

*Моей жене Кэролин, нашим дочерям Мэри, Энни и Бет.*

*Моим братьям Юджину Линчу и Томасу Линчу, а также двоюродному брату Томасу Лихи.*

# **BEATING the STREET**

**The Best-selling Author of *One Up on Wall Street* Shows  
You How to Pick Winning Stocks and Develop a Strategy  
for Mutual Funds**

**PETER LYNCH  
with John Rothchild**

**SIMON & SCHUSTER**

**New York London Toronto  
Sydney Tokyo Singapore**

# **ПЕРЕИГРАТЬ Уолл-стрит**

**ПИТЕР ЛИНЧ**  
при участии **Джона Ротчайлда**

Перевод с английского



Москва  
2005

УДК 336.76  
ББК 65.262.2  
Л 59

Издано при содействии компании PIO GLOBAL

Перевод Бюро профессиональных переводов «Пароль»

Научный редактор В. Ионов

Редактор Е. Дронова

Линч П.

Л 59 Переиграть Уолл-стрит / Питер Линч при участии Джона Ротчайлда;  
Пер. с англ. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. — 324 с.

ISBN 5-9614-0146-4

Куда выгоднее вкладывать деньги — в акции или облигации? Как выбрать лучшие акции, которые станут победителями на рынке? Как правильно читать баланс и финансовые отчеты компании, чтобы получить максимум информации для принятия решения? Что нужно учитывать при выборе взаимного фонда? Как обогнать рынок? Эти и множество других вопросов профессионально и доходчиво обсуждаются автором, сумевшим превратить историю своего 13-летнего управления фондом в остроумное и увлекательное повествование.

Автор книги Питер Линч — легенда инвестиционного сообщества. Под его руководством взаимный фонд Magellan инвестиционной группы Fidelity достиг выдающихся результатов и стал одним из крупнейших в США, продемонстрировав рост активов с 18 миллионов долларов до 14 миллиардов.

Эта книга — бесценный опыт успешного управляющего портфелем, предлагаемый читателю, что называется, из первых рук. Она будет интересна как профессионалам: управляющим портфелями ценных бумаг, менеджерам инвестиционных фондов, специалистам фондового рынка, — так и непрофессионалам: частным инвесторам и всем, кто желает сохранить и приумножить свои сбережения.

УДК 336.76  
ББК 65.262.2

*Все права защищены. Никакая часть этой книги не может быть воспроизведена в какой бы то ни было форме и какими бы то ни было средствами без письменного разрешения владельца авторских прав.*

ISBN 5-9614-0146-4 (рус.)  
ISBN 0-671-75915-9 (англ.)

© Peter Lynch, 1993  
© Альпина Бизнес Букс, перевод,  
оформление, 2005

# СОДЕРЖАНИЕ

<b>Благодарности</b> .....	7
<b>Предисловие</b> .....	9
<b>Введение. Из плена иллюзий</b> .....	14
<b>Глава 1. Чудеса Св. Агнессы</b> .....	20
<b>Глава 2. Тревожные выходные</b> .....	34
<b>Глава 3. Экскурсия по взаимным фондам</b> .....	46
<b>Глава 4. Управление фондом Magellan</b> .....	82
<b>Глава 5. Magellan: средний период</b> .....	102
<b>Глава 6. Magellan: поздний период</b> .....	118
<b>Глава 7. Наука, искусство и работа ногами</b> .....	144
<b>Глава 8. Шоппинг ради акций</b> .....	154
<b>Глава 9. Поиск в плохих новостях</b> .....	164
<b>Глава 10. Опасная ситуация с Supercuts</b> .....	182
<b>Глава 11. Цветы в пустыне</b> .....	188
<b>Глава 12. Отличная покупка</b> .....	200

<b>Глава 13.</b> ССА при близком рассмотрении.....	212
<b>Глава 14.</b> Общие товарищества с ограниченной ответственностью.....	228
<b>Глава 15.</b> Предприятия цикличной отрасли .....	242
<b>Глава 16.</b> Атомные станции «на приколе».....	256
<b>Глава 17.</b> Распродажа у дядюшки Сэма .....	268
<b>Глава 18.</b> Мой дневник о Fannie Mae .....	276
<b>Глава 19.</b> Сокровище на заднем дворе .....	290
<b>Глава 20.</b> Ресторанные акции .....	294
<b>Глава 21.</b> Полугодовая ревизия портфеля.....	300
<b>Двадцать золотых правил</b> .....	322

# БЛАГОДАРНОСТИ

Джону Ротчайлду — за блестящий талант, упорный труд и неисчерпаемый запас добродушия, благодаря которым книги «Превзойти Уолл-стрит» и «Переиграть Уолл-стрит» появились на свет.

Пегги Маласпине, которая тщательно проверяла все наши отправные положения и сыграла решающую роль в становлении идей обеих книг; ее экспертам, которые засиживались до позднего вечера, собирая данные воедино и проверяя факты, — Давиде Шерман и Эндрю Вулфу, а также их помощникам Майклу Граберу и Кристине Койн.

Сотрудникам фонда Fidelity, в особенности моей коллеге Эвелине Флинн, а также Бобу Хиллу и персоналу отдела технического анализа Гаю Черундоло, Бобу Беквитту, Лорену Аллансмитту, Филу Тайеру и Жаку Перольду.

За поиск данных — непревзойденным энтузиастам Fidelity из отдела инструментов с фиксированной доходностью и информационно-исследовательского отдела по акциям, в особенности Шону Бастьену, Карен О'Тул и Шейле Коллинс; Джеффу Тодду и его помощнику Кристоферу Грину из группы управленческой информации и анализа, которые представили большую часть графиков и расчетов доходности.

Благодарю также редактора Боба Бендера, его помощницу Джоанну Ли, координатора по работе с рукописями Джипси да Сильву и редактора рукописей Стива Мессину из Simon & Schuster.

Эта книга не появилась бы без усилий Доу Кувера, литературного агента из Бостона, руководившего проектом на различных этапах.

Джон Ротчайлд выражает благодарность своему агенту Элизабет Дархансофф. В Майами ему помогал Брюс Лемл, который виртуозно играет в бридж.

# ПРЕДИСЛОВИЕ

Я покинул свой пост в Fidelity Magellan Fund 31 мая 1990 года, ровно через 13 лет после того, как пришел на эту работу. Джимми Картер в бытность свою президентом как-то признался, что в его сердце живет страсть. Мне тоже это знакомо: я испытываю страсть к акциям. По моим прикидкам, за эти годы я приобрел для инвесторов фонда Magellan акции более 15 тысяч компаний, и многие из них покупались неоднократно. Неудивительно, что про меня говорят, будто нет такой акции, которая бы мне не понравилась.

Хотя внешне уход мой был неожиданным, решение уйти созрело не за одну ночь. Отслеживать такое количество компаний становилось все тяжелее к середине 80-х, когда индекс Dow Jones перевалил за 2000, а мне исполнилось 43. Управляя портфелем стоимостью, эквивалентной ВВП Эквадора, я почти перестал бывать дома и совсем забросил детей. А они быстро растут. Каждые выходные я с трудом вспоминал, как их зовут. Я проводил больше времени с Fannie Mae, Freddie Mac\* и Sallie Mae\*\*, чем со своими детьми.

Если человек начинает путать названия организаций с именами членов своей семьи, помнит две тысячи кодов акций, но забывает о дне рождения детей, это верный признак, что он заработался.

В 1989 году, когда Большая коррекция 1987 года уже осталась позади и на рынке царило спокойствие, я отмечал свой 46-й день рождения с женой Кэролин и дочерьми Мэри, Энни и Бет. В разгар праздника меня вдруг поразила одна мысль. Я вспомнил, что в 46 лет умер мой отец. Осознав, что уже пережил своих родителей, начинаешь чувствовать, что и ты не вечен. Начинаешь понимать, что жизнь — это краткий миг, после которого

---

\* Fannie Mae и Freddie Mac — компании, специализирующиеся на ипотечном кредитовании. — Прим. перев.

\*\* Компания, предоставляющая ссуды на получение образования. — Прим. перев.



наступает небытие. Начинаешь жалеть, что не посмотрелся школьных спектаклей, не накатался на лыжах, не наигрался в послеполуденный футбол. Вспоминаешь, что на смертном одре никто не говорит: «Боже, ну почему я так мало времени проводил на работе!»

Я пытался убедить себя, что взрослеющим детям уже не нужно столько внимания, как раньше, но в глубине души чувствовал: это не так. Два года — ужасный возраст, когда дети носятся вокруг, спотыкаясь и падая, а родителям приходится заклеивать пластырем их бесконечные ссадины. Но пластырь отнимает меньше времени и сил, чем помощь подростку с домашним заданием по испанскому или математике, которую мы уже подзабыли, чем бесчисленные поездки на теннисный корт, в супермаркет или улаживание очередной проблемы подросткового периода.

По выходным, чтобы не потерять связь с подросшими детьми, родители должны слушать любимую ими музыку и запоминать названия рок-групп, ходить вместе на фильмы, которые по своей воле не стал бы смотреть ни один взрослый. Я все это делал, хотя и не часто (по субботам я сидел в офисе, разгребая груды бумаг). Изредка выбираясь с детьми в кино или пиццерию, я смотрел на это глазами инвестора. Именно они познакомили меня с Pizza Time Theater, о покупке акций которой я потом пожалел, и с Chi-Chi's, акции которой я напрасно не взял.

К 1990 году Мэри, Энни и Бет исполнилось 15, 11 и 7 лет соответственно. Мэри училась в пансионе и иногда приезжала домой на выходные. Осенью она играла в семи футбольных матчах, но я смог увидеть лишь один. Это был также год, когда новогодние открытки родственникам запоздали на три месяца. Альбомы, в которые мы заносили достижения наших детей, переполнились так и не вклеенными экспонатами.

Вечером, если я не задерживался на работе, мне приходилось ходить на собрания то одной, то другой благотворительной или общественной организации, в советы которых я входил. Они нередко приглашали меня на заседания комитетов по инвестициям. Что может быть лучше отбора акций для достойных целей? Однако объем общественной работы непрерывно рос, равно как и нагрузка в Magellan Fund. И, конечно, все больше внимания требовали дочери. Домашние задания усложнялись, множились дела и занятия, на которые их нужно было ежедневно возить.

Между тем по ночам мне снилась Sallie Mae, а самые романтические встречи с Кэролин, моей женой, происходили по пути в гараж и обратно. На ежегодном медицинском осмотре я признался врачу, что мое единственное физическое упражнение — это чистка зубов гигиенической нитью. Я не прочел ни одной книги за последние полтора года. За два года я видел

три оперы: «Летучий голландец», «Богема» и «Фауст», но не был ни на одном футбольном матче. Отсюда следует 1-й принцип Питера:

**Когда количество опер со счетом 3:0 опережает футбольные матчи, в вашей жизни что-то не так.**

К середине 1990 года я наконец понял, что с этой работы нужно уходить. Однако мне прекрасно известно было о том, что произошло с тезкой моего фонда Фердинандом Магелланом, когда он отошел от дел и поселился на далеком острове в Тихом океане (его растерзали на куски расщепившие дикари), и это удерживало меня от резких движений. Пытаясь избежать гибели от рук рассерженных акционеров, я встретился с Недом Джонсоном, моим начальником в Fidelity, и Гари Беркхедом, директором по общим вопросам, чтобы обсудить плавный выход из игры.

Наш разговор был открытым и дружественным. Нед Джонсон предложил мне взять на себя руководство группой фондов Fidelity, занимающихся акциями, и фонд поменьше, с активами миллионов в 100, вместо 12-миллиардного гиганта, который был у меня. Однако, на мой взгляд, новый фонд, пусть и без пары нулей в сумме активов, потребовал бы тех же затрат труда, что и старый, и мне опять пришлось бы сидеть на работе по субботам. Поэтому я отклонил любезное предложение Неда.

Далеко не все знают, что я еще управлял пенсионным фондом с активами в 1 млрд долл., принадлежащим нескольким крупным корпорациям, включая Kodak, имеющую в нем наиболее значительную долю, Ford и Eaton. Этот пенсионный фонд демонстрировал более высокий результат, чем Magellan, поскольку у меня там было меньше ограничений. Например, пенсионному фонду разрешалось вкладывать более 5% своих активов в акции одного эмитента, в то время как взаимному фонду это запрещено.

Kodak, Ford и Eaton хотели сохранить меня в качестве управляющего их пенсионными средствами независимо от моих взаимоотношений с Magellan, но я отклонил и их любезное предложение. Мне не раз поступали предложения со стороны основать Фонд Линча закрытого типа и зарегистрировать его на Нью-Йоркской фондовой бирже. Инициаторы утверждали, что для размещения паев Фонда Линча в миллиарды долларов достаточно лишь организовать «дорожные шоу», т.е. непродолжительные рекламные акции, в нескольких городах.

Привлекательность закрытого фонда, с точки зрения менеджера, состоит в том, что такой фонд никогда не теряет клиентскую базу даже при

плохом управлении. Продавец пая обязательно должен найти покупателя, в силу чего количество паев остается постоянным. По этой причине паями фондов закрытого типа торгуют на фондовых биржах так же, как акциями Metc, Polagoid или любыми другими.

В случае фонда открытого типа это не так. Если пайщик продает свою долю, фонд выплачивает ему наличными стоимость его паев, в результате чего активы фонда уменьшаются. Активы непопулярного фонда могут сокращаться очень быстро в результате ухода его пайщиков в конкурирующие фонды или на денежный рынок. Поэтому управляющий фондом открытого типа спит не так крепко, как его коллега из закрытого фонда.

Фонд Линча с активами в 2 млрд долл., зарегистрированный на Нью-Йоркской фондовой бирже, всегда оставался бы фондом с активами в 2 млрд (конечно, если я не допущу инвестиционный ляп и не потеряю эти деньги). И я по-прежнему получал бы ежегодное вознаграждение в 75 базисных пунктов (15 млн долл.).

С точки зрения денег это было заманчивое предложение. Я мог бы нанять команду помощников, которые выбирали бы акции, сократить свое рабочее время до необременительного минимума, играть в гольф, проводить больше времени с женой и детьми и вдобавок ходить на Red Sox\*, Celtics\*\* и «Богему». Обогнал бы я рынок или отстал от него, я все равно получал бы одинаковый чек на круглую сумму.

Все было бы хорошо, если бы не два обстоятельства. Во-первых, мое желание превзойти рынок гораздо сильнее терпимости к отставанию. Во-вторых, я всегда полагал, что управляющий фондом должен сам выбирать акции. И я бы снова вернулся к тому, от чего пытался уйти: субботы в офисе фонда за кипами годовых отчетов, еще больше денег и та же вечная нехватка времени.

Я никогда особенно не верил в миллионеров, способных отказаться от возможности еще большего обогащения. Отвернуться от будущего щедрого вознаграждения — это роскошь, которую немногие могут себе позволить. Но если человек столь удачлив в своем заработке, как я, то ему рано или поздно приходится делать выбор: либо стать слугой своего богатства, посвятив остаток жизни его преумножению, либо заставить накопленные деньги служить себе.

У Толстого есть притча, в которой черт предлагает крестьянину столько земли, сколько тот сможет обежать за день. Крестьянин бежит

\* Boston Red Sox — бейсбольная команда в Бостоне. — Прим. перев.

\*\* Boston Celtics — баскетбольная команда в Бостоне. — Прим. перев.

---

изо всех сил, вот он уже отхватил огромные уголья — больше, чем под силу возделывать за всю жизнь, больше, чем нужно, чтобы обеспечить его самого, семью и потомков. Бедняга обливается потом и с трудом переводит дыхание. Он подумывает о том, чтобы остановиться — какой смысл двигаться дальше? — но не может. Крестьянин бежит, стремясь сполна использовать подвернувшуюся возможность, пока в конце концов не падает замертво.

Мне хотелось избежать такого финала.

## ВВЕДЕНИЕ

---

# ИЗ ПЛЕНА ИЛЛЮЗИЙ

Отошедший от дел управляющий фондом вправе давать советы лишь относительно инвестиций, но не души. Однако большинство прихожан продолжают предпочитать облигации, и это побуждает меня вновь занять место на кафедре. Очевидно, они проспали последнюю проповедь — «Превзойти Уолл-стрит», в которой я пытался доказать раз и навсегда, что вложения в акции гораздо выгоднее вложений в облигации, депозитные сертификаты или счета денежного рынка\*. Как иначе объяснить факт, что 90% инвестиционных ресурсов страны до сих пор приходится на эти низкодоходные активы? На протяжении 1980-х годов, когда доходность акций за всю новейшую историю уступала лишь 1950-м (которые были чуть более благоприятными), доля активов домохозяйств, инвестированных в акции, уменьшалась! В действительности, эта доля снижается непрерывно: приблизительно с 40% в 1960-х до 25% в 1980 году и 17% в 1990. В тот период, когда средний индекс Dow Jones и другие индексы акций выросли вчетверо, масса инвесторов продавали акции. Даже средства, вложенные во взаимные фонды, работающие с акциями, сократились примерно с 70% в 1980 году до 43% в 1990.

