке.

Сам Баффетт говорит об этом так: «Для нас имеет большое значение, когда собственнику важно, кому он продает свой бизнес. 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 сигнализирует о том, что у этого бизнеса мы наверняка обнаружим важные качества: 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 продажи, 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>29</sup>. А «если нужно слишком многое раскапывать, значит, что-то в этом бизнесе не так»<sup>30</sup>, и в такие компании Баффетт не инвестирует в принципе.

Кроме того, Баффетт старается покупать дешевле, чем другие. При такой стратегии действительно можно обещать, что цена не будет корректироваться. Это как гарантия на дорогие швейцарские часы, которые в течение гарантийного срока и так не ломаются.

Имеются многочисленные свидетельства того, что Баффетт не проводил проверки при приобретении им компаний. Например, он не проверял компании R. C. Wiley и Star Furniture, которые были рекомендованы ему для приобретения Ирвом Блюмкином. Вот как говорит сам Баффетт о покупке Star Furniture у Мелвина Вулфа: «...Мы заключили сделку за два часа... <...> У меня не было нужды проверять ни договоры аренды, ни контракты сотрудников и т. д. Я знал, что имею дело с цельной натурой, и именно это имело значение»<sup>31</sup>. А вот как комментирует это же Вулф: «Проверки не было. Не было также ни трудового контракта, ни соглашения о неконкуренции, и никто не приехал в Хьюстон взглянуть на компанию. Было пожатие рук»<sup>32</sup>. Без проверки была куплена и компания Helzberg's Diamond Shops. Когда владелец спросил Баффетта насчет проверки, тот ответил: «Я такие вещи чую за версту. Эта пахнет хорошо»<sup>33</sup>.

Без проверки и очень быстро была приобретена Баффеттом компания Рича Сантулли — Executive Jet. Сделка состоялась за 15 минут на летном поле аэропорта Терерборо в Нью-Джерси. «Компанию я ему продал быстрее, чем долю»<sup>34</sup>, — вспоминал впоследствии Сантулли<sup>35</sup>. А сам

<sup>28</sup> Buffett W. Chairman's Letter to Shareholders, Berkshire Hathaway Annual Report, 1990.

<sup>29</sup> Buffett W. Chairman's Letter to Shareholders, Berkshire Hathaway Annual Report, 2000.

<sup>30</sup> Цит. по: Lowe J. Warren Buffett Speaks: Wit and Wisdom from the World's Greatest Investor. N. Y.: John Wiley and Sons Inc., 1999, p. 123.

<sup>31</sup> Buffett W. Chairman's Letter to Shareholders, Berkshire Hathaway Annual Report, 1997.

<sup>32</sup> Цит. по: Kilpatrick A. Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett. Birmingham, Alabama, 2005, p. 614.

<sup>33</sup> Там же, p. 597.

<sup>34</sup> Имеется в виду доля в самолете. Executive Jet специализируется на продажах долей в самолетах бизнес-авиации по принципу таймшера.

Баффетт прокомментировал эту сделку так: «Я никогда не провожу то, что называется настоящей проверкой, при покупке компании. Я ищу людей, которые любят свой бизнес...»<sup>36</sup>

По телефону, не видя компанию, совершил Баффетт сделку и по покупке Clayton – производителя мобильных домов. Баффетт не требовал аудита и при покупке Jordan's Furniture у братьев Тетельман. Братья рассказали об этом своим юристам, «очень влиятельным адвокатам в Бостоне, и те признались, что никогда с подобным подходом не сталкивались. Один из братьев впоследствии сказал репортерам: «Это новая концепция в бизнесе, она называется “доверие”»<sup>37</sup>. По-видимому, братья Тетельман правы. Чарли Мангер, партнер Баффетта, говорит об этом прямо: «Экономика не важна, если нет доверия».