Я не могу пройти мимо такой угрозы для будущего благосостояния граждан и нации. Позвольте начать с того, на чем я остановился в прошлый раз, а именно: если вы хотите иметь завтра больше денег, чем сегодня, вам обязательно надо вложить часть активов в акции. Не исключено, конечно, что мы войдем в полосу «медвежьего» рынка и последующие два-три года или даже пять лет вы будете жалеть о том дне, когда узнали

---

\* Счета денежного рынка (money-market accounts) — сберегательные депозиты с плавающей процентной ставкой, которая привязана к рыночной ставке. — *Прим. перев*

об акциях. XX век изобиловал падениями рынка, не говоря уже об экономических кризисах. Но, несмотря на это, результат не подлежит сомнению: рано или поздно стоимость портфеля акций или взаимных фондов, работающих с акциями, окажется намного выше стоимости портфеля облигаций, депозитных сертификатов или счетов денежного рынка. Я повторяю это еще раз.

Наиболее убедительное доказательство, которое я обнаружил со времени последнего обсуждения этой темы, содержится в ежегоднике *Ibbotson S&P Yearbook* за 1990 год в главе 1 на стр. 16 под заголовком «Среднегодовая доходность по десятилетиям с 1926 по 1989 год». Это сводка величин годового дохода инвесторов от вложения денег в акции индекса S&P 500, акции небольших компаний, долгосрочные государственные облигации, долгосрочные корпоративные облигации и краткосрочные казначейские векселя. Результаты приведены в табл. 1.

Таблица 1. Среднегодовая доходность (%)

	1920-е*	1930-е	1940-е	1950-е	1960-е	1970-е	1980-е
<b>S&amp;P 500</b>	19,2	0,0	9,2	19,4	7,8	5,9	17,5
<b>Акции небольших компаний</b>	-4,5	1,4	20,7	16,9	15,5	11,5	15,8
<b>Долгосрочные государственные облигации</b>	5,0	4,9	3,2	-0,1	1,4	5,5	12,6
<b>Долгосрочные корпоративные облигации</b>	5,2	6,9	2,7	1,0	1,7	6,2	13,0
<b>Казначейские векселя</b>	3,7	0,6	0,4	1,9	3,9	6,3	8,3
<b>Инфляция</b>	-1,1	-2,0	5,4	2,2	2,5	7,4	5,1

\* За период 1926–29 гг.

Источник: *Ibbotson S&P Yearbook*, 1990

Инвестиционный гений мог бы вложить все свои деньги в акции индекса S&P 500 в 1920-х годах, в 1929 году переключиться на долгосрочные корпоративные облигации и держать их в течение 1930-х, уйти в акции небольших компаний в 1940-х, снова купить S&P 500 в 1950-х, инвестировать в небольшие компании в 1960-х и 1970-х годах и вернуться к S&P 500 в 1980-х. Все, кто последовал бы такой стратегии, были бы сейчас миллиардерами и жили на побережье Франции. Я бы и сам порекомендовал такой способ действий, если бы предвидел будущее. Задним числом все кажется очевидным.

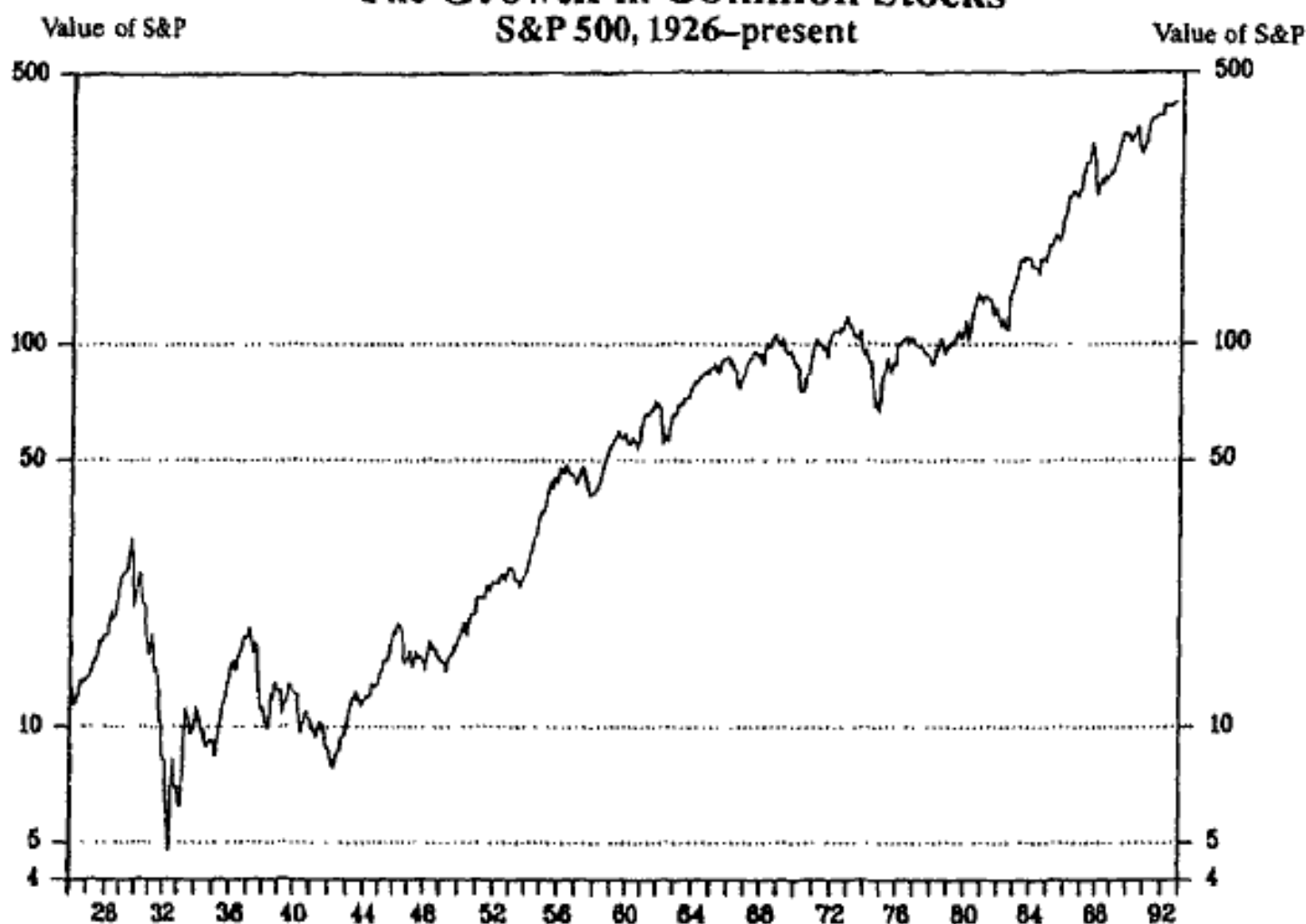
Но поскольку мне ни разу не попадался миллиардер, наживший состояние именно таким способом, я вынужден допустить, что провидцев

ничтожно мало по сравнению с обычными людьми. Большинство из нас не могут предсказать, когда в следующий раз доходность облигаций окажется выше доходности акций. Но тот факт, что это случилось единожды за семь десятилетий, а именно в 1930-х годах (1970-е можно считать паритетом), дает преимущество убежденному стороннику акций. Неизменно инвестируя в акции, мы с вероятностью 6 к 1 добьемся больше, чем те, кто вкладывает в облигации.

Более того, выигрыш держателей облигаций в редкое десятилетие, когда их доходность превышает доходность акций, не идет в сравнение с огромным ростом стоимости акций в периоды, подобные 1940-м и 1960-м годам. За все 64 года, представленные в таблице, инвестиция в 100 тыс. долл. в долгосрочные корпоративные облигации обернулась бы в итоге 1,6 млн долл., тогда как вложение той же суммы в акции индекса S&P 500 принесло бы 25 млн долл. Отсюда вытекает 2-й принцип Питера:

**Господа, предпочитающие облигации, не подозревают, что они теряют.**

### The Growth in Common Stocks S&P 500, 1926-present



Однако мы по-прежнему остаемся нацией держателей облигаций. Миллионы людей упорно предпочитают получать процент, который в лучшем случае слегка перекрывает инфляцию, хотя могли бы из года в год наращивать свои активы на 5–6% в реальном выражении, выше уровня инфляции. Покупайте акции! Даже если вы вынесете из настоящей книги только это, значит, я не напрасно писал ее.

Споры о том, что лучше для инвестиций — акции небольших или крупных компаний, либо о том, как выбрать лучший взаимный фонд, работающий с акциями (все это освещается в следующих главах), вторичны по отношению к главному выводу: независимо от методов, независимо от размера выбранных компаний, покупайте акции! Я, естественно, предполагаю, что вы разумно подойдете к выбору акций или фонда, а во время коррекций не станете их панически сбрасывать.

Второй причиной, побудившей меня взяться за книгу, было желание еще раз попробовать убедить инвесторов-непрофессионалов не бросать такое полезное занятие, как выбор акций. Я уже говорил, что непрофессионал, посвящающий некоторое время изучению компаний отрасли, с которой он хотя бы немного знаком, может превзойти 95% высокооплачиваемых экспертов, управляющих взаимными фондами, и вдобавок получить от этого удовольствие.

Многие управляющие взаимными фондами считают это утверждение чепухой, а кто-то даже назвал это «миражами Линча». Тем не менее за два с половиной года, прошедших после ухода из Magellan, мое убеждение о преимуществе непрофессионала только окрепло. Для тех, кто не верит, я нашел еще одно доказательство. Оно приведено в главе I «Чудеса Св. Агнессы», где рассказывается, как группа семиклассников из приходской школы под Бостоном за два года установила рекорд доходности инвестиций, которому профессионалы Уолл-стрит могут только позавидовать.

Между тем, многие годы подряд на превосходство в состязании с коллегами-профессионалами претендует еще бóльшая когорта инвесторов-непрофессионалов. Эти преуспевающие инвесторы входят в сотни инвестиционных клубов, которые поддерживаются Национальной ассоциацией инвесторов. Их годовая доходность столь же завидна, как и доходность портфеля семиклассников из школы Св. Агнессы.

Обе группы непрофессионалов имеют одну общую черту: их способы отбора акций гораздо проще и, как правило, успешнее, чем затейливые методы, применяемые высокооплачиваемыми управляющими фондами. На каком бы методе отбора акций вы ни остановились, конечный результат будет зависеть от способности не обращать внимания на негативные новости в течение срока, достаточно долгого для того, чтобы инвестиция принесла плоды. Судьбу инвестировавшего в акции определяет не логика,



а выдержка. Робкий инвестор, каким бы умным он ни был, всегда склонен панически «сбрасывать» акции на фоне апокалиптических прогнозов.

Каждый год на выходные в январе еженедельник *Barron's* приглашает группу инвестиционных оракулов для участия в дискуссии, стенограмма которой затем публикуется на его страницах. Большинство акций, которые мы рекомендовали к покупке, действительно выросли. Но если бы читатель прислушивался к нашему мнению относительно направления движения рынка и состояния экономики, он предпочел бы не связываться с акциями на протяжении последних семи лет. Глава 2 знакомит с «подводными камнями» этих «тревожных выходных» и учит не придавать им значения.

В главе 3 «Экскурсия по взаимным фондам» сделана попытка выработать стратегию инвестирования во взаимные фонды. И хотя в душе я остаюсь сторонником самостоятельного выбора акций, мой уход с поста управляющего фондом дает возможность обсудить тему, которую я не хотел затрагивать, находясь на этой должности. Пока человек работает, почти все его высказывания можно либо объяснить корыстными мотивами, либо истолковать как скрытую рекламу. Надеюсь, что сейчас таких обвинений не последует.

Не так давно я помог одной некоммерческой организации в Новой Англии (не буду указывать ее названия, поскольку оно не имеет отношения к делу) разработать новую стратегию портфельного инвестирования. Сначала следует решить, сколько средств вложить в акции и сколько — в облигации, а затем — каким образом инвестировать каждую часть. Точно такие же вопросы встают перед главой любого домохозяйства, поэтому я подробно остановился на решении этой задачи.

Главы 4, 5 и 6 представляют собой ретроспективу моего руководства фондом *Magellan* на протяжении тринадцати лет и девяти крупнейших коррекций. Это дает мне возможность четко вычленить факторы, способствовавшие успешным инвестициям. Признаться, некоторые выводы удивили меня самого.

В этой части книги я старался сосредоточиться на методологических вопросах и не слишком увлекаться воспоминаниями. Надеюсь, что из побед, которые я иногда одерживал, и множества ошибок, которые совершал, можно извлечь кое-какие уроки.

В главах с 7 по 20, занимающих более половины книги, описывается процесс выбора акций, рекомендованных мной читателям еженедельника *Barron's* в январе 1992 года. Если до этого я апеллирую к теоретической стороне инвестирования, то здесь рассматривается реальная практика выбора 21 акции. На основе сделанных мною заметок я пытаюсь как можно тщательнее проанализировать свои подходы к выбору

акций. Они включают как приемы определения перспективных акций, так и методы их изучения.

Акции, использованные для иллюстрации «метода Линча», представляют компании многих категорий и отраслей (банки и ссудо-сберегательные ассоциации, циклические компании, торговые, предприятия коммунального хозяйства), в которые люди обычно вкладывают средства. Изложение построено таким образом, что в каждой главе рассматривается какой-то один тип компаний. В главе 21 «Полугодовая ревизия портфеля» описан процесс регулярного пересмотра данных по каждой компании портфеля.

Я не предлагаю магических формул. Не существует такого колокольчика, который бы звонил при покупке правильной акции. Даже если вы очень много знаете о компании, никогда нельзя быть уверенным, что инвестиция будет удачной. Однако знание факторов, которые влияют на финансовые результаты банка, автозавода или предприятия розничной торговли, может повысить ваши шансы. Многие из таких факторов рассмотрены в этой книге.

В тексте встречается немало «принципов Питера», подобных тем двум, которые вам уже пришлось проглотить. Большую часть этих истин я вынес из собственного опыта, и такое обучение всегда дорого стоит. Так что здесь вы получаете их со скидкой.

(Стоимость акций 21 компании, описанных во второй части книги, постоянно колебалась на протяжении моего исследования. Например, акции Pier 1 продавались по 7,5 долл., когда я начал к ним присматриваться, и за 8 долл., когда я наконец порекомендовал их в *Barron's*. Именно поэтому в одном месте фигурирует цена Pier 1, равная 7,5 долл., в другом — 8. Иногда в тексте могут попадаться подобные несоответствия.)

# ГЛАВА 1

---

## ЧУДЕСА СВ. АГНЕССЫ

Отбор акций непрофессионалами — это исчезающее искусство, подобное выпечке пирогов, которое постепенно уступает место покупке готовых товаров. Огромная армия управляющих фондами получает щедрую плату, делая для портфеля то же самое, что корпорация Sara Lee делает для пирогов. К сожалению, таковы реалии. Меня это беспокоило, когда я управлял фондом, и еще больше беспокоит сейчас, когда я пополнил ряды непрофессионалов, занимающихся инвестициями в свободное от работы время.

Этот упадок индивидуального инвестирования как явления ускорился во времена большого подъема рынка в 1980-е годы, после которого количество индивидуальных владельцев акциями сократилось по сравнению с началом десятилетия. Я пытался понять, почему это произошло. Одна из причин состоит в том, что финансовая пресса превратила нас, публику с Уолл-стрит, в знаменитостей, овеяла славой, в значительной мере незаслуженной. С известными финансистами носились как с рок-звездами, и у непрофессионального инвестора сложилось ложное впечатление, что ему нечего и мечтать о конкуренции с такой плеядой гениев со степенью MBA, в плащах от Burberry и вооруженных Quotron\*.

Вместо состязания с гениями в дорогих плащах, многие средние инвесторы решили примкнуть к ним, вложив существенные средства во взаимные фонды. Но тот факт, что до 75% взаимных фондов демонстрируют

---

\* Quotron — одна из электронных систем отображения финансовой информации. — Прим. перев.

худший результат, чем рынок в среднем, доказывает, что и гении ошибаются.

Но главной причиной упадка индивидуального инвестирования, надо полагать, являются убытки. Людям свойственно чем-то заниматься до тех пор, пока дело спорится и доставляет удовольствие. Из-за этого, в частности, народонаселение увеличивается быстрыми темпами. Люди продолжают собирать бейсбольные карточки, старинную мебель, старые блесны, монеты и марки, не прекращают заниматься ремонтом и перепродажей домов, потому что все эти занятия не только приятны, но и могут быть выгодными. И если они избавляются от акций, значит, им надоело нести убытки.

Вложения в акции — удел, в первую очередь, более состоятельных и преуспевающих членов общества. Эти люди были отличниками в школе, их ценят на работе. Фондовый рынок — место, где удастся закрепиться наиболее способным. Здесь нетрудно заработать двойку. Человеку, который покупает фьючерсы и опционы, пытаясь уловить момент движения рынка, легко получить «неуд» по всем статьям. Должно быть, так и произошло с массой людей, ушедших во взаимные фонды.

Это не означает, что они совсем перестали покупать акции. Они получают «верный» совет от знающих людей, или случайно слышат разговор в автобусе, или что-то читают в журнале и решают рискнуть «игровыми» деньгами в сомнительной затее. Это деление денег на «серьезные», которые вкладываются в фонды, и «игровые» для покупки тех или иных акций — явление сравнительно новое и побуждает инвестора к необдуманым поспешным действиям. Этой легкомысленной игрой в групповое пари можно заниматься на отдельном счету у дисконтного брокера, и знать о ней супруге не обязательно.