## 6. Способ войти в доверие к собственнику бизнеса по Баффетту

Я не думаю, что Баффетт пожертвовал бы своей прибылью только ради поддержания репутации человека, который не занимается недружественными поглощениями. Да и в термине «недружественное поглощение», если речь идет о США, негативного оттенка нет. Финансисты-теоретики считают, что недружественные поглощения угрожают в первую очередь тем компаниям, управление которыми неэффективно и смена менеджмента которых привела бы к росту капитализации. Слово «недружественные» нужно понимать как «недружественные по отношению к менеджменту», при этом такие сделки являются очень даже дружественными по отношению к акционерам компании — ведь они выигрывают от роста курса акций. Иными словами, недружественные поглощения — это рыночный механизм перехода собственности от неэффективных управляющих к эффективным, при этом «поглотитель» выступает в амплу «санитара леса». Но ведь Баффетт как раз и знаменит тем, что действует исключительно в интересах своих акционеров. На мой взгляд, его фундаментальные убеждения, через которые он никогда не перешагнет (такие, как порядочность по отношению к собственным акционерам), не запрещают ему заниматься недружественными поглощениями. А не занимается он ими именно потому, что ему это невыгодно. По всей видимости, ему интереснее действовать в рамках чистой модели «белого и пушистого» спасителя, чем время от времени зарабатывать на инвестициях, которые разрушают этот за годы выпестованный образ.

В биографии Баффетта были случаи, когда он скупал акции публичных компаний, которые были явно недооценены, но останавливал скупку по просьбе собственников крупного пакета, одновременно являвшихся менеджерами компании. При этом ему было предельно ясно, что он на этом теряет деньги. Самый яркий пример — инвестиции в Washington Post Company.

Баффетт начал скупку акций Washington Post Company в 1973 году и довольно быстро аккумулировал большой (около 12%) пакет акций, на который потратил 10,6 млн долл. Это приобретение сделало его крупнейшим акционером компании после семьи Грэхемов (однофамильцы его учителя) — основных владельцев газеты. В 1971 году газетой руководила Кэтрин Грэхем — дочь Юджина Майера, который приобрел ее в 1933 году. Г-жа Грэхем практически не знала Баффетта, и, несмотря на то что тот приобрел акции класса В, не дающие права голоса, она была очень обеспокоена. Баффетт же предвидел озабоченность г-жи Грэхем по поводу его действий, поэтому написал ей письмо, в котором рассказал, что когда-то был разносчиком The Washington Post, и заверил, что у него нет намерений получить контроль над компанией. Это не успокоило Кэтрин Грэхем, и все же она попросила Баффетта о встрече, которая вскоре состоялась.

Личная встреча и всяческие заверения с его стороны не смогли рассеять озабоченности Грэхем, тогда Баффетт предложил ей прекратить скупку. В результате лед в отношениях

<sup>35</sup> Там же, р. 628.

<sup>36</sup> Там же, р. 631.

<sup>37</sup> Miles R. P. The Warren Buffett CEO. N. Y.: John Wiley & Sons, 2002, p. 221.

растаял, и Баффетт и Кэтрин Грэхем стали близкими друзьями. Но с тех пор Баффетт свой пакет в *The Washington Post* путем скупки акций так и не увеличивал, хотя продолжает его держать! Между тем в годовом отчете Berkshire за 2004 год стоимость пакета на конец 2004 года оценивается в 1,7 млрд долл. Это рост в цене в 160 раз! Конечно же не все предсказуемо. Такого успеха Баффетт мог и не ожидать, но в выгоды своих вложений в газету он был, на мой взгляд, абсолютно уверен. Этому есть косвенные свидетельства. Согласно одному из источников, Баффетт оценивал бизнес *The Washington Post* в 400 млн долл., тогда как совокупная капитализация компании на момент скупки не превышала 100 млн долл.<sup>38</sup>, и это было ниже ее ликвидационной стоимости<sup>39</sup>.