По мере того как отбор акций в качестве серьезного хобби исчезает, методы оценки компаний, доходов, темпов роста и т.д. постепенно забываются, так же как старые семейные рецепты. Чем меньше розничные клиенты интересуются такой информацией, тем меньше брокерские компании склонны предлагать ее. Аналитики слишком заняты корпоративными клиентами, чтобы заботиться о просвещении масс.

Тем временем компьютеры брокерских фирм продолжают неустанно собирать горы полезной информации о компаниях, которую по запросу клиента они могут представить практически в любой форме. Около года назад директор по исследованиям фонда Fidelity Рик Спиллейн опросил несколько видных брокеров об имеющихся базах данных и так называемых «скринах». Скрин — это генерируемый компьютером список компаний с заданными характеристиками, например компаний, повышающих дивиденд в течение 20 лет подряд. Это очень полезная вещь для инвестора, желающего специализироваться на данном типе компаний.

Альберт Берназати из Smith Barney отметил, что его фирма может предоставить 8–10 страниц финансовой информации по большинству из 2,8 тыс. компаний в ее базе данных. Merrill Lynch может обеспечить «скрины» по десяти различным переменным, у *Value Line Investment Survey* есть «скрин стоимости», а Charles Schwab предлагает впечатляющий информационный ресурс под названием «Эквалайзер». Однако ни одна из этих услуг не пользуется особым спросом. Том Рейлли из Merrill Lynch сообщает, что преимущества «скринов» по акциям используют менее 5% его клиентов. По словам Джонатана Смита из Lehman Brothers, индивидуальный инвестор не использует 90% того, что может предложить Lehman.

В прежние времена, когда больше народа самостоятельно выбирало акции для покупки, брокер сам по себе являлся ценным источником информации. Многие брокеры старой закалки специализировались на какой-то одной отрасли или конкретной группе компаний и могли обучить клиента всем тонкостям. Конечно, вряд ли стоит видеть в прежнем брокере финансовый аналог доктора, который приходил на дом по вызову. Тем не менее, судя по опросам, по рейтингу популярности брокер обычно идет вслед за политиком и торговцем подержанными автомобилями. И все же в прежние годы брокер больше занимался самостоятельным анализом, чем его нынешние коллеги, которые склонны полагаться на информацию, подготовленную сотрудниками собственной фирмы.

В обязанности новомодных брокеров помимо продажи акций входит множество других услуг, включая аннуитеты, товарищества с ограниченной ответственностью, схемы оптимизации налогов, страховые полисы, депозитные сертификаты, фонды облигаций и фонды акций. Они должны разбираться во всех этих продуктах на уровне, по меньшей мере достаточном для того, чтобы убедить клиента. У них нет ни времени, ни желания следить за сектором коммунальных услуг, или предприятиями розничной торговли, или автомобильной индустрией; и поскольку клиентов, покупающих отдельные акции, немного, то невелик и спрос на советы по выбору акций. Как бы то ни было, наибольшие комиссионные зарабатываются на других направлениях: взаимные фонды, андеррайтинг и игра с опционами.

В условиях, когда все меньше брокеров предлагают помощь в выборе акций все меньшему количеству индивидуальных инвесторов, в атмосфере, располагающей к опрометчивым спекуляциям на «игровые» деньги, и при наличии преувеличенного почтения к профессиональным навыкам не приходится удивляться росту числа людей, решивших, что самостоятельный выбор акций — безнадежное дело. Но не пытайтесь в этом убедить учеников школы Св. Агнессы.

## ШКОЛЬНЫЙ ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ПОРТФЕЛЬ

Четырнадцать акций, приведенных в табл. 1-1, были выбраны группой энергичных портфельных менеджеров, учившихся в 1990 году в седьмом классе школы Св. Агнессы в Арлингтоне, штат Массачусетс, недалеко от Бостона. Генеральный директор школы и преподаватель Джоан Моррисеи решила проверить предположение о том, что для успеха на фондовом рынке не обязательно иметь доступ к системе Quotron, степень MBA от Школы бизнеса Уортон и, если уж на то пошло, даже водительские права.

Таблица 1-1. Инвестиционный портфель учеников школы Св. Агнессы

Компания	Доходность в 1990-1991 годах (%)
Wal-Mart	164,7
Nike	178,5
Walt Disney	3,4
Limited	68,8
L.A. Gear	-64,3
Pentech	53,1
Gap	320,3
PepsiCo	63,8
Food Lion	146,9
Topps	55,7
Savannah Foods	-38,5
IBM	3,6
NYNEX	-0,22
Mobil	19,1
Общая доходность портфеля	69,6
S&P 500	26,08

Общая доходность указана за период с 1 января 1990 г. по 31 декабря 1991 г.

Вы не найдете этих результатов в отчетах Lipper или журнале *Forbes*, но вложения в воображаемый портфель принесли 70% прибыли за два года, оставив далеко позади индекс S&P 500, который вырос на 26% за аналогичный период. Попутно ученики школы Св. Агнессы опередили

99% всех взаимных фондов, инвестирующих в акции. Их управляющим платят большие деньги за профессиональный выбор акций, тогда как эти ребята рады бесплатному завтраку с преподавателем и походу в кино.

Я узнал об этом замечательном результате из присланного мне альбома, где семиклассники не только перечислили наиболее удачные акции, но и для каждой нарисовали картинку. Отсюда следует 3-й принцип Питера:

### **Никогда не инвестируйте в идею, которую вы не можете изобразить на бумаге.**

Это правило следовало бы принять на вооружение многим взрослым финансовым менеджерам — любителям и профессионалам, — которые имеют обыкновение отказываться от понятной и выгодной инвестиции в пользу неразумной и убыточной затеи. Это, несомненно, уберегло бы инвесторов от покупки акций компании Dense-Pac Microsystems, выпускающей «модули памяти», акции которой, увы, упали в цене с 16 долл. до 25 центов. Кто из них мог изобразить Dense-Pac Microsystems?

Чтобы поздравить весь коллектив «фондового отдела Св. Агнессы» (известного как «уроки мисс Моррисей по социальным исследованиям»), а также выяснить секрет их успеха, я пригласил группу на обед в столовую для высшего управленческого персонала Fidelity, где впервые была подана пицца. Здесь мисс Моррисей, преподающая в школе Св. Агнессы уже 25 лет, рассказала о том, что ее класс ежегодно делится на команды по четыре человека; команды получают по 250 тыс. виртуальных долларов и соревнуются в достижении максимальной прибыли.

Все команды придумывают себе названия вроде «Кто был ничем, тот станет всем», «Чародеи Уолл-стрит», «Женщины Уолл-стрит», «Денежный автомат», «Короли выбора» и даже «Шайка Линча». Приглянувшаяся команде акция включается в альбом — так создается виртуальный портфель.

Школьники учатся читать финансовую газету *Investor's Business Daily*. Они составляют список потенциально привлекательных компаний и затем исследуют каждую: проверяют прибыль и динамику цен ее акций в течение последнего года по сравнению с рыночным индексом. Потом садятся, просматривают эти данные и определяются с выбором. Данная процедура похожа на ту, которой следуют многие управляющие фондами с Уолл-стрит, хотя они не обязательно столь многоопытны в таком деле, как эти школьники.

«Я всегда стараюсь подчеркнуть, что в портфеле должно быть не менее десяти компаний, причем одна-две с достаточно хорошим дивидендом, — говорит мисс Моррисей. — Но прежде чем положить акцию в портфель, ученики должны четко объяснить, чем занимается компания. Если они не

могут сказать классу, какие услуги она оказывает или какие товары выпускает, им не разрешается покупать ее акции. Покупать то, о чем знаешь, — одна из наших установок». Покупать то, о чем знаешь, — очень тонкая стратегия, которой многие профессионалы пренебрегают на практике.

Одна из компаний, хорошо известная ученикам школы Св. Агнессы, — это Pentech International, производитель цветных ручек и маркеров. О любимом товаре от Pentech, с маркером на одном конце и фломастером для выделения текста на другом, класс узнал от мисс Моррисей. Эта ручка всем понравилась, некоторые с ее помощью даже выделяли выбранные акции. Вскоре ребята изучали уже саму Pentech.

Ее акции в то время стоили 5 долл., и школьники выяснили, что у компании нет долгосрочных долговых обязательств. Отличное изделие Pentech произвело на них благоприятное впечатление и, судя по его успеху в классе, имело шансы обрести популярность в школах по всей стране. Другим плюсом, на их взгляд, была не слишком широкая известность компании, по сравнению, скажем, с Gillette, выпускающей ручки Bic и бритвы Good News, которые они видели в ванной у своих отцов.

Желая помочь своему коллеге, управляющие «фондом Св. Агнессы» прислали мне ручку Pentech и предложили обратить внимание на эту замечательную компанию. Сожалею, что не прислушался к их совету, ведь цена акций почти удвоилась — с 5½ до максимума в 9½.

Тот же «детский» метод выбора акций привел управляющих «фондом Св. Агнессы» к компании Walt Disney, двум производителям кроссовок (Nike и L.A. Gear), фирме Gap (где большинство из них покупают одежду), PepsiCo (которую они знали по четырем торговым маркам — Pepsi-Cola, Pizza Hut, Kentucky Fried Chicken и Frito-Lay) и Topps (выпускающей бейсбольными карточками). «Семиклассники у нас увлекаются обменом бейсбольными карточками, — отмечает мисс Моррисей, — поэтому вопрос, брать ли Topps, даже не стоял. И, кроме того, Topps выпускал то, что ребята действительно покупали. При этом они чувствовали, что помогают одной из своих компаний увеличить доходы».

Другие компании они выбрали так: Wal-Mart — потому что им показали видеосюжет из «Жизни богатых и знаменитых» с основателем Wal-Mart Сэмом Уолтоном, рассказывающим о благотворном влиянии инвестиций на экономику; NYNEX и Mobil — за их превосходные дивиденды; Food Lion, Inc. — как отлично работающую компанию с высокой доходностью акционерного капитала, а также потому, что она фигурировала в том же видеосюжете с Сэмом Уолтоном. Мисс Моррисей поясняет: «Там рассказывалось, как 88 жителей Солсбери, штат Северная Каролина, купили по десять акций Food Lion за сотню долларов, когда та стала акционерным обществом в 1957 году. Тысяча долларов, вложенных тогда в



акции, сегодня превратились в 14 млн. Вы можете в такое поверить? Каждый из этих 88 человек стал миллионером. Всех ребят поразил этот факт. К концу года они позабыли многое, но только не историю с Food Lion».

Единственным серьезным просчетом в виртуальном портфеле стали акции IBM. Вряд ли нужно говорить, что они были фаворитом взрослых финансовых менеджеров в течение 20 лет (включая и вашего покорного слугу) — взрослые продолжают покупать их и продолжают жалеть об этом. Причина этого вредного наваждения лежит на поверхности: акции IBM все знают и уважают, и никто не станет упрекать управляющего фондом, потерявшего на них деньги. Школьникам Св. Агнессы простительна эта единственная нелепая попытка подражать старшим товарищам с Уолл-стрит.

Предвижу некоторые возражения со стороны профессионалов относительно результатов ребят из Св. Агнессы:

1) «Это же виртуальные деньги». Да, но что из того? Как бы то ни было, к счастью профессионалов, «фонд Св. Агнессы» не работает с настоящими деньгами. В противном случае, исходя из доходности портфеля учеников, миллиарды долларов могли быть изъяты из наших взаимных фондов и переданы школьникам.

2) «Эти акции мог бы выбрать каждый». Если так, то почему же никто этого не сделал?

3) «Детям повезло с кучкой их любимых акций». Возможно, но некоторые более мелкие портфели, составленные командами из четырех человек на занятиях мисс Моррисей, показали такой же или лучший результат, чем виртуальный портфель класса в целом. Четверка победителей 1990 года (Эндрю Кастильони, Грег Бялач, Пол Книселл и Мэтт Китинг) выбрали следующие акции по указанным в скобках причинам:

100 акций Disney (Любой ребенок объяснит почему).

100 акций Kellogg\* (Им нравилась его продукция).

300 акций Topps (Кто не меняется бейсбольными карточками?).

200 акций McDonald's (Люди должны что-то есть).

100 акций Wal-Mart\*\* (Отличные темпы роста).

100 акций Savannah Foods (Они нашли ее в газете *Investor's Daily*).

5000 акций Jiffy Lube\*\*\* (В тот момент они дешево стоили).

600 акций Hasbro (Они делают игрушки, не так ли?).

1000 акций Tyco Toys (По той же причине).

100 акций IBM (Преждевременное взросление).

\* Производитель продуктов питания. — Прим. перев.

\*\* Сеть супермаркетов. — Прим. перев.

\*\*\* Сеть станций технического обслуживания автомобилей. — Прим. перев.

600 акций National Pizza (Никто не может отказаться от пиццы).  
1000 акций Bank of New England (Сколько же можно падать?).

Акции Bank of New England я и сам держал и потерял на них деньги, так что могу понять их ошибку. Этот убыток более чем перекрыли две самые удачные акции мальчишек — National Pizza и Tyco Toys. Эти бумаги, выросшие в четыре раза, сделали бы честь любому портфелю. Эндрю Кастильони наткнулся на National Pizza, просматривая список акций, котировующихся на NASDAQ, и затем перешел к ее изучению — второй критически важный этап, которым многие взрослые инвесторы продолжают пренебрегать.

Четверка победителей 1991 года (Кевин Спайнейл, Брайан Хоу, Дэвид Кардилло и Теренс Кьернан) распределила свои виртуальные деньги между акциями Philip Morris, Coca-Cola, Texaco, Raytheon, Nike, Merck, Blockbuster Entertainment и Playboy Enterprises. Merck и Texaco привлекли их внимание хорошими дивидендами. Playboy они выбрали по причинам, не имеющим ничего общего с финансовыми показателями компании. Тем не менее они отметили, что журнал выходит большим тиражом и что в собственности Playboy находится кабельный канал.

Весь класс познакомился с компанией Raytheon во время войны в Персидском заливе, когда ученики мисс Моррисей отправляли письма в части, расположенные в Саудовской Аравии. У них завязалась регулярная переписка с майором Робертом Свишером, который описывал, как ракета «Скад» ударила в двух милях от их лагеря. Когда управляющие портфелем узнали, что Raytheon выпускает ракеты «Пэтриот», они тут же перешли к изучению ее акций. «Нам было приятно сознавать, — говорит мисс Моррисей, — нашу теоретическую заинтересованность в оружии, охраняющем жизнь майора Свишера».

## ШКОЛЬНЫЙ ХОР

Побывав в Fidelity, попробовав пиццу в столовой для высшего управленческого персонала и подав мне совет относительно Pentech, которым я, увы, не воспользовался, эксперты по акциям из школы Св. Агнессы в свою очередь пригласили меня выступить перед учениками школы и посетить их отдел управления портфелем, он же классная комната. В ответ на мой визит в это учреждение со столетней историей, где обучают с детского сада по восьмой класс, я получил записанную школьниками аудиокассету.

На этой примечательной кассете содержались как некоторые из их собственных мыслей и хитростей по выбору акций, так и несколько правил, о которых говорил им я. Они решили повторить их мне, видимо на всякий случай, чтобы я сам их не забывал. Вот некоторые из комментариев:

*«Здравствуйте, это Лори. Я помню, как вы говорили, что за последние 70 лет рынок падал 40 раз, поэтому инвестор должен быть готов держать акции в течение длительного срока. ... Если я когда-нибудь вложу деньги в акции, я обязательно буду держать их».*

*«Здравствуйте, это Фелисити. Я помню, как вы рассказывали про Сирса и что, когда строились первые супермаркеты, Сирс участвовал в 95% из них. ... Сейчас, инвестируя в акции, я буду знать, что вкладывать нужно в компанию, которая имеет потенциал роста».*

*«Здравствуйте, это Ким. Я помню, как мы разговаривали и вы сказали, что в то время, как K Mart открывала магазины во всех крупных городах, Wal-Mart действовала еще разумнее, поскольку шла в небольшие города, где не было конкурентов. Я помню, как вы сказали, что выступали в качестве гостя на церемонии награждения Сэма Уолтона, и как раз вчера акции Wal-Mart шли по 60 долл., и они объявили о дроблении 2:1».*

*«Это Вилли. Я просто хочу сказать, что всем ребятам понравился обед с пиццей».*

*«Здравствуйте, это Стив. Я просто хочу сказать, что убедил свою группу купить больше акций Nike. Мы купили по 56 долл. за акцию, сейчас они стоят 76 долл. за акцию. У меня много кроссовок, в них удобно ходить».*

*«Здравствуйте, это Ким, Морин и Джеки. Мы помним, как вы говорили, что Coca-Cola — классная компания, и пять лет назад они выпустили диетическую колу. Взрослые стали пить диетическую колу вместо кофе и чая. Недавно Coca-Cola раздробила свои акции при цене 84 долл., и дела у нее идут прекрасно».*

В конце кассеты весь портфельный отдел семиклассников хором повторил следующие истины. Эти принципы нам всем следует заучить и повторять под душем, чтобы уберечься от будущих ошибок:

*Хорошая компания каждый год повышает дивиденд.*

*Потерять деньги можно очень быстро, а чтобы заработать их, нужно много времени.*

*В действительности, фондовый рынок — это не азартная игра, при условии, что вы выбираете хорошие компании, которые, по вашему мнению, будут эффективно работать, а не просто исходите из цены акций.*

*На фондовом рынке можно заработать много денег, но затем опять потерять их, как мы убедились.*

*Следует изучить компанию, прежде чем вкладывать в нее деньги. Инвестируя на фондовом рынке, нужно диверсифицировать свои вложения.*

*Следует инвестировать в несколько акций, потому что из каждых пяти выбранных вами акций одна окажется превосходной, одна — очень плохой и три — хорошими.*

*Никогда не влюбляйтесь в акцию; всегда мыслите объективно и непредвзято.*

*Недостаточно просто выбрать акцию — нужно тщательно изучить ее.*

*Акции компаний, предоставляющих коммунальные услуги, хороши тем, что приносят более высокий дивиденд. Но деньги зарабатываются на акциях растущих компаний.*

*Из того, что цена акции снижается, не следует, что она не может упасть еще ниже.*

*В долгосрочном плане лучше покупать акции небольших компаний.*

*Акцию нужно покупать не потому, что она дешева, а потому, что вы много знаете о компании.*

Мисс Моррисей продолжает прилагать все усилия, чтобы привить навыки выбора акций непрофессионалам — не только своим ученикам, но и коллегам по работе. По ее инициативе они основали собственный инвестиционный клуб «Жемчужины Уолл-стрит», в котором 22 члена, включая меня (в качестве почетного), а также майора Свищера.