Почему же наш герой пошел на такую жертву, как сознательное сокращение своего пакета? На мой взгляд, он пожертвовал деньгами... ради денег. Давайте повнимательнее приглядимся, что же он получил взамен. Прежде всего — доверие: г-жа Грэхем стала советоваться с ним по принятию ключевых решений в компании и пригласила в совет директоров. Заметим, что акции Баффетта не давали ему права голоса, а членство в совете директоров — давало. (То есть он легко вошел в незапертую калитку сада, сказав его владельцу, что ему совсем не хочется перелезть через забор.)

Здесь нужно вспомнить, что Кэтрин стала руководителем компании случайно. Делом должен был руководить ее муж, который покончил с собой, и она взяла на себя руководство бизнесом, будучи неподготовленной к своей роли, так как до этого была домохозяйкой. Ей были нужны экспертные советы специалистов, и не просто советы, а участие людей, которым она могла бы полностью доверять. Кэтрин признавалась, что нуждалась в человеке, на которого могла бы полностью положиться<sup>40</sup>. Знавшие ее близко уверяют, что она отчаянно нуждалась в друге. Баффетт выступил одновременно во всех трех ролях — друга, доверенного лица и эксперта.

Заняв эту нишу, Баффетт учил семью Грэхемов управлению бизнесом. Кэтрин очень хотелось не разочаровывать Баффетта. В результате и Кэтрин, и ее сын Дон были обращены в его веру. Особенно полезными оказались уроки по вопросам слияний и поглощений. Когда дело касалось инвестиций, Кэтрин Грэхем без совета с Баффеттом бумажник не открывала. Впоследствии это позволило избежать неразумных покупок по завышенным ценам, что, в свою очередь, повлияло на астрономический рост курса акций компании. Например, Кэтрин отказалась от покупки региональной газеты *Louisville Courier-Journal*, так как, по мнению Баффетта, цена была катастрофически завышена.

Однако доверие было не единственным приобретением Баффетта. В результате он все-таки увеличил свой пакет акций в компании без всякой скупки. Именно он уговорил Грэхем скупать недооцененные акции *The Washington Post* на баланс компании. Надо заметить, что выкуп акций очень распространен в наше время, но в 1970-е годы он был редким явлением.

Баффетт же в продаже акций не участвовал, и после каждого выкупа его доля в компании росла. В результате на 2006 год она составила 18%. То есть он в очередной раз не стал «перелезть через забор».

И наконец, представляете себе связи семьи владельцев *Washington Post Company* в деловых кругах? Скольким людям Кэтрин Грэхем могла сказать о том, какой мягкий, сговорчивый и полезный инвестор Уоррен Баффетт, вместо того чтобы, наоборот, высказать мнение, что его нужно остерегаться? Думал ли об этом Баффетт, «идя на поводу» у Грэхем, или нет? Я убеждена, что думал, просчитывал и... не просчитался. Знавшие Кэтрин близко считают, что именно она «серьезно расширила круг общения Баффетта», а *The Washington Post* изменила его жизнь». Внезапно провинциал из Омахи стал общаться с людьми уровня Генри Киссенджера. Биограф Баффетта отмечает, что его герой не любил показных

<sup>38</sup> Lowenstein R. Buffett: The Making of American Capitalist. N. Y.: Broadway Books, 1996, p. 154.

<sup>39</sup> Там же, p. 324.

<sup>40</sup> Kilpatrick A. Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett. Birmingham, Alabama, 2005, p. 185

мероприятий, но ему нравилось встречаться с сильными мира сего в спокойной обстановке дома Кэтрин<sup>41</sup>.

## 7. Принцип «сарафанного радио»

С одной стороны, лучшими источниками информации о потенциальных приобретениях являются генеральные директора компаний, которыми владеет Berkshire Hathaway. С другой — Баффетт широко использует принцип так называемого «сарафанного радио», чтобы послать сигнал о том, какой он доброжелательный и приятный инвестор. Владельцы компаний, которые продали свой бизнес Баффетту, зачастую служат проводниками подобных сделок, основанных на доверии.