«Жемчужины Уолл-стрит» добились хороших результатов, но все же не столь блестящих, как школьники. «Представляете, что будет, — сказала мисс Моррисей после того, как мы посмотрели цифры, — когда я расскажу коллегам, что акции ребят оказались лучше, чем наши?»

## **8 ТЫСЯЧ ИНВЕСТИЦИОННЫХ КЛУБОВ НЕ МОГУТ ЗАБЛУЖДАТЬСЯ**

Доказательством того, что при рациональном подходе к выбору акций как взрослые, так и дети могут превзойти среднерыночные показатели, являются результаты Национальной ассоциации инвестиционных клубов (NAIC), расположенной в Ройал-Оук, штат Мичиган. Эта организация объединяет 8 тысяч инвестиционных клубов, в помощь которым она издает руководство и ежемесячный журнал.

По данным NAIC, 61,9% ее членов за весь период своей деятельности, а большая их часть существует не менее 10 лет, достигали такой же или более высокой доходности, чем рост индекса S&P 500. Решающий фактор успеха этих инвестиционных клубов состоит в том, что они инвестируют на регулярной основе, где нет места гаданию, куда пойдет рынок — вверх или вниз, и не допускают импульсивных решений о покупке или продаже, которые на корню губят столько плодов. Люди, автоматически вкладывающие в акции одну и ту же сумму каждый месяц со своих пенсионных счетов или через иные виды пенсионных схем, будут вознаграждены за свое прилежание так же, как и клубы.

Тезис о выгоде регулярных инвестиций подкрепляется следующими расчетами, выполненными по моей просьбе отделом технического анализа фонда Fidelity. Человек, вложивший 1000 долл. в индекс S&P 500 31 января 1940 года и оставивший их на 52 года, имел бы сейчас на своем счету 333 793,30 долл. Это лишь умозрительный пример, поскольку индексных фондов в 1940 году еще не было, но он показывает пользу от выбора широкого спектра акций для покупки.

Если бы ежегодно 31 января этот человек добавлял по 1000 долл. к своему первоначальному вложению на протяжении тех же 52 лет, то эта инвестиция в размере 52 000 долл. стоила бы сейчас 3 554 227 долл. Наконец, если бы у него хватало смелости вкладывать еще по 1000 долл. всякий раз, когда рынок падал на 10% или ниже (за 52 года такое случалось 31 раз), то эти инвестиции в размере 83 000 долл. стоили бы сейчас 6 295 000 долл. Таким образом, стратегия регулярных инвестиций и следование ей несмотря ни на что приносит

ощутимую выгоду. И эта стратегия будет еще результативней, если приобретать акции в моменты, когда другие их панически сбрасывают.

Все 8 тысяч клубов, входящих в NAIC, не отступили от своих стратегий во время Большой коррекции 1987 года и после нее, когда конец света и крах банковской системы кто только ни предсказывал. Не обращая внимания на апокалипсические прогнозы, они продолжали покупать акции.

Отдельный инвестор может, испугавшись, продать акции и позднее жалеть об этом, а в клубах все решения принимаются большинством голосов. Большинство не всегда право, но в данном случае это гарантирует, что малодушные предложения продавать все же не найдут поддержки у группы. Коллективное принятие решений — одна из главных причин более успешных инвестиций членов клуба в составе группы, чем инвестиций со своих индивидуальных счетов на стороне.

Собрания клубов, на которых происходит обмен мнениями и выносятся решения, что покупать, проходят раз в месяц либо у кого-то дома, либо в залах, арендованных в местных гостиницах. Каждый член клуба отвечает за изучение и отслеживание новостей по одной-двум компаниям. Это позволяет избежать необдуманных решений при выборе акций. Никто не может встать и заявить: «Надо купить Home Shopping Network. Я слышал, как один таксист сказал, что это дело верное». Когда человек знает, что его рекомендации затронут кошельки друзей, он склонен тщательно продумывать свои предложения.

Члены NAIC в основном покупают акции развивающихся, неизменно преуспевающих компаний с профессиональным управлением и растущими доходами. Такие акции — кандидаты на многократное повышение стоимости и преумножение первоначального вложения в них в 10, 20 или даже 30 раз в течение десятилетия — не являются чем-то необычным.

За 40 лет работы NAIC усвоила многие из тех уроков, которым меня научил Magellan. Прежде всего, это закон, гласящий, что при выборе акций пяти различных растущих компаний три приносят ожидаемый результат, одна сталкивается с непредвиденными трудностями и разочаровывает, а еще одна превосходит все ожидания и демонстрирует феноменальную доходность. Поскольку предсказать, какие акции стремительно взлетят, а какие окажутся убыточными, невозможно, организация рекомендует включать в портфель не менее пяти акций. NAIC называет это «Правилом пяти».

Руководство для инвестора, любезно присланное мне директором NAIC, содержит несколько важных принципов, которые можно добавить к репертуару «хора Св. Агнессы». Их можно бубнить, подстригая лужайку, или, еще лучше, проговаривать перед звонком брокеру:

*Не берите акций больше, чем вы способны отследить.*

*Инвестируйте на регулярной основе.*

*Смотрите, прежде всего, чтобы объем продаж и прибыль на акцию повышались приемлемыми темпами. Во-вторых, убедитесь, что акцию можно купить по разумной цене.*

*Целесообразно изучить финансовую устойчивость и структуру долговых обязательств компании, чтобы понять, могут ли несколько неудачных лет угрожать ее долгосрочному развитию.*

*Принимайте решение покупать или воздержаться исходя из того, отвечает ли темп роста вашим целям и выглядит ли цена разумной.*

*Понимание причин роста продаж в прошлом поможет судить о вероятности сохранения прежних темпов роста в будущем.*

Чтобы помочь инвесторам в приобретении более глубоких знаний, NAIC предлагает самоучитель, в котором показано, как правильно рассчитывать темпы роста прибыли и объема продаж; как определить исходя из прибыли, является ли цена акции низкой, завышенной или справедливой; как правильно читать баланс и увидеть, есть ли у компании запас прочности, чтобы пережить трудные времена. Для тех, кто любит работать с цифрами и желает выполнить более сложную домашнюю работу, чем ту, что они делали до сих пор, этот самоучитель послужит хорошим началом.

NAIC также издает ежемесячный журнал *Better Investing*, где рекомендуются акции перспективных растущих компаний и приводятся свежие данные по их состоянию. За более подробной информацией можно обращаться в NAIC по адресу: 1515 East 11 Mile Road, Royal Oak, MI 48067 или по телефону: (313) 543-0612. На этом разрешите закончить мою бесплатную и непрошенную рекламу.

## ГЛАВА 2

---

# ТРЕВОЖНЫЕ ВЫХОДНЫЕ

Если вы хотите зарабатывать на акциях, важно сдерживать страх, побуждающий продать их. Значение этого фактора трудно переоценить. Ежегодно выходит масса книг о том, как выбрать акции или отыскать успешный взаимный фонд. Но все эти замечательные сведения бесполезны, если отсутствует сила воли. На фондовом рынке и в диете результат определяет именно твердость, а не логика.

В случае взаимных фондов, когда инвестору нет необходимости анализировать компании или отслеживать поведение рынка, знание часто может оказаться вредным. Человек, не озабоченный состоянием экономики, беспечно пренебрегающий новостями рынка и инвестирующий на регулярной основе, достигает лучшего результата, чем тот, кто анализирует и пытается выбрать удачное время для инвестиций, покупая, когда уверен, и продавая, когда сомневается.

Я всякий раз вспоминаю эту закономерность на ежегодном заседании еженедельника *Barron's*, когда на выходных группу людей, считающихся экспертами, включая вашего покорного слугу, вовлекают в беспокойные дискуссии. Я принимаю участие в этом мероприятии каждый год начиная с 1986. Мы собираемся в январе и в течение восьми часов обмениваемся наблюдениями и советами, большая часть которых публикуется в очередных трех номерах еженедельника.

Поскольку *Barron's* принадлежит компании Dow Jones, его офис расположен в новом комплексе компании с видом на правый берег Хадсон-ривер в южной части Манхэттена. Фойе по мраморной отделке и высоте



потолков не уступает собору Св. Петра\* в Риме. Посетитель попадает внутрь по движущейся дорожке, похожей на те, что устанавливают в международных аэропортах. Строгая система безопасности начинается с проходной, где нужно предъявить удостоверение личности и сообщить цель визита. Разрешая вход, посетителю вручают пропуск, который он затем обязан показать охраннику около лифта.

После этой проверки вас допускают на нужный этаж. Там следует пройти еще одну запертую дверь, которая открывается кредитной карточкой. Если все в порядке, вы наконец оказываетесь в комнате заседаний «Круглого стола», хотя стол здесь вовсе не круглый. Прежде он напоминал букву U, но недавно организаторы сдвинули внутрь одну из сторон так, что получился большой треугольник. Мы, финансовые чародеи, сидим вдоль гипотенузы, а пригласившие нас представители *Barron's* задают вопросы со стороны основания. Этими дружескими расспросами руководит редактор *Barron's* Алан Абельсон, остро слов, сделавший для финансов не меньше, чем Дороти Паркер\*\* для литературы.

Над нами висят микрофоны и мощная обойма из 13 тысячеваттных прожекторов, которые то включают, то выключают для удобства фотографов. В то время как один из них, находясь примерно в четырех метрах от нас, снимает камерой с переменным фокусом, другой (женщина с подушечками на коленях) ползает у нас под носом и фотографирует снизу вверх крупным планом. Помимо фотографов в комнате присутствуют редакторы *Barron's*, специалисты по звуку и технический персонал, частично прячущийся за стеклянной стенкой. Будь здесь птичьи яйца, от тепла прожекторов над нашими головами из них могли бы вылупиться птенцы.

Вся эта суета затеяна вокруг горстки уже немолодых финансовых менеджеров с седеющими бакенбардами, но нам это нравится. Иногда добавляется какой-нибудь новый участник, а кто-то из прежних исчезает. Завсегдатаи мероприятия: Марио Габелли и Майкл Прайс, оба управляющие весьма уважаемыми и недавно вновь вошедшими в моду фондами, ориентированными на недооцененные, но перспективные компании; Джон Нефф из *Vanguard Windsor Fund*, который уже был легендой, когда я стал управляющим *Magellan* в 1977 году; Пол Тьюдор Джонс, знаток товарных рынков; Феликс Зулауф, международный банкир и любитель сеять панику, который, насколько мне известно, прослыл бы неумным оптимистом в родной Швейцарии, где люди склонны переживать по любому

\* Выдающийся памятник архитектуры эпохи Ренессанса. Огромный центральный купол высотой 117 м опирается на четыре гигантские пятиугольные колонны. — Прим. перев.

\*\* Дороти Паркер (*Dorothy Parker*, 1893–1967) — американская писательница, автор лирических стихов и романов. — Прим. перев.

поводу; Марк Перкинс, финансовый менеджер, с которым я познакомился, когда он был банковским аналитиком; Оскар Шейфер, специалист по «особым ситуациям»; Рон Бэрон, искатель акций, не удостоившихся внимания Уолл-стрит, и Арчи Макалластер, опытный инвестор внебиржевого рынка.

В заседании 1992 года место Пола Тьюдора Джонса занял Бартон Биггс, председатель совета директоров Morgan Stanley Asset Management и охотник за выгодными сделками по всему миру. Марк Перкинс пришел в 1991 году на место Джимми Роджерса, которого *Barron's* приглашал пять лет подряд. Джимми бросил финансовую деятельность и отправился путешествовать на мотоцикле через Китай по древнему «Шелковому пути». Последний раз я слышал, что Джимми вместе с мотоциклом переправился в Перу и ездил по Андам в тысяче миль от ближайшего брокера (после этого он снова всплыл в вечерней деловой программе).

Дружба между людьми обычно завязывается в колледже, в армии, летнем лагере. Нас же объединили акции. Видя Рона Бэрона, я непременно вспоминаю эмиссию акций Strawbridge & Clothier, которыми мы оба владели одно время и слишком рано продали.

Год от года мы стараемся развивать способность к остроумным ответам, чтобы не отставать от шуток Абельсона. В той стенограмме, которая публикуется в *Barron's*, слова Абельсона помечаются как «*Barron's*:» или «*Q*:»\*. Однако он заслуживает персональной признательности за приведенные ниже реплики. Единственное исключение — замечание Шейфера, которое я включил как не уступающее шуткам Абельсона.

Джим Роджерс: *«Я действительно владею одной европейской компанией, Steyr-Daimler-Puch, которая убыточна уже несколько лет».*

Абельсон: *«А чем еще она вас привлекает кроме убыточности?»*

Абельсон (Оскар Шейферу): *«У вас есть короткие позиции?»*

Шейфер: *«Давайте я расскажу еще об одной длинной, а потом о короткой, если я вас не утомил».*

Абельсон: *«Не больше, чем обычно».*

Эд Гуднау (бывший участник, расхваливавший Philippine Long Distance Telephone): *«Я понимаю, что качество услуг в провинции не столь высоко. Одна из проблем в том, что нелегко заставить парней чинить линию под огнем снайпера: он ведь и попасть может. Ну а в остальном, они работают вполне стабильно».*

\* Первая буква английского слова question — «вопрос». — Прим. перев.

Абельсон: «Это вы и называете попаданием в яблочко с длинной позиции?»

Питер Линч: «Мне все еще нравятся мои вложения в бумаги Fannie Mae. Они далеко пойдут».

Абельсон: «Вверх или вниз?»

Джон Нефф (рекомендуя Delta Air Lines): «Что инвестор теряет, покупая авиакомпанию...»

Абельсон: «Или счастливо избегает?»

Майкл Прайс: «Настоящих акций у нас в фонде процентов 45».

Оскар Шейфер: «А остальные 55% ненастоящие?»

Марио Габелли: «И, как вам известно, я рекомендую Lin Broadcasting уже 20 лет».

Абельсон: «Жаль, что это ей не помогло!»

Марио Габелли: «Я говорю о разноплановом подходе к многоаспектной проблеме».

Абельсон: «Помилуйте, Марио, это журнал для семейного чтения!»

Джон Нефф: «По опыту последних восьми экономических кризисов, при таком падении за первые два месяца квартала... я все это придумываю».

Абельсон: «Как и все Вами сказанное?..».

«Круглый стол» начинается ровно в полдень и состоит из двух частей. Первая — это общий взгляд на финансовые рынки, когда обсуждаются перспективы экономики и то, стоит ли ждать конца света. Именно эта часть беседы сеет тревогу в наших рядах.

Эти обзорные дискуссии заслуживают более подробного рассмотрения, поскольку ничем не отличаются от тысяч подобных разговоров, которые ведут между собой непрофессиональные инвесторы за завтраком, в спортивном клубе или на площадке для гольфа по выходным. Именно в выходные у людей появляется время для размышлений над тревожными новостями. Новости исходят из телепередач или ежедневной газеты, упакованной рассылными в пластиковый пакет (возможно, в этом есть скрытый смысл: они пытаются оградить нас от содержимого).

Когда, совершив ошибку, мы извлекаем новости из пакета, перед нами раскрываются очередные доводы в пользу того, что человечество обречено: глобальное потепление, глобальное похолодание, советская Империя зла, крах советской Империи зла, экономический кризис, инфляция,

неграмотность, высокая стоимость медицинских услуг, исламские фундаменталисты, бюджетный дефицит, «утечка мозгов», война племен, организованная преступность, неорганизованная преступность, сексуальные скандалы, финансовые скандалы, сексуально-финансовые скандалы... Даже от спортивных разделов порой тошнит.