Например, таким образом в 1995 году была куплена компания R. C. Willey, которая являлась крупнейшим мебельным ритейлером в штате Юта с долей местного рынка более 50% и с оборотом 257 млн долл. Компания принадлежала одному владельцу — Биллу Чайлду. Вот что пишет сам Баффетт в письме к акционерам Berkshire Hathaway за 1995 год по поводу приобретения R. C. Willey: «В течение многих лет Ирв (сын Розы Блюмкин и руководитель Nebraska Furniture Mart после ее ухода с поста. — Е.Ч.) говорил мне о потенциале R. C. Willey, лидирующей компании по продаже мебели в Юте. И он также сказал Биллу Чайлду, гендиректору R. C. Willey, как довольна семья Блюмкин своими взаимоотношениями с Berkshire Hathaway. Поэтому в начале 1995 года Билл упомянул в разговоре с Ирвом, что... он может быть заинтересован в продаже R. C. Willey. С этого момента ничего не могло быть проще. Билл послал мне кое-какие цифры, я написал ему письмо, в котором изложил свои идеи относительно стоимости. Мы быстро договорились о цифре и обнаружили, что «личная химия» между нами — идеальная. К середине года приобретение было завершено»<sup>42</sup>.

Как следует из воспоминаний самого Чайлда, несмотря на то что он отнюдь не собирался продавать компанию, ему хотелось изучить возможность продажи. На момент знакомства с Баффеттом он уже имел несколько предложений. В январе 1995 года на конференции мебельщиков он встретился с Ирвом Блюмкиным и сказал, что имел предложения о покупке, но ему не нравилось ни одно из них, потому что нигде не шла речь об оплате «живыми» деньгами. Одни предлагали оплатить деньгами 40–50%, а на остальную сумму взять долг, обеспеченный активами компании, но тогда она слишком обременена. Другие хотели платить акциями, но у Чайлда не возникало доверия по отношению к ним и их бизнесу. Поэтому Чайлд поинтересовался у Ирва, может ли приобретением его компании заинтересоваться Баффетт. Ирв пообещал выяснить. Через три дня, говорит Чайлд, «завонил телефон, я снял трубку, и чей-то голос произнес:

— Это Уоррен Баффетт, Билл. Я только что разговаривал с Ирвом и понимаю, что вы заинтересованы в продаже вашей компании.

Я спросил:

— Да, я хотел бы об этом поговорить. У вас есть несколько минут?

И он ответил:

— Время подвластно нам, куда спешить?<sup>43</sup>

Мы проболтали 25 или 30 минут. Я прошелся по мотивам продажи, таким как налог на наследство, преемственность и будущий рост.

Наконец он задал один вопрос:

— Какую цену вы хотите за компанию?

<sup>41</sup>Lowenstein R. Buffett: The Making of American Capitalist. N. Y.: Broadway Books, 1996, p. 188.

<sup>42</sup>Buffett W. Chairman's Letter to Shareholders, Berkshire Hathaway Annual Report, 1995.

<sup>43</sup>«We Have All The Time In The World» — Баффетт процитировал строчку из песни, спол нявшейся в фильме о Джеймсе Бонде «On Her Majesty's Secret Service» (1969 г.). Песня была спета Луи Армстронгом. Дословный перевод этой фразы: «У нас есть все время на свете».

Я ответил, что хочу справедливую цену, справедливую для обеих сторон... Баффетт запросил финансовую информацию, историю компании и обещал вернуться к этому вопросу. Через четыре дня я получил письмо курьерской почтой, в котором были слова: «Билл, ваша компания — это бриллиант. Она идеально встраивается в нашу модель. Через три дня у меня будет цена». И это было все. Он не приезжал и не осматривал магазины. Он не проверял запасы. Через три дня я получил второе письмо. Я открыл его, там была цена. Я позвонил ему и сказал:

— Уоррен, это выглядит справедливо... Я посоветуюсь с семьей, а вы приезжайте посмотреть магазины...

Он ответил, что в этом нет нужды. Мы поспорили несколько минут. Наконец я сказал:

— Уоррен, я не продам компанию, пока вы на нее не посмотрите.

Он ответил:

— Хорошо... я заеду.

В итоге компания была продана за акции Berkshire Hathaway... Чайлд был мормоном, и для него было важно не работать по воскресеньям. Он знал, что, продав компанию Баффетту, он сможет по-прежнему держать магазины закрытыми по воскресеньям и управлять ими так же, как и раньше»<sup>44</sup>.

Примерно по той же логике развивалась и сделка по приобретению Jordan's Furniture из Бостона. Ирв Блумкин встретил владельцев — братьев Тетельман — на одном из ужинов и спросил, не хотели бы они увидеться с Баффеттом. Впоследствии братья признались, что бизнес они продавать не собирались, им просто хотелось познакомиться с Баффеттом. На момент встречи с ним братья уже отвергли несколько предложений сделать компанию публичной, так как не хотели терять контроль над ней. Они знали о «политике невмешательства» Баффетта и через месяц после встречи с ним сообщили, что готовы будут обсуждать продажу бизнеса. Кстати, они тоже были озабочены преемственностью руководства и передачей бизнеса по наследству. Баффетт попросил прислать финансовые данные. Братья послали данные, но все еще не были уверены в том, что хотят продать бизнес. Через два дня пришло письмо, которое начиналось с восторгов по поводу их бизнеса и заканчивалось ценовым предложением. Через некоторое время было объявлено о сделке. Вот и познакомились, как говорится.

Братья признаются, что они могли бы продать бизнес дороже. Как объясняет один из них: «Барри и я имеем практически все, что мы хотим. Но наступает момент, когда спрашиваешь себя: «Насколько больше мне нужно и для каких целей?» Мы любим делать то, что мы делаем, мы любим трудные задачи, амбициозные цели и драйв, но это не про деньги»<sup>2</sup>.

## 8. Подход к людям многое решает

Читатель, наверное, обратил внимание, что Баффетт отправил Чайлду два письма, хотя, скорее всего, мог бы обойтись и одним. О чем говорилось в первом письме? «Ваша компания — бриллиант...» А эта бондовская крылатая фраза: «Время подвластно нам, куда спешить...»? Вы говорите с самим Уорреном Баффеттом, а у него для вас есть все время на свете... Хотя на практике это оказалось не так — чего стоило «выудить» Баффетта на осмотр магазинов.

Примерно по той же схеме Баффетт действовал, приобретая Star Furniture — еще одного розничного торговца мебелью, на этот раз в штате Техас. Посредником опять был Ирв. Владелец Star Furniture Мелвин Вулф получил от Баффетта телеграмму следующего содержания (все буквы заглавные):

«МЕЛВИН... ЭТА ТЕЛЕГРАММА НЕ ВМЕЩАЕТ МОЕГО ЭНТУЗИАЗМА ПО ПОВОДУ НАШЕГО БРАКА. ВАШ ПАРТНЕР НА ВСЮ ЖИЗНЬ. УОРРЕН».

Больше похоже на признание в любви, чем на деловое предложение. Такой простой и эффективный прием.

<sup>44</sup> Miles R. P. The Warren Buffett CEO. N. Y.: John Wiley & Sons, 2002, p. 186–188.

Похвалить предпринимателя за то, что он создал гениальный бизнес, — этот подход работает не только с семейными компаниями, но и с руководителями крупных публичных институтов. Благодаря такому подходу, например, были «проданы» неудачные инвестиции Баффетта в Salomon Brothers<sup>45</sup>. В то время, когда Баффетт руководил Salomon, интерес к банку проявила компания Traveler — крупный страховщик и одновременно материнская компания известной брокерской фирмы Smith Barney. Глава Traveler, Сэнфорд Уэйл, настаивал на том, чтобы после слияния он стал главой объединенного банка. Баффетту было совершенно безразлично, кто станет главой, он хотел лишь выйти из своих вложений. Уэйл предложил за Salomon 9 млрд долл., что решало проблему Баффетта. «Как всегда дипломатичный, Баффетт воспедал Уэйла как “гения создания стоимости” для акционеров. Уэйл был настолько переполнен чувствами, что заплатил слишком много за второразрядную фирму, притом что основным источником прибыли там был арбитраж, который Баффетт не переносил. Один местный шутник посмеивался: «Сэнди потратил девять миллиардов, чтобы получить от Уоррена Баффетта листок бумаги, в котором говорилось, какой он великий инвестор. Он бегал вокруг и показывал его людям, как ребенок в кондитерской»», — пишет биограф Баффетта<sup>46</sup>.