Если на человека, не имеющего акций, чтение новостей просто наводит тоску, то для инвестора эта привычка опасна. Кто захочет держать акции Гар, если вирус СПИДа убьет половину потребителей, а озоновая дыра погубит остальных? До этого или сразу после исчезнут тропические леса и западное полушарие станет похожим на пустыню Гоби, а затем, если не раньше, произойдет крах уцелевших ссудо-сберегательных учреждений, городов и окрестностей.

Можно никогда не признаваться себе, что вы решили продать акции Гар, потому что прочли в воскресном журнале статью о последствиях глобального потепления, но именно такая логика выходных дней, действующая подспудно, ведет к шквалу заявок на продажу по понедельникам. Совершенно не случайно понедельники исторически являются днями самых крупных обвалов рынка. И не случайно падения часто происходят в декабре, когда на фиксацию убытков по итогам года из налоговых соображений накладываются длинные праздники, за время которых у миллионов людей появляется лишнее время для размышлений о судьбах мира.

Вот и наша группа экспертов в первой части заседания «Круглого стола» из года в год устраивает «тревожные выходные». В 1986 году мы волновались о соотношении М1 и М3, о комплексе мер Грэма – Радмана по снижению дефицита, о действиях Большой семерки и о том, начнет ли торговый дефицит сокращаться согласно «эффекту J-кривой»\*. В 1987 году мы переживали по поводу краха доллара, демпинговой политики иностранных компаний на наших рынках, ирано-иракской войны, которая вызовет мировой дефицит нефти; по поводу падения интереса к нашим акциям и облигациям со стороны иностранцев; о потребителях, которые залезли в долги и не могут покупать товары, и о запрете президенту Рейгану баллотироваться на третий срок.

\* «Эффект J-кривой» состоит в следующем: при неэластичном спросе на экспорт и импорт в краткосрочной перспективе и эластичном в долгосрочной, снижение курса национальной валюты в краткосрочной перспективе приводит к сдвигу номинального внешнеторгового сальдо в направлении дефицита, а в долгосрочной — в направлении излишка. Другими словами, девальвация сначала усугубляет внешнеторговый дефицит, поскольку адаптация потребителей происходит постепенно, и лишь затем дефицит начинает уменьшаться. — Прим. перев.

Но нельзя все время держать в тревоге всех участников встречи. Кто-то волновался больше остальных, а некоторые из переживавших в один год успокаивались на следующий. Часто пара участников с оптимизмом смотрела в будущее, придавая эмоциональную устойчивость по обыкновению мрачной дискуссии. В действительности годом наивысшего оптимизма относительно перспектив экономики и фондового рынка стал 1987, закончившийся известным обвалом на 1000 пунктов. Единственным, кто выражал тревогу в тот год, был Джимми Роджерс. Но, опять же, он продолжал предупреждать о крахе мировой экономики в 1988 и 1989 годах, пока не укатил на своем мотоцикле. Мы — группа влиятельных профессионалов, управляющих миллиардами долларов, которые принадлежат другим людям, — и от одного «Круглого стола» к другому не можем прийти к единому мнению, ожидает ли нас неминуемая мировая депрессия или экономический взлет.

Стоит отметить, что наши тревоги достигли апогея на заседании «Круглого стола» в 1988 году, через два месяца после Большой коррекции. Мы только что пережили обвал фондового рынка и, естественно, в будущем году ожидали следующего. Отсюда вытекает 4-й принцип Питера:

### **Будущее нельзя увидеть в зеркале заднего вида.**

В 1988 году г-н Зулауф задал тон вступительным тезисом, дескать, «медовый период 1982–1987 годов остался в прошлом». Это была самая оптимистичная фраза, сказанная за весь день. Остальное время прошло в спорах, войдет ли рынок в стандартно-«медвежью» фазу с падением индекса Dow до 1500 или ниже — либо в разрушительно-«медвежью», которая «сотрет большую часть финансового сообщества и разорит большинство инвесторов по всему миру» (опасения Джимми Роджерса) и повлечет «мировой экономический спад, подобный депрессии начала тридцатых годов» (предположение Пола Тьюдора Джонса).

В промежутках между тревогами о разрушительно-«медвежьем» рынке и мировой депрессии, мы беспокоились о торговом дефиците, безработице и бюджетном дефиците. Обычно я плохо сплю накануне встречи за «Круглым столом», но после того заседания мне снились кошмары еще три месяца подряд.

Встреча 1989 года прошла в несколько более радостном ключе, хотя г-н Зулауф сообщил, что год Змеи — это нехороший знак в китайской космологии. К заседанию 1990 года признаков неоднократно предрекаемой

депрессии так и не появилось, а Dow вновь поднялся до 2500 пунктов. Но мы отыскивали новые доводы против покупки акций. К череде бедствий добавился обвал рынка недвижимости. Нас беспокоило, что после роста рынка в течение семи лет подряд (несмотря на Большую коррекцию, рынок закончил 1987 год чуть выше уровня 1986 года) снижение неизбежно. Нас волновало, что все идет слишком хорошо! Мои искушенные друзья, люди не робкого десятка, опасаясь, что крупные банки могут стать неплатежеспособными и рухнет вся банковская система, поговаривали о том, чтобы забрать деньги из банков и спрятать дома.

Пессимизм 1990 года перекрыл пессимизм 1980–82 годов, когда инвесторы были столь расстроены акциями, что, как только о них заходила речь, переводили разговор на землетрясения, похороны и даже на постоянные и тщетные надежды на Boston Red Sox. В 1990 году они не просто избегали этой темы — они не скрывали, что ставят против рынка. Я сам слышал таксистов, рекомендующих покупать облигации, и парикмахеров, хвастающих, что приобрели пут-опционы, стоимость которых растет при снижении цены акций.

Я полагал, что парикмахеры — это прослойка населения, никогда не слышавшая об опционах на продажу, но тут они принялись за свой счет заключать эти сложные пари. Если Бернард Барух был прав в том, что следует продавать все акции, когда их начинают покупать чистильщики сапог, то, несомненно, пора покупать, когда парикмахеры узнают про опционы на продажу.

Чтобы воспроизвести настроение общественности осенью 1990 года, я подобрал несколько не самых безрадостных заголовков в прессе:

*«На этот раз увольнения необычайно сильно ударили по рядам квалифицированных работников», Wall Street Journal, 4 октября.*

*«Насколько надежно ваше рабочее место?», Newsweek, 5 ноября.*

*«Еле сводя концы с концами», New York Times, 25 ноября.*

*«Обвал на рынке недвижимости», Newsweek, 1 октября.*

*«Дорогая аренда жилья, возможно, удерживает молодежь от найма отдельной квартиры», Business Week, 22 октября.*

*«Кризис в жилищном секторе ударил по рынку отделки жилых помещений», Business Week, 22 октября.*

*«Каким образом обвал рынка недвижимости угрожает финансовым институтам», U.S. News, 12 ноября.*

*«Кризис жилищного сектора, начавшийся три года назад на Северо-Востоке, теперь охватил всю страну», New York Times, 16 декабря.*

*«План по сокращению дефицита имеет туманные перспективы в Конгрессе и не является панацеей», Wall Street Journal, 1 октября.*

*«Экономика США в полосе неопределенности», Wall Street Journal, 3 декабря.*

*«Потребители увидели будущее и впали в депрессию», Business Week, 10 декабря.*

*«Руководство по выживанию в тревожную эру», Newsweek, 31 декабря.*

*«В состоянии ли еще Америка конкурировать?», Time, 29 октября.*

*«Останется ли ваш банк на плаву?», U.S. News, 12 ноября.*

*«Сможете ли вы конкурировать? Обе Америки все больше отстают. Что можно сделать для ускорения развития?», Business Week, 17 декабря.*

В довершение всего началась «война в пустыне». Из телекамер, движущихся по залам для брифингов в Пентагоне, миллионы зрителей впервые узнали, где находятся Ирак и Кувейт. Военные стратеги спорили, сколько потребуется мешков для доставки домой тел жертв химического и биологического оружия, которое применит против наших солдат хорошо подготовленная иракская армия, четвертая в мире по численности, засевшая в укрепленных бункерах, скрытых среди песчаных дюн.

Этот Первоисточник Всех Тревог имел предсказуемое влияние на пугливых провидцев. К 15 января 1991 года, когда мы собрались в офисе *Barron's*, призрак мешков для тел довлел над нашими душами. В дискуссии о состоянии экономики Зулауф, хотя и мрачный по обыкновению, на этот раз опять оказался оптимистичнее некоторых участников. Он предсказывал падение Dow до отметок между 2000 и минимумами Большой коррекции 1987 года, тогда как Майкл Прайс предполагал движение вниз на 500 пунктов, а Марк Перкинс — снижение в конечном итоге до 1600–1700. Ваш покорный слуга высказывал мнение, что в худшем

случае может наступить глубокий экономический спад и, если война будет столь ужасна, как ожидали некоторые, акции упадут на 33%.

Но поскольку для участия в «Круглом столе» *Barton's* нужно быть успешным инвестором, остается предположить, что все мы каким-то образом сумели выработать рациональный подход к инвестированию, позволяющий блокировать наши собственные сигналы тревоги. Как и вся страна, я допускал, что операция «Буря в пустыне» может перерасти в затяжной и кровавый конфликт. И в то же время инвестор в моей душе не мог упустить захватывающие возможности, открывавшиеся при массовой продаже. Я уже не распоряжался миллионами акций, как в *Magellan*, а покупал для себя на личные деньги и для благотворительных и общественных организаций, портфелями которых я помогал управлять. В октябре 1990 года газета *The Wall Street Journal* отметила, что я увеличил свою личную долю в капитале *W. R. Grace* и *Morrison-Knudsen* — двух компаний, в советы директоров которых я вхожу. Я сказал репортеру Джорджетте Джейсен, что это лишь «две из десятка акций, которые я приобрел в дополнение к уже имеющимся... Если их цена пойдет ниже, я куплю еще». Я заявил также, что добавил к своим активам еще 2000 паев *Magellan*, точно так же, как и после ухода из фонда.

Для последовательного инвестора это была идеальная ситуация для оценки возможности новых покупок. Пресса пестрела мрачными заголовками, индекс *Dow Jones* за лето и начало осени потерял 600 пунктов, таксисты рекомендовали покупать облигации, управляющие взаимными фондами держали 12% активов в инструментах денежного рынка, и по меньшей мере пять моих коллег по «Круглому столу» предрекали глубокий экономический спад.

Теперь мы знаем, что война не была столь ужасной, как ожидалось (конечно, я не имею в виду тех, кто был в Ираке), что фондовый рынок вместо падения на 33% поднялся на 30% по индексу *S&P 500* и на 25% по индексу *Dow*, а акции мелких компаний выросли на 60%. Все это вместе взятое сделало 1991 год наилучшим за два предшествующих десятилетия. И вы упустили бы его, если бы обратили малейшее внимание на наши хваленые прогнозы.

Более того, если бы вы со всем вниманием относились к негативному тону большинства наших дискуссий о состоянии экономики в течение последних шести лет, то не решились бы держать акции в кульминационный момент наиболее значительного повышения рынка в новейшей истории, когда инвесторы, пребывавшие в блаженном неведении о грядущем конце света, играючи утроили или учетверили свои вложения. Вспомните об этом в следующий раз, когда кто-то будет отговаривать вас от выгодной инвестиции на том основании, что Япония должна обанкротиться или что шальной метеорит мчится на Нью-Йоркскую фондовую биржу.



«Рынки погрузились в неопределенность и страх» — с таким комментарием вышел *Barron's* после заседания «Круглого стола» в 1991 году, как раз в преддверии мощного взлета рынка, поднявшего Dow на рекордную высоту.

## ЕЩЕ БОЛЕЕ ШИРОКИЙ ВЗГЛЯД

Немудрено сказать самому себе: «Ну, тогда в следующий раз я не буду обращать внимание на плохие новости, когда фондовый рынок падает, и что-нибудь куплю по хорошей цене». Но, поскольку каждый кризис выглядит серьезнее, чем предыдущий, игнорировать плохие новости становится все труднее. Наилучшим способом преодолеть страх перед акциями является их приобретение на регулярной основе, из месяца в месяц. Именно так многие и поступают в соответствии с пенсионными схемами и статьей 401(k)\*, а также в инвестиционных клубах, о чем упоминалось выше. Неудивительно, что они добиваются более высокой доходности, чем те, кто покупает и продает, руководствуясь ощущением уверенности или сомнениями.

Проблема интуитивного подхода к инвестированию заключается в том, что люди неизменно ощущают прилив уверенности, когда рынок уже поднялся на 600 пунктов и акции переоценены, и приступы сомнений, когда рынок падает на 600 пунктов и открывается масса возможностей. Если вы не практикуете методичное ежемесячное приобретение акций на определенную сумму, нужно как-то иначе поддерживать свою веру.

Вера и вопросы инвестиций обычно не обсуждаются вместе, однако успех последних зависит от твердости первой. Можно быть специалистом мирового масштаба по балансам и коэффициенту «цена/прибыль» (P/E)\*\*, но без веры трудно не поддаться тревожным заголовкам в прессе. Можно вложить активы в хороший взаимный фонд, но человек без веры продаст их на пике опасений, когда цены, вне сомнений, достигнут дна.

О какой вере идет речь? Вера в то, что Америка выживет, что люди, как и прежде, будут вставать по утрам и надевать брюки, сначала на одну ногу, потом на другую, и что компании-изготовители этих брюк заработают

---

\* Правило, согласно которому прирост стоимости ценных бумаг не облагается налогом до момента фиксации прибыли, т.е. их продажи. — *Прим. перев.*

\*\* Price-to-earnings ratio (P/E) — отношение рыночной цены акции компании к ее чистой прибыли в расчете на одну акцию. — *Прим. перев.*

прибыль для своих акционеров. Вера в то, что по мере стагнации и исчезновения старых предприятий на их месте возникнут новые перспективные компании, такие как Wal-Mart, Federal Express и Apple Computer. Вера в то, что американцы — изобретательный и трудолюбивый народ и что даже новое поколение «белых воротничков» критикуют за лень несправедливо.

Когда меня одолевают сомнения и ощущение безнадежности от открывающейся перспективы, я пытаюсь посмотреть Еще Более Широкий Взглядом. Более Широкий Взгляд — это представления, о которых нелишне знать, если вы хотите научиться сохранять веру в акции.

Еще Более Широкий Взгляд говорит о том, что за последние 70 лет акции приносили своим владельцам в среднем 11% дохода в год, тогда как казначейские векселя, облигации и депозитные сертификаты — менее половины этой величины. Вопреки всем большим и малым бедствиям, случившимся в этом столетии, вопреки тысячам аргументов в пользу возможного конца света — держать акции по-прежнему вдвое более выгодно, чем облигации. Действовать, руководствуясь этим фактом, в долгосрочном плане будет выгоднее, чем следовать мнению двухсот комментаторов и консультантов, предсказывающих наступление экономического спада.

Более того, за те же 70 лет, когда доходность акций превосходила доходность других популярных альтернатив, произошло 40 пугающих падений рынка на 10% и ниже. Из этих 40 пугающих падений 13 раз рынок обрушился на 33%, что позволяет классифицировать их как биржевую панику, включая Самое Страшное Падение 1929–33 годов.

Я убежден, что именно Крах\* 1929 года, оставивший неизгладимый след в культуре, более, чем какой-либо иной отдельный фактор, продолжает удерживать миллионы людей от покупки акций и склоняет к облигациям и счетам денежного рынка. Шестьдесят лет спустя, вспоминая о Крахе, они не решаются покупать акции, в том числе и люди моего поколения, родившиеся уже после 1929 года.

Если это действительно посттравматический синдром Краха, то он очень дорого нам обходится. Все, кто держал деньги в облигациях, депозитных сертификатах, на счетах денежного рынка или сберегательных счетах, чтобы уберечься от следующего Краха, упустили прибыль от роста фондового рынка за 60 лет и пострадали от опустошительной инфляции, которая за такой срок принесла им больший убыток, чем причинило бы повторение Краха, если, конечно, они испытали его хоть однажды.

---

\* Катастрофическое падение курсов ценных бумаг на Нью-Йоркской фондовой бирже в октябре 1929 года. — Прим. перев.

За приснопамятным Крахом разразилась Депрессия, вследствие чего мы стали увязывать падения фондового рынка с экономическими спадами и продолжаем верить, что первое ведет ко второму. Это заблуждение по-прежнему бытует в массовом сознании. Хотя в не столь широко известном обвале 1972 года падение было почти таким же серьезным, как в 1929 году (акции таких первоклассных компаний, как Тасо Белл понизились с 15 долл. до 1 долл.), однако за ним не последовал экономический спад, равно как его не было и после Большой коррекции 1987 года.

Возможно, наступит еще один Большой Кризис, но поскольку ни я, ни, очевидно, мои многоопытные коллеги по «Круглому столу» неспособны предсказывать такие события, то какой смысл пытаться уберечь себя заранее? В 39 из 40 коррекций фондового рынка в новейшей истории я пожалел бы, что продал все акции. В конце концов, акции оправились даже после Большого Краха.

Падение акций не является чем-то необычным, это событие время от времени происходит, и оно столь же нормально, как похолодание в Миннесоте. Те, кто живут в холодном климате, ожидают заморозков, и, когда наружный термометр падает ниже нуля, никому не придет в голову, что это начало ледниковой эры. Они надевают пуховики, посыпают солью дорожку, но помнят о том, что к лету на улице опять потеплеет.