Я хочу рассмотреть еще один очень интересный (с точки зрения пиар-стратегии) эпизод — приобретение крупного пакета American Express в 1991 году. Его отыскал один из биографов Баффетта. После того как США начали войну в Ираке, на фондовом рынке случился обвал... Вскоре после этого Баффетту позвонил гендиректор American Express Джим Робинсон и предложил купить крупный пакет акций компании. «Проблемы American Express были вызваны тем, что колоссальные прибыли, которые приносил основной бизнес American — дорожные чеки и кредитные карты, — шли на инвестиции в гораздо худшие бизнесы: страхование, банковское дело, брокерскую контору, даже художественную галерею, специализировавшуюся на американской живописи XIX века. Следуя моде 1980-х годов на создание «финансовых супермаркетов», American Express потратила 4 млрд долл. на приобретение компании по управлению деньгами — Shearson. Что еще хуже, American Express имела обыкновение откладывать объявления о неприятных новостях.

Робинсону удалось избежать обвинений в неэффективном использовании средств, частично — за счет эффективной работы департамента по связям с общественностью, частично — за счет того, что он создал кэптивный совет директоров...

Несмотря на благожелательность прессы по отношению к Робинсону, маловероятно, чтобы Баффетт не был информирован о его «достижениях», ибо есть ряд свидетельств обратному. В частности, когда GEICO, страховая компания в составе Berkshire, купила пакет акций American на свой баланс, Баффетт позвонил ее руководству и выразил свою озабоченность.

Но когда Робинсон позвонил, все это было забыто. Баффетт вскочил в свой самолет и полетел в Нью-Йорк... У компании были проблемы. Всего несколько недель назад ее кредитный рейтинг был понижен. Когда Робинсон предложил инвестировать 300 млн долл., Баффетт тотчас же согласился.

...Баффетт приобрел привилегированные акции, которые приносили 8,75% в виде гарантированных дивидендов. В 1994 году пакет был конвертирован в обыкновенные акции. Баффетт держит их до сих пор и называет постоянными инвестициями. <...> Баффетту нравился основной бизнес American. Но трудно объяснить его: “Мы покупаем, чтобы быть с Джимом”. Друзья Баффетта были поражены»<sup>47</sup>.

<sup>45</sup> Salomon Brothers попал в крупный скандал, связанный с нарушением регулирования торговли облигациями, вскоре после того, как Баффетт в 1987 году вложил в его конвертируемые облигации 700 млн долл.

<sup>46</sup> Lowenstein R. When Genius Failed. London: Forth Estate, 2002, p. 115 (В русском переводе: Ловенштейн Р. Когда гений терпит поражение. М.: Олимп-Бизнес, 2006.)

<sup>47</sup> Lowenstein R. When Genius Failed. London: Forth Estate, 2002, p. 364–366.

## 9. Теория игр в действии

Когда Баффетт приобрел известность и продажа компании ему стала считаться престижной, он установил процедуру покупки, которой необходимо придерживаться всем, кто рассчитывает на продажу бизнеса именно ему. Обычно Баффетт просит, чтобы продавец первым называл цену. Казалось бы, что мешает обозначить высокую цену и затем ее понизить, если она не будет принята? Это, разумеется, было бы оптимальным решением для продающего. Мешает то, что после объявления цены Баффетт принимает окончательное решение и не пересматривает его, даже если цена понижается. Помните, как в библейской истории, пересказанной Львом Толстым: если все время кричать «волки, волки!», то, когда появятся настоящие волки, никто не придет на помощь. Если не объявить об этих правилах и не следовать им жестко, люди будут пытаться «играть в цену». Из теории игр понятно, что если ты знаешь, что можешь назвать цену только один раз, то назовешь цифру ниже, чем в том случае, когда у тебя есть возможность для начала назвать любую цену и затем торговаться.