Успешный инвестор относится к падению на рынке так же, как житель Миннесоты к холодной погоде. Вы знаете, что падение наступит, и готовы переждать его; когда ваши любимые акции снижаются вместе с остальными, вы радуетесь шансу купить их в большем количестве.

После Большой коррекции, когда индекс Dow Jones за один день «полегчал» на 508 пунктов, эксперты дружно предрекали худшее. Но оказалось, что снижение Dow на 1000 пунктов (33% от августовского максимума) не вызвало апокалипсис, как многие ожидали. Это была нормальная, хотя и жесткая коррекция, новейшая в череде 13 подобных обвалов на 33% в нашем столетии.

Очередное снижение на 10%, которое, возможно, уже произошло с тех пор, как я написал эти строки, будет 41-м в современной истории; либо, если оно окажется падением на 33%, то 14-м. В ежегодных отчетах фонда Magellan я неоднократно напоминал акционерам, что подобные движения вспять неизбежны.

История о 40 падениях продолжает успокаивать меня в периоды пессимизма, когда нам с вами выпадает еще один шанс в длинной веренице возможностей приобрести замечательные компании по отличной цене.

# ЭКСКУРСИЯ ПО ВЗАИМНЫМ ФОНДАМ

Предполагалось, что взаимные фонды упростят жизнь инвестору: ему не нужно будет больше тревожиться о выборе. Оказалось, что беспокоиться все же есть о чем: теперь нужно выбирать фонд. Согласно последним данным, их насчитывается 3565, из них: 1266 фондов прямых инвестиций, 1457 инвестиционных и доходных фондов, 566 налогооблагаемых фондов денежных рынков, 276 фондов, инвестирующих в краткосрочные муниципальные облигации. Для сравнения: в 1976 году существовало всего 452 фонда (278 из них — фонды прямых инвестиций).

Создание фондов стало своего рода национальной забавой: существуют национальные и региональные фонды, фонды хеджирования и секторные фонды; фонды, вкладывающие в перспективные, но недооцененные компании, и фонды, вкладывающие в акции растущих компаний; простые и гибридные фонды, противоположные фонды, индексированные фонды и даже фонды фондов. Возможно, вскоре появится фонд диктаторских режимов, фонд стран без гласных звуков, фонд фонда фондов. Знаете, как звучит новейшая установка для всех фирм с Уолл-стрит на случай экстренной ситуации? — В случае внезапного падения доходов организуйте еще один фонд.

Недавно мы достигли важной вехи в истории формирования фондов: в настоящее время их число уже превышает количество акций, торгуемых на Нью-Йоркской и Американской биржах вместе взятых. Этот факт становится еще более впечатляющим, если принять во внимание, что 328 из этих акций в действительности принадлежат самим фондам (смотрите обсуждение фондов на стр. 72). Итак, с чего нам начать, чтобы разобраться в этой мешанине?

## ФОРМИРОВАНИЕ ПОРТФЕЛЯ ЦЕННЫХ БУМАГ

Именно этот вопрос задала нам группа кем-то недоумленных инвесторов в Новой Англии 2 года назад. Нас пригласили помочь некоммерческой организации, о которой я ранее упоминал (и которая останется безымянной в моем рассказе), реструктурировать ее портфель. Как и большинство некоммерческих организаций, она постоянно нуждалась в средствах. Долгие годы ее капиталовложениями управлял единственный менеджер, который, как и большинство инвесторов, вкладывал средства в облигации и акции.

Вопросы, с которыми мы столкнулись, помогая этой организации с перераспределением ее денег, аналогичны тем, которые встают перед обычным человеком при решении данной проблемы. Во-первых, нам нужно было понять, следует ли менять соотношение облигаций и акций в портфеле. Это было интересной задачей, так как именно первоначальное решение, определяющее отношение роста к доходности, является самым важным для благосостояния любого домохозяйства, которое намеревается инвестировать средства.

В моем семейном портфеле активов мне пришлось отдать несколько большее предпочтение облигациям, поскольку доходом от инвестирования я теперь компенсирую отсутствие зарплаты. Но я по-прежнему очень заинтересован в акциях. Большинство людей ошибаются в оценке доходов по акциям и занижают их рост. Это более очевидно сегодня, чем в 1980 году, когда 69% денежных средств взаимных фондов были вложены в акции. К 1990 году лишь 39% активов взаимных фондов инвестировались в акции. За последнее время эта цифра еще более снизилась — приблизительно до 25%. Соответственно, теперь около 75% вложений взаимных фондов — это облигации и инструменты денежного рынка.

Растущая популярность облигаций выгодна правительству, которое заинтересовано в продаже огромного количества облигаций для финансирования государственного долга, но она не так благоприятна для будущего благосостояния держателей облигаций. Им лучше инвестировать в акции, потому что (надеюсь, я убедил вас в этом во Введении) акции — более щедрые компаньоны, чем облигации: на протяжении 70 лет акции приносили своим владельцам в среднем 10,3% ежегодно, а облигации — только 4,8%.

Причину преимущества акций над облигациями несложно понять. По мере того как компании растут и становятся более доходными, растут и доходы держателей их акций: увеличиваются дивиденды. Дивиденд — столь важное свидетельство успеха акции, что вы едва ли ошибетесь, составив портфель из акций, дивиденды по которым росли в течение 10–20 лет подряд.

Справочник *Handbook of Dividend Achievers*, издаваемый агентством Moody's с 1991 года (одна из моих любимых книг для чтения на сон грядущий), публикует списки компаний, из которых можно узнать, что, например, 134 компании имеют двенадцатилетнюю историю повышения дивидендов, а 362 — десятилетнюю. Вот простой способ преуспеть в инвестировании: покупайте акции фирм, перечисленных в вышеупомянутом справочнике, и держите их до тех пор, пока они остаются в этом списке. Взаимный фонд, управляемый компанией Putnam, — Putnam Dividend Growth — придерживается именно такой стратегии — наблюдение за дивидендами.

В то время как для компаний обычным делом является поощрение держателей акций более высокими дивидендами, ни одна фирма в истории финансов со времен Медичи не поощряла держателей своих облигаций увеличением процентной ставки. Держателей облигаций не приглашают на годовые собрания посмотреть отчетные слайд-шоу, отведать закусок и получить ответы на имеющиеся вопросы, и они не получают премий, когда эмитенты их облигаций успешно завершают финансовый год. Самое большее, на что может рассчитывать держатель облигации, — это возврат основного капитала, когда он «съеден» инфляцией.

Одна из причин популярности облигаций в том, что большей частью денежных средств в нашей стране владеют пожилые люди, которые, как правило, стремятся жить на проценты. В то же время предполагается, что молодежь, которая в состоянии зарабатывать деньги, формирует свой инвестиционный портфель только из акций, чтобы увеличивать свои вложения до тех пор, пока не состарится и не будет вынуждена также жить на проценты. Но эта общая установка: акции — молодым, облигации — старым — становится неактуальной. Люди теперь не желают покорно угасать, как раньше.

Сегодня здоровый шестидесятидвухлетний человек хочет дожить до восьмидесяти двух — еще 20 лет расходов, еще 20 лет инфляции, постепенно снижающей покупательную способность его средств. Пожилые граждане, которые предполагали вести безбедную жизнь на проценты по облигациям и банковским депозитам, получают в итоге совсем не то, на что они рассчитывали. Чтобы успешно оплачивать счета и сохранить уровень жизни на протяжении еще 20 лет, им необходимо увеличить рост своего портфеля. Из-за низких процентных ставок даже люди с огромными активами в портфеле испытывают трудности, живя лишь на проценты. В такой ситуации пожилые люди со всех концов страны спрашивают: «Как выжить, получая доход в 3,5% по депозитам?»

Представьте, что случится с пожилой парой, чей капитал в 500 тыс. долл. инвестирован в краткосрочные облигации или депозитные сертификаты. Если процентные ставки по ним пойдут вниз, это неизбежно приведет к значительному уменьшению дохода семьи. Конечно, если процентные

ставки увеличатся, увеличится и доход этой пары, но и уровень инфляции, соответственно, тоже вырастет. Если они вложат все 500 тыс. в долгосрочные облигации, приносящие 7% в год, их годовой доход составит 35 тыс. долл. Но при уровне инфляции в 5% покупательная способность этих 35 тыс. уменьшится наполовину через 10 лет и на две трети — через 15 лет.

Так что в определенный момент своей пенсионной жизни эта средне-статистическая пара будет вынуждена отложить какие-то из запланированных ими поездок. Или им придется потратить часть основного капитала, что сократит их будущие доходы и сумму наследства, которое они планировали оставить своим детям. Таким образом, невозможно поддерживать хороший уровень жизни без акций в портфеле домохозяйства (богатые семьи мы исключили из рассмотрения).

Очевидно, что объем инвестиций в акции зависит от того, сколько денег вы можете позволить себе вложить в акции и как быстро вы собираетесь потратить эти деньги. Принимая это во внимание, советую увеличить количество акций в вашем портфеле до максимально приемлемого.

Этот же совет я дал учредителям вышеупомянутой организации. До того как они решили перераспределить активы портфеля, соотношение акций и облигаций было 50/50. В то время часть портфеля, инвестированная в облигации на пять и шесть лет, давала 9% дохода, а акции — 3%. Соответственно, этот смешанный портфель активов обеспечивал 6% дохода в год.

Обычно облигации выкупаются по истечении определенного срока, так что у этой части портфеля нет потенциала роста. С другой стороны, от акций можно ожидать увеличения биржевой стоимости на 8% в год, не считая дивидендов (практика показывает, что акции дают прирост приблизительно в 11%, из которых 3% — дивиденды, а 8% — увеличение стоимости самой акции, хотя, конечно, основной причиной роста цен на акции является выплата компаниями высоких дивидендов, что, в свою очередь, делает акции более дорогостоящими).

Уровень доходности смешанного портфеля с 50% средств в акциях, которые дают прирост в 8%, и 50% — в облигациях, которые, по большому счету, ничего не приносят, составляет 4% — едва достаточно, чтобы поспевать за инфляцией.

Что случится, если мы изменим соотношение? При увеличении количества акций по сравнению с облигациями организация потеряет часть текущих доходов в первые несколько лет. Но эта краткосрочная жертва будет более чем компенсирована в долгосрочной перспективе увеличением стоимости акций и, кроме того, повышением дивидендов по этим акциям.

Ожидаемые приобретения в росте и потери в доходах в результате изменения соотношения облигаций и акций в любом портфеле отражены в табл. 3-1. Эти цифры по моей просьбе привел Боб Беквитт, добившийся отличных результатов в фонде Fidelity Asset Manager Fund, которым он управляет.

Таблица 3-1. Относительные преимущества акций по сравнению с облигациями (долл.)

		Стоимость облигаций на конец года	Доход по облигациям	Стоимость акций на конец года	Доход по акциям	Общий доход	Сумма, на которую будет начисляться процент/конец года
Случай А: 100% облигаций	1-й год	10 000	700			700	10 000
	2-й год	10 000	700			700	10 000
	10-й год	10 000	700			700	10 000
	20-й год	10 000	700			700	10 000
	Итого: 20 лет	10 000	14 000			14 000	10 000
Случай В: 50% акций, 50% облигаций	1-й год	5 000	350	5 400	150	500	10 400
	2-й год	5 200	364	5 616	162	562	10 816
	10-й год	7 117	498	7 686	300	798	14 803
	20-й год	10 534	737	11 377	647	1 384	21 911
	Итого: 20 лет	10 534	10 422	11 377	6 864	17 286	21 911
Случай С: 100% акций	1-й год			10 800	300	300	10 800
	2-й год			11 664	324	324	11 664
	10-й год			21 589	600	600	21 589
	20-й год			46 610	1 295	1 295	46 610
	Итого: 20 лет			46 610	13 729	13 729	46 610

\* Для того чтобы сохранить соотношение 50/50, портфель ценных бумаг должен периодически «перебалансироваться», то есть необходимо вкладывать денежные средства от прибыли по акциям в облигационную составляющую активов.



Беквитт — один из наших постоянных специалистов по биржевому анализу. Биржевой аналитик — это человек, который мыслит категориями, выходящими далеко за пределы обычного линейного мышления, и говорит на языке, понятном только такому же аналитику. Беквитт же уникален тем, что способен общаться не только на профессиональном жаргоне, но и на нормальном человеческом языке.

Во всех трех проанализированных случаях инвестируются 10 тыс. долл. Предположим, что процентная ставка по облигациям составляет 7%, а акции приносят 3% текущих дивидендов и стандартно возрастают в стоимости на 8% в год.

В «Случае А» все 10 тыс. долл. вложены в облигации. Через 20 лет владелец этих денег получит 14 тыс. долл. дохода в виде процентов и затем вернет свои исходные 10 тыс. долл.

В «Случае В» 10 тыс. долл. вложены в акции и облигации в соотношении 50/50. По прошествии 20 лет инвестор получит 10 422 долл. по процентам от облигаций, плюс 6 864 долл. — доход от акций в виде дивидендов. Конечная стоимость портфеля, таким образом, составит 21 911 долл.

В «Случае С» все 10 тыс. долл. вложены в акции. Через 20 лет инвестор получит доход в 13 729 долл., а стоимость портфеля составит 46 610 долл.

Так как дивиденды продолжают расти, в конечном итоге портфель акций принесет больший доход, чем фиксированные поступления от портфеля облигаций. Вот почему через 20 лет в «Случае В» вы получаете доходов на 3 286 долл. больше, чем в «Случае А», а в «Случае С» (т.е. вкладывая все деньги в акции) теряете всего лишь 271 долл. доходов, получая, между тем, все преимущества от общего увеличения стоимости.

Если продолжить этот анализ, станет ясно, что, теоретически, нет смысла вкладывать все деньги в облигации, даже если вы очень нуждаетесь в доходах. Это категорическое заключение — результат еще одной подборки, которую сделал по моей просьбе Беквитт. Итог показан в табл. 3-2.

Скажем, вы хотите инвестировать 100 тыс. долл. и определили, что для поддержания уровня жизни вам необходимо иметь 7 тыс. долл. дохода. Обычно людям, которым нужен доход, советуют купить облигации. Но вместо этого вы отклоняетесь в неожиданном направлении и покупаете на все 100 тыс. долл. портфель акций, которые приносят комбинированный 3%-й дивиденд.

В течение первого года 3%-й дивиденд по вашим акциям составит 3000 долл. Для жизни этого недостаточно. Как компенсировать эту

Таблица 3-2. Стратегия 100%-го вложения в акции (долл.)\*

Начните с 3%-го дивиденда по акциям; предполагайте рост цен дивидендов и цен на акции; расходуйте минимум \$7000 ежегодно.

Год	Стоимость акций на начало года	Дивиденд	Стоимость акций на конец года	Расходы	Конец года
1	100 000	3 000	108 000	7 000	104 000
2	104 000	3 120	112 320	7 000	108 440
3	108 440	3 250	117 200	7 000	113 370
4	113 370	3 400	122 440	7 000	118 840
5	118 840	3 570	128 350	7 000	124 910
6	124 910	3 750	134 900	7 000	131 650
7	131 650	3 950	142 180	7 000	139 130
8	139 130	4 170	150 260	7 000	147 440
9	147 440	4 420	159 230	7 000	156 660
10	156 660	4 700	169 190	7 000	166 890
Итого (1-10)		37 330		70 000	166 890
11	166 890	5 010	180 240	7 000	178 250
12	178 250	5 350	192 510	7 000	190 850
13	190 850	5 730	206 120	7 000	204 850
14	204 850	6 150	221 230	7 000	220 380
15	220 380	6 610	238 010	7 000	237 620
16	237 620	7 130	256 630	7 130	256 630
17	256 630	7 700	277 160	7 700	277 160
18	277 160	8 310	299 330	8 310	299 330
19	299 330	8 980	323 280	8 980	323 280
20	323 280	9 700	349 140	9 700	349 140
Итого (11-20)		70 660		76 820	349 140
Итого (1-20)		107 990		146 820	349 140

\* Все денежные суммы округлены до десятков долларов.

недостачу? Продайте акций на 4000 долл. Если цены ваших акций увеличились на стандартные 8%, то в конце года цена портфеля составит 108 тыс. долл. С учетом изъятия 4000 из капитала эта цифра составит 104 тыс. долл.

На второй год доход вашего портфеля по дивидендам увеличится до 3120 долл., так что вам придется продать акций всего на 3880 долл. Каждый последующий год изъятия из капитала будут все меньше, а дивиденды будут расти, и через 15 лет ваш портфель будет приносить уже более 7000 долл. только в виде дивидендов. Итак, теперь вы сможете поддерживать свой уровень жизни, не продавая ни одной акции.

По истечении 20 лет ваши исходные 100 тыс. долл. вырастут до 349 140 и вы станете почти в 4 раза богаче. К тому же стоит учесть и потраченные вами за это время доходы в размере 146 820 долл.

Раз и навсегда мы отправили на покой последний оставшийся аргумент в пользу облигаций: будучи держателем облигаций, вы не можете позволить себе потратить доходы. Но, с другой стороны, следует учитывать фактор риска. Цены на акции не увеличиваются регулярно на 8% в год. По итогам некоторых лет они могут даже уменьшаться. Человек, выбравший акции вместо облигаций, должен не только смириться с периодическими падениями курса акций, но и быть готовым продать акции, иногда по очень низкой цене, тратя капитал наряду с дивидендами.

Это особенно сложно на ранних стадиях, когда переключение на акции может привести к внезапному падению стоимости вашего портфеля ниже той суммы, которую вы за него заплатили. Многие продолжают испытывать страх, что в момент, когда они свяжутся с акциями, какая-нибудь «акула» поглотит их капитал, который они не могут позволить себе потерять. И этот страх заставляет вас покупать облигации даже после того, как вы изучили табл. 3-1 и 3-2 и убедились, что с точки зрения долгосрочной перспективы разумнее вложить 100% денег в акции.

Давайте тогда предположим, что на следующий день, после того как вы купили акции, в результате движения рыночных цен ваш портфель потерял 25% стоимости в одночасье. Вы проклинаете себя за растрату семейного капитала, но если вы не станете ничего продавать, то все равно окажетесь в лучшей ситуации, чем если бы вы купили облигации. Согласно расчетам Беквитта, через 20 лет ваш портфель будет стоить 185 350 долл., то есть почти в два раза превысит стоимость облигаций, равную 100 тыс. долл.

Или давайте представим еще более худшую ситуацию: глубокий экономический спад, продолжающийся 20 лет, когда вместо увеличения дивидендов и цен акций на обычном уровне в 8% повышение составляет лишь 4%. Это было бы самым затяжным кризисом в истории современных финансов, но если вы будете держать портфель, состоящий только из акций, изымая 7000 долл. в год, в итоге у вас останется 100 тыс. долл., что равнозначно владению облигациями на эту сумму.

Жаль, что у меня не было расчетов Беквитта, когда я делал доклад для вышеупомянутой некоммерческой организации, так как я бы попытался уговорить их вообще не покупать облигации. По крайней мере, мы решили увеличить долю инвестиций в акции, что является шагом в верном направлении.

## ОБЛИГАЦИИ ПРОТИВ ФОНДОВ ОБЛИГАЦИЙ

Следующим шагом после принятия решения о соотношении активов будет определение способа инвестирования облигационной составляющей. Я не поклонник облигаций, поэтому буду краток. То, что я бы предпочел акции, вам уже известно, но я отложу личные пристрастия, чтобы сказать пару слов об облигациях как надежном объекте вложения денег, хотя, на самом деле, они не так уж и надежны.

Владельцы облигаций, спокойно спящие ночью, потому что у них нет акций, могут жестоко поплатиться за беззаботность. Тридцатилетняя казначейская облигация, приносящая 8% дохода, надежна, только если все 30 лет уровень инфляции будет низким. Если инфляция вырастет до двузначного числа, цена 8%-й облигации упадет на 20–30%, если не больше. В этом случае, продав облигацию, вы потеряете деньги. Если вы будете держать облигацию 30 лет, то гарантированно получите назад свои деньги, но этот капитал частично утратит свою стоимость. В отличие от вина и бейсбольных карточек деньги со временем дешевеют. Например, покупательная способность доллара в 1992 году была на  $\frac{2}{3}$  ниже покупательной способности доллара в 1962 году. (Заметьте, что в настоящее время сильно недооцененные фонды денежного рынка не настолько бесперспективны, как их представляют. В случае инфляции в 2,5% у вас, по крайней мере, имеется 1% преимущества при 3,5% дохода, которые дают денежные рынки. Если процентные ставки растут, будут расти и доходы денежного рынка. Я не хочу сказать, что на доход в 3,5% можно жить, но, по меньшей мере, на денежном рынке вы не рискуете потерять капитал. Фонды денежного рынка с низкой комиссией, предлагаемые на сегодняшний день несколькими инвестиционными компаниями, сделали этот продукт более привлекательным. А так как вероятность того, что низкие процентные ставки будут низкими всегда, мала, этот способ инвестирования гораздо надежнее, чем долгосрочные облигации.)

Еще одно заблуждение по поводу облигаций состоит в том, что их надежнее покупать через фонд. Без сомнения, это так, если речь идет о корпоративных или о бросовых облигациях, так как фонд может ограничить риск дефолта путем диверсификации вложений. Но фонд облигаций не дает защиты от высоких процентных ставок, что является гораздо более серьезной опасностью при владении долгосрочными долговыми обязательствами. Когда ставки повышаются, фонд облигаций теряет стоимость так же быстро, как и единичная облигация того же срока действия.

Более или менее успешным может оказаться инвестирование в фонд бросовых облигаций или в смешанный фонд, который предлагает сочетание

корпоративных и государственных ценных бумаг, что, в общем и целом, принесет бóльшую прибыль, чем вложение в один вид облигаций. И все же мне непонятно, почему многие люди инвестируют все свои деньги в фонд средне- или долгосрочных гособлигаций. Сегодня более 100 млрд долл. инвестируется в фонды гособлигаций.

Возможно, высказываясь подобным образом, я потеряю нескольких друзей — приверженцев облигационных фондов, но мне неясно, что ими движет. Потому что любой, кто покупает среднесрочные государственные облигации и платит 0,75% годовых на зарплату, вознаграждение аудиторов, подготовку отчетов и т. д., мог бы с таким же успехом купить семилетнюю казначейскую облигацию, не платить никаких взносов и получить более высокую прибыль.

Казначейские облигации и векселя можно купить через брокера или напрямую в Федеральном резервном банке США, который не берет комиссионных. Вы можете купить трехлетнее долговое обязательство или казначейский вексель всего за 5000 долл. и десятилетнюю или тридцатилетнюю казначейскую облигацию — за 1000. Проценты по казначейскому векселю выплачиваются вперед, а проценты по облигации автоматически заносятся на ваш брокерский или на ваш банковский счет. И никакой суесть.

Рекламные агенты фондов правительственных облигаций любят повторять, что опытные управляющие активами могут обеспечить вам лучшую прибыль посредством своевременных покупок, продаж и хеджирования позиций. Однако это происходит не очень часто. Исследование, проведенное нью-йоркским распространителем облигаций Gabriele, Hueglin & Cashman, приводит заключение, что в течение шести лет в период с 1980 по 1986 год частные лица, работающие с облигациями на бирже, были более успешны, чем фонды облигаций, и иногда разрыв достигал 2% в год. Более того, чем дольше функционировали фонды облигаций, тем менее доходными они были по сравнению с облигациями как таковыми. Доходы от управления, осуществляемого специалистами, были перекрыты расходами на оплату этих же специалистов.

Авторы исследования, кроме того, предполагают, что фонды облигаций пытаются максимизировать текущие доходы за счет общих доходов в долгосрочной перспективе. У меня нет собственных данных, чтобы подтвердить или опровергнуть их выводы, но я твердо знаю, что владелец семилетней облигации может быть уверен по крайней мере в том, что по истечении семи лет он получит свои деньги назад, в то время как у вкладчика в среднесрочный фонд облигаций нет такой уверенности. Цена, которую этот инвестор получит в день продажи своего пая в фонде, будет зависеть от рынка облигаций.

Еще один загадочный аспект приверженности фонду облигаций: почему так много людей готовы платить авансом комиссию за продажу (премию), чтобы только вступить в государственные облигационные фонды и так называемые фонды Ginnie Mae? Есть смысл в выплате премии фонду акций, который постоянно демонстрирует более успешные показатели, чем в среднем по рынку: вы вернете и эту премию и получите еще что-то за время работы фонда. Но так как долгосрочная казначейская облигация США и сертификат Ginnie Mae не отличаются от других подобных ценных бумаг, то у управляющего отдельно взятым фондом мало шансов выделиться среди конкурентов. На самом деле, разница в прибыльности между «непремиальным» и «премиальным» фондами облигации не столь существенна. Это приводит нас к 5-му принципу Питера:

### **Радио можно слушать и бесплатно.**

Чтобы управлять облигациями в портфеле нашей некоммерческой организации, мы наняли семь человек: двух управляющих с традиционным подходом, чтобы инвестировать основную часть денег, трех управляющих конвертируемыми облигациями (см. стр. 71) и двух управляющих бросовыми облигациями («мусор» может быть очень доходным, если вы покупаете его с умом, но мы не хотели делать на него большие ставки).

## **ФОНДЫ АКЦИЙ ПРОТИВ ФОНДОВ АКЦИЙ**

В определенном смысле фонд акций — это те же самые акции. Единственный способ получить от него прибыль — оставаться его владельцем. Это требует недюжинной силы воли. Инвестирование в фонд акций не поможет решить проблему людям, которых пугает инвестирование в акции. Так, самые прибыльные фонды, как правило, теряют в стоимости даже значительнее, чем среднерыночная акция при коррекции. Пока я управлял фондом Magellan, в девяти случаях при потере среднерыночной акцией 10% стоимости фонд падал ниже рынка, но при ремиссии поднимался значительно выше рынка (я дам более детальное объяснение процесса позже). Чтобы извлечь выгоду из этих ремиссий, нужно было оставаться в игре.

В обращении к держателям акций Magellan я предупреждал о том, что возможны кратковременные потери в стоимости; теоретически, когда люди готовы к чему-либо, это может их встревожить, но не напугать.

Большинство, я думаю, сохранили спокойствие и не продали свои акции. Однако некоторые не устояли. Предостережение Уоррена Баффета о том, что людям, которые не могут вынести падения стоимости принадлежащих им акций на 50%, не стоит владеть акциями, применимо также и к фондам. Людям, которые не выносят падения стоимости паев взаимных фондов на 20–30% стоимости за короткое время, конечно, не следует инвестировать в быстрорастущие фонды и другие фонды акций. Возможно, им следует выбрать сбалансированный фонд, состоящий из акций и облигаций, или инвестиционный фонд, вкладывающий свои средства в различные виды активов, — они дадут инвестору меньше поводов волноваться, чем узкоспециализированный фонд, инвестирующий в быстрорастущие компании. Конечно, и доходы в случае выбора меньшего риска будут ниже.

Принимая во внимание ошеломляющее разнообразие фондов прямых инвестиций (1127 на сегодняшний день), мы приходим к 6-му принципу Питера:

### **Раз уж вы выбираете фонд — выбирайте хороший.**

Легко сказать, да трудно сделать. В течение последнего десятилетия около 75% фондов акций были хуже некуда, год за годом им не удавалось обогнать по доходности акции, составляющие рыночные индексы. Более того, если управляющему фондом удавалось достичь доходности, сопоставимой с рыночной, он считался просто кудесником, лучшим из лучших среди всех управляющих взаимными фондами.

Тот факт, что множество фондов, инвестирующих в акции, по доходности которых рассчитываются среднерыночные показатели, ухитряются приносить прибыли ниже среднерыночных, — современный парадокс. Кажется нелогичным, что большинство управляющих фондами не могут достичь среднего результата, но именно так дело и обстояло: 1990 год был восьмым годом подряд, когда проявилась эта широко распространенная неспособность достичь доходности индекса S&P 500.

Причины этого феномена не совсем ясны. По одной версии, это результат некомпетентности управляющих фондами, которым впору было разобрать компьютеры и бросать дротики в список акций. Другая теория утверждает, что стадный инстинкт заставляет специалистов Уолл-стрит не выделяться из общей массы, поэтому управляющие фондами лишь создают видимость попыток превзойти и обогнать, в то время как на самом деле они кабинетные игроки, чья цель в жизни — держаться среднерыночных показателей. К несчастью, имеющийся творческий потенциал

мешает им, и они не могут толком даже плохо работать, как бывает с выдающимися писателями, которые пытаются писать легкое чтиво и терпят провал.

Третья, более щадящая версия такова: акции, составляющие средние индексы, особенно индекс S&P 500, представляют в основном большие компании, которые в последние годы были очень успешны. В 1980-х годах было сложнее обогнать рынок, чем в 1970-х. В 1980-х акции компаний, входящих в индексы S&P, выкупались в больших количествах, что привело к увеличению цен на них. На наш рынок пришло много зарубежных инвесторов, которые предпочитали скупать акции крупных известных компаний. Это лишь подлило масла в огонь.

В 1970-х, напротив, акции многих популярных брендов (Polaroid, Avon, Хегох), предприятий сталелитейной промышленности, автопроизводителей упали. Компании со стабильным ростом, как Merck, продолжали процветать, но их акции никто не покупал из-за завышенных цен. В те годы управляющий фондом сильно выигрывал, отказываясь от приобретения акций крупных компаний.

Четвертая же теория заключается в том, что популярность индексных фондов создала саморегулирующуюся схему: чем больше крупных компаний инвестируют в индексы, тем больше денег поступает на индексные акции, что приводит к повышению их цен, и в результате индексные фонды более чем конкурентоспособны.

Итак, следует ли вам перестать искать управляемый фонд среди сотен, представленных на рынке, инвестировать в индексный фонд или в несколько индексных фондов — и успокоиться? Я обсуждал эту возможность с Майклом Липпером, признанным специалистом в области взаимных фондов. Его данные приведены в табл. 3-3. Здесь сравниваются показатели большой группы управляемых фондов, называемых General Equity Funds, с индексом S&P 500 Reinvested, который по определению аналогичен индексному фонду, отличающемуся только небольшой комиссией.

Таблица Липпера иллюстрирует уже сказанное нами: в течение последнего десятилетия индексные фонды демонстрировали более высокую доходность, чем управляемые фонды, и часто — значительно более высокую. Если бы вы 1 января 1983 года вложили 100 тыс. долл. в индексный фонд Vanguard 500 и на время забыли о нем, то 1 января 1991 года в вашем кармане оказалось бы 308 450 долл. Но, отдав предпочтение среднему фонду акций, вы получили бы лишь 236 367 долл. Однако в 1991 году восьмилетний период высокой прибыльности индексных фондов закончился.



Таблица 3-3. Доходность взаимных фондов по сравнению с S&amp;P 500 (%)

Индекс акций S&P 500 был более доходным, чем средний управляющий взаимным фондом в восьми из десяти прошедших лет...

Календарный год	Взаимные фонды прямых инвестиций	S&P 500 Reinvested
1991	35,9	30,4
1990	-6,0	-3,1
1989	24,9	31,6
1988	15,4	16,6
1987	0,9	5,2
1986	14,4	18,7
1985	28,1	31,7
1984	-1,2	6,3
1983	21,6	22,6
1982	26,0	21,6
. , но в длительной перспективе управляемые фонды имеют небольшое преимущество		
1981	-0,6	-4,9
1980	34,8	32,5
1979	29,5	18,6
1978	11,9	6,6
1977	2,5	-7,1
1976	26,7	23,9
1975	35,0	37,2
1974	-24,2	-26,5
1973	-22,3	-14,7
1972	13,2	19,0
1971	21,3	14,3
1970	-7,2	3,9
1969	-13,0	-8,4
1968	18,1	11,0
1967	37,2	23,9
1966	-4,9	-10,0
1965	23,3	12,5
1964	14,3	16,5
1963	19,2	22,8
1962	-13,6	-8,7
1961	25,9	26,9
1960	3,6	0,5
<b>Накопленная совокупная доходность</b>		
1960-91	2317,8	2289,5

В течение 30 лет управляемые и индексные фонды идут вровень, с незначительным преимуществом первых. Время и усилия, потраченные на выбор подходящего фонда и классного управляющего с хорошей хваткой, в большинстве случаев не гарантируют успеха. Если вам не удалось выбрать один из немногих фондов, которые постоянно превышают средние показатели (об этом поговорим подробнее позже), ваши усилия потрачены впустую. Что касается метода случайного выбора для инвестирования — лучше вообще не ввязываться в игру.

Липпер и сам видит бесплодность ежегодных поисков завтрашнего победителя среди управляемых фондов. Как показывает практика, это довольно бессмысленное занятие. Тем не менее надежда умирает последней. Интеллектуальная деятельность Уолл-стрит не затухает, а инвесторы не прекращают перелистывать списки фондов в поисках того, который в состоянии превзойти средние показатели.

Я и несколько моих коллег приняли этот вызов от имени вышеупомянутой некоммерческой организации. Часами мы просматривали резюме и данные о достижениях 75 финансовых управляющих и наконец отобрали 25 из них для собеседования.

Мы решили нанять группу управляющих и дать каждому часть портфеля акций. Того же результата можно было достичь, вложив средства в несколько фондов различных стилей и направлений. Мы рассуждали следующим образом: меняются рынки, меняются условия, и поэтому один управляющий или один фонд не смогут постоянно обеспечивать высокие прибыли. Что применимо к акциям, то применимо и к взаимным фондам. Никогда не знаешь, где повезет, так что эклектичным быть выгодно.

Если вы вложились лишь в один фонд, вы можете оказаться в ситуации, когда управляющие потеряли хватку или когда акции в фонде перестали приносить ожидаемую прибыль. Например, взаимный фонд, стратегия которого — инвестирование в недооцененные, но перспективные компании, может давать отличный доход 3 года и быть провальным в следующие 6 лет. До Большой коррекции 1987 года вышеупомянутые фонды опережали рынок в течение 8 лет, в то время как фонды, инвестирующие в быстрорастущие компании, значительно отставали. Недавно последние, напротив, вышли в лидеры, но потеряли преимущество в 1992 году.

Итак, рассмотрим многообразие типов фондов. В свете обсуждаемого нами выделим следующие основные типы:

1. **Фонды роста капитала:** управляющие этих фондов могут покупать любые виды акций, их не принуждают придерживаться какой-либо инвестиционной стратегии. Magellan — один из таких фондов.