Глава страховой компании Central States Indemnity, которую Баффетт приобрел в 1996 году, рассказывает, что переговоры с Баффеттом о продаже бизнеса были краткими: «Цену он обозначил так: он покупает компании за 10 годовых прибылей. Я ответил:

— Ну, в прошлом году мы сделали 10 млн долл., т. е. цена должна составить 100 млн.

Он кивнул:

— ОК.

Я сказал:

— А 125?

— Вы опоздали, — ответил он»<sup>48</sup>.

А вот что говорит еще один продавец своего бизнеса Баффетту о процессе переговоров: «Способ вести переговоры с Баффеттом — это не вести никаких переговоров. Он говорит вам условия сделки, и это есть условия сделки».

В тех случаях, когда Баффетт вынужден первым называть цену, например при приобретении публичной компании или при покупке компании, проходящей через судебную процедуру банкротства, он использует аналогичные приемы. Он сам называет сумму, но внятно дает понять, что это окончательная цена, не подлежащая корректировке. Так, при покупке компании Clayton Homes за день до голосования по оферте Баффетта на собрании акционеров он опубликовал пресс-релиз со следующим заявлением: «Завтра (15 июля 2003 года) акционеры Clayton Homes собираются, чтобы рассмотреть предложение Berkshire Hathaway о приобретении их компании. Акционеры Clayton должны быть ознакомлены со следующими фактами: 1) Berkshire Hathaway не поднимет цену ни сейчас, ни в будущем (данное выражение выполняет роль “кнута”. — Е.Ч.); 2) Berkshire не станет кредитором компаний — производителей мобильных домов иначе, чем через Clayton (а это “пряник”. — Е.Ч.)... Berkshire надеется, что Clayton примет наше предложение. В случае отказа предложение возобновлено не будет...»<sup>2</sup>. Такие угрозы полностью оправданны, когда в спину не дышит другой покупатель и потеря данного предложения может привести к срыву сделки в целом.

Баффетт даже пошел на отзыв своего предложения, когда судья по банкротствам не одобрил уплату ему штрафа за отказ от сделки со стороны продавца в размере 14 млн долл., подлежащего уплате в случае, если компания, предложение о покупке которой он делал, будет в результате продана другому покупателю. Речь идет о компании Burlington Industries, которая оказалась в состоянии банкротства в 2003 году.

\*\*\*

<sup>48</sup> Цит. по: Kilpatrick A Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett. Birmingham, Alabama, 2005, p. 337—338.

Итак, образ друга, в худшем случае нейтрального, а в лучшем — желанного покупателя, в сочетании с выгодной лишь самому Баффетту процедурой поглощения компаний позволяет ему существенно экономить на вхождении в бизнес. Экономия здесь, экономия там... Баффетт показал гениальный финансовый результат именно потому, что его стратегия является комплексной, основывается на глубочайшем знании психологии и включает мощнейший самопиар. Баффетт не пренебрегает никакими, казалось бы, незначительными элементами стратегии, такими как выражение восхищения мебельным магазином в Юте, и не делает ставку только на один фактор, будь то лучшие способности к анализу бизнеса или к прогнозированию будущего, которыми он действительно обладает. Я готова согласиться с мнением Уолтера Шлосса — сокурсника Баффетта по Колумбийской бизнес-школе и знаменитого управляющего фондом, что «Уоррен — это необычный человек, потому что он не только хороший аналитик, но и хороший продавец, к тому же он хорошо разбирается в людях»<sup>49</sup>.

---

<sup>49</sup> Цит. по: Lowe J. Warren Buffett Speaks: Wit and Wisdom from the World's Greatest Investor. N. Y.: John Wiley and Sons Inc., 1999, p. 102.