2. **Стоимостные фонды:** управляющие этих фондов инвестируют в компании, основным достоинством которых являются активы, а не текущие прибыли. Среди них: компании по разработке природных ресурсов, компании, владеющие недвижимостью, компании кабельного телевидения, компании трубопроводного транспорта, компании по производству и розливу напитков. Многие из этих компаний влезли в большие долги, чтобы купить активы, и планируют получить доходы позднее, когда долги будут выплачены.
3. **Фонды роста качества:** менеджеры этих фондов инвестируют в средние и крупные компании, которые постоянно расширяются и стабильно повышают прибыль на 15% в год и более. Из группы исключаются цикличные предприятия, медленно растущие предприятия с устойчивым курсом акций и предприятия коммунальных услуг.
4. **Фонды быстрорастущих компаний:** инвестируют в основном в маленькие компании. Акции этих компаний с малой капитализацией в течение нескольких лет не имели успеха на рынке, но в 1991 году внезапно приобрели популярность.
5. **Фонды особых ситуаций:** управляющие этих фондов инвестируют в акции компаний, у которых нет ничего общего, кроме того, что произошло нечто уникальное, что улучшило их перспективы.

Четкое понимание того, клиентом фонда какой категории вы являетесь, помогает делать компетентные выводы о том, стоит ли продолжать взаимоотношения с данным фондом. Тот факт, что в течение 4 лет стоимостной фонд Mario Gabelli не был доходным, не является сам по себе достаточным основанием, чтобы избавиться от Gabelli (и действительно, фонд Gabelli в 1992 году наверстал упущенное). В период, когда акции недооцененных, но перспективных компаний не пользуются спросом, не стоит ожидать ни от Gabelli, ни от Kurt Lindner, ни от Michael Price такой же эффективности, как от управляющего популярным фондом быстрорастущих компаний.

Единственно верным является сравнение между собой различных стоимостных фондов. В течение многих лет достижение Gabelli лучшего по сравнению с Lindner результата являлось аргументом для предпочтения Gabelli. Но если John Templeton, широко известная компания, управляющая акциями быстрорастущих предприятий, была более успешна, чем Gabelli, это не говорит о неэффективности Gabelli. Это свидетельствует лишь об успехе данного стиля инвестирования, связанного с вкладами в акции недооцененных, но перспективных (быстрорастущих) компаний.

Аналогичным образом было бы глупо обвинять управляющего золотым фондом, который упал на 10% в прошлом году, когда акции

золотодобывающих компаний в целом упали на те же 10%. Когда какой-либо фонд не приносит доходов, естественным является желание перейти в более доходный. Те, кто поддался этому искушению, не подумав о том, фонд какого вида не оправдал их ожиданий, совершают ошибку, потому что, переключившись с фонда, вкладывающего в недооцененные компании, на фонд, вкладывающий в быстрорастущие компании, они, возможно, потеряли терпение как раз в тот самый переломный момент, когда первый фонд начинал расти, а второй — падать.

На самом деле, когда стоимостной фонд более успешен, чем его соперники, в не очень удачный для стоимостных фондов год, это не обязательно является поводом для торжества (то же самое применимо и к фондам быстрорастущих компаний, и ко всем другим видам фондов). Возможно, его управляющий разочаровался в акциях недооцененных компаний и вложил часть денег в «голубые фишки» (акции компаний первого эшелона) или в акции предприятий коммунальных услуг; т.е. просто потерял веру в стратегию инвестирования в акции недооцененных компаний, особенно в период их упадка.

Несоблюдение управляющим стратегии инвестирования, вероятно, позволит достичь положительных результатов в краткосрочной перспективе, но преимущества могут быть минимальны. Когда стоимость акций повысится, у этого менеджера уже не будет полного пакета инвестиций в них и его акционеры не получат того, за что они заплатили.

Разумный инвестор может навести справки о фонде, просмотрев полугодовые и годовые отчеты, и определить, покупает ли управляющий именно те виды акций, которые должен покупать. Например, никому бы не хотелось видеть Microsoft в портфеле фонда, вкладывающего в недооцененные, но перспективные компании. Я думаю, что оценить стратегию фондового менеджера — задача непосильная для обычного инвестора, но это тот вид деятельности, который доставит удовольствие акционерам-фанатам.

## **ЗВЕЗДНАЯ КОМАНДА**

Желая увеличить вероятность удачного инвестирования по крайней мере некоторых из наших активов, мы в итоге выбрали 13 различных фондов и управляющих для нашей некоммерческой организации. Среди них был один управляющий стоимостными фондами, два — фондами роста

качества, два — фондами особых ситуаций, три — фондами роста капитала, один — фондом быстрорастущих компаний, который инвестирует только в компании, постоянно повышающие свои дивиденды, и три — фондами конвертируемых ценных бумаг (см. описание на стр. 71).

В этой команде мы рассчитывали найти достаточно звезд, чтобы перекрыть неудачи середнячков и превзойти среднерыночные показатели.

Если вы обычный инвестор, можете дублировать эту стратегию более простым способом: разделить портфель, например, на шесть частей и инвестировать в фонды каждого из вышеперечисленных пяти типов, плюс в фонд, инвестирующий в акции предприятий коммунальных услуг, или в доходный фонд акций для балласта в штормовых условиях рынка.

Начиная с 1926 года акции быстрорастущих компаний были значительно более успешны, чем акции индекса S&P 500, так что держать часть инвестиций в них — неплохая идея. Наряду с управляемыми фондами можно взять парочку индексных фондов. Например, можно купить индексный фонд S&P 500, чтобы покрыть сегмент компаний с качественным ростом; индексный фонд Russell 200, чтобы покрыть сегмент быстрорастущих компаний; Gabelli, Lindner Fund или Michael Price's Mutual Beacon — стоимостной сегмент и Magellan (самореклама разрешена?) — сегмент роста капитала.

Самый легкий подход — разделить ваши деньги на шесть равных частей, вложить их в шесть фондов и остановиться на этом. Если появятся еще деньги для инвестирования, повторите процедуру. Более сложный подход — применить оценку различных фондов, вкладывая деньги в секторы, которые какое-то время не очень результативны на рынке. Это следует делать *только* в случае, если у вас есть дополнительные деньги для инвестирования. Так как частным лицам надо думать о налоговых последствиях (у некоммерческих организаций такой проблемы нет), возможно, совершать много покупок и продаж, а также переключаться с фонда на фонд — не очень хорошая идея.

Итак, как узнать, какие секторы отстают от рынка? Мы изучали этот вопрос во время планирования портфеля нашей некоммерческой организации осенью 1990 года. В тот момент я был убежден, что цены на некоторые из акций крупнейших компаний, таких как Bristol-Myers, Philip Morris и Abbott Labs, которые Уолл-стрит вывела «из грязи в князи», были завышены и их следовало понизить или уж, по крайней мере, не повышать больше. Как мне удалось понять это, объяснено более детально на стр. 146.

Эти компании — типичные корпоративные гиганты в сфере производства медикаментов и пищевых продуктов, составляющие индекс S&P 500. С другой стороны, индекс Dow Jones перегружен циклическими

акциями, в то время как NASDAQ и Russell 2000 представляют сравнительно быстрорастущие предприятия — сети ресторанов, высокотехнологические компании и т. д.

Сравнивая индекс S&P 500 по эффективности с индексом Russell 2000 10 лет назад, можно разглядеть определенную закономерность. Прежде всего, акции быстрорастущих предприятий гораздо более изменчивы, чем акции крупных компаний: они словно воробьи, снующие вверх-вниз, на фоне неспешного полета хищных птиц. Также для мелких акций характерна способность после продолжительного понижения достигать в конце концов высокого уровня.

В течение пяти лет, предшествовавших 1990 году, акции быстрорастущих предприятий не отличались эффективностью по сравнению с индексом S&P 500, который вырос на 114,58%, в то время как Russell 2000 поднялся лишь на 47,65%. Но они с лихвой наверстали упущенное в 1991 году, когда индекс Russell 2000 набрал 62,4% за 12 месяцев. Некоторые фонды быстрорастущих компаний достигали и лучших результатов — 70%, а то и 80% прибыли.

Очевидно, 1990 год был бы для вас удачным в плане пополнения доходов за счет быстрорастущих акций вашего портфеля. А вы непременно вложили бы деньги именно в этот сектор, если бы обратили внимание на увеличение различных индексов, о чем сообщали *Barron's*, *The Wall Street Journal* и другие издания.

Еще один эффективный способ определить, стоит ли вкладывать деньги в быстрорастущий сектор или следует инвестировать в более крупный индексный фонд, — отслеживание изменений в T. Rowe Price New Horizons. New Horizons — известный фонд, созданный в 1961 году для инвестирования в малые компании. Действительно, как только какая-либо компания становится слишком большой, менеджеры из New Horizons исключают ее из портфеля. Это своеобразный барометр на рынке новых быстрорастущих акций.

Рис. 3-1, опубликованный с текущими отчетами от T. Rowe Price, представляет собой сравнение коэффициента «цена/прибыль» (P/E) акций в New Horizons Fund с этим же коэффициентом для S&P в целом. Так как маленькие компании, как правило, растут более высокими темпами, чем крупные, их акции обычно продаются с более высоким P/E, чем акции больших компаний.

Теоретически, следует ожидать, что коэффициент P/E фонда New Horizons всегда выше, чем отношение «цена/прибыль» для S&P. На практике же это не всегда так, что делает данный график очень полезным. В течение определенных периодов, когда быстрорастущий сектор непопулярен среди инвесторов, акции маленьких компании становятся такими деше-

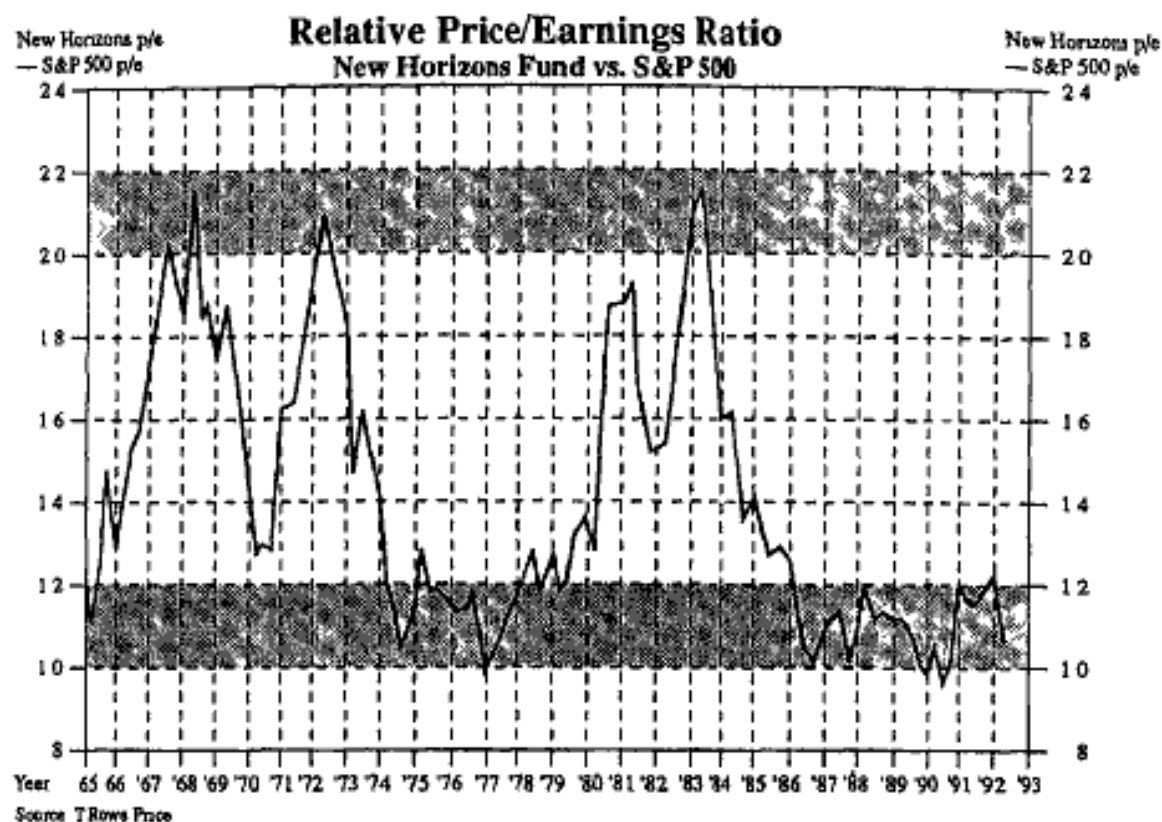


Рисунок 3-1

выми, что коэффициент «цена/прибыль» в New Horizons падает до того же уровня, что и в S&P (это редкое состояние обозначено здесь цифрой 1).

В другие времена, когда акции малых компаний очень популярны и взлетают до умопомрачительных высот, отношение «цена/прибыль» в New Horizons вдвое выше S&P 500 (обозначено здесь цифрой 2).

Как вы видите, лишь дважды за последние 20 лет (в 1972 и в 1983 годах) был достигнут этот впечатляющий уровень в 2,0. В обоих случаях стоимость акций маленьких компаний в течение нескольких лет после этого была очень низкой. Более того, акции малых компаний почти не росли в период бурного роста акций с 1983 по 1987 год. Когда стрелка барометра New Horizons достигает впечатляющего показателя в 2,0, это откровенный намек на то, что пришло время уйти из быстрорастущего сектора и сконцентрироваться на S&P.

Ясно, что лучшее время для покупки — когда указатель падает ниже 1,2. Еще раз повторю: чтобы получить результаты от использования этой стратегии, надо быть терпеливым. Может потребоваться пара лет, чтобы быстрорастущие акции малых компаний снова набрали силу, и затем еще несколько лет, чтобы эта тенденция развилась полностью. Например, в 1977 году, после того как акции мелких компаний год или два были очень

успешны, на Уолл-стрит преобладало мнение, что этот сектор исчерпал себя и пришло время переключиться на акции крупных компаний. Будучи молодым специалистом по управлению фондами, я проигнорировал это мнение и придержал акции малых компаний. Это было решение, которое помогало фонду Magellan оставаться успешным на рынке в течение пяти последующих лет.

Таким же образом можно сравнить фонды быстрорастущих компаний со стоимостными фондами. Analytical Services публикует индекс из 30 стоимостных фондов и индекс из 30 фондов быстрорастущих компаний в каждом выпуске *Barron's*. Между 1989 и 1991 годами индекс фондов быстрорастущих компаний Lipper увеличился на 98%, в то время как индекс стоимостных фондов вырос всего на 36%. Когда стоимостной фонд в течение нескольких лет показывает худшие результаты, есть смысл расширить в нем свои инвестиции.

## ВЫБОР ПОБЕДИТЕЛЯ

Как выбрать стоимостной фонд, фонд быстрорастущих компаний или фонд роста капитала, который превзойдет своих соперников? Большинство людей обращают внимание на то, как шли дела у фонда в прошлом. Они изучают списки Lipper, опубликованные в *Barron's* или каком-либо из подобных источников, отслеживающих эффективность деятельности фондов. Они просматривают данные за 1 год, 3 года, 5 лет и больше. Это еще один способ времяпрепровождения для целой нации — просматривать данные о деятельности фондов. Этому посвящают тысячи часов. Об этом пишут книги и статьи. Тем не менее за редким исключением это оказывается бесполезной тратой времени.

Некоторые выбирают рекордсмена прошлого года — того, кто возглавляет список лидеров Lipper за один, последний, год, — и покупают акции этого фонда. Это очень глупо. Победитель одного года — зачастую фонд, управляемый тем, кто поставил на одну отрасль или один вид компаний в успешном секторе — и ему повезло. По каким другим причинам он смог бы так возвыситься над остальными? На следующий год, когда этому управляющему фондом не повезет, его фонд будет замыкать список Lipper.

К сожалению, процесс отбора будущих лидеров, основанный на оценке деятельности в предыдущие годы, по всей видимости, не работает, даже когда используются данные за три или пять лет. Исследование, проведенное журналом *Investment Vision* (ныне — *Worth*), показывает:



если бы ежегодно в период между 1981 и 1990 годами вы инвестировали в фонд, который был результативен в течение предыдущих 3 лет, в конце концов вы бы отстали от S&P 500 на 2,05%. Если бы вы инвестировали подобным же образом в фонды с пяти- и десятилетним стажем успеха, то обогнали бы S&P на 0,88% и 1,02% соответственно, что даже не компенсировало бы расходов на покупку и продажу паев этих фондов.

Что, если бы вы купили акции в фондах с лучшими показателями в течение пяти-десяти лет и держали их пять лет? В случае с лучшими пятилетними показателями вы бы остались на уровне индекса S&P, а с десятилетними — опустились ниже на 0,61%.

Отсюда мораль: не проводите много времени, изучая прошлые данные. Но это не значит, что не следует выбирать фонд с хорошими долгосрочными историческими показателями. Лучше купить долю в фонде с хорошей репутацией, чем переключаться с фонда на фонд в надежде попасть на гребень волны.

Другая важная тема: что случается с фондом на «медвежьем» рынке? Это тоже важный вопрос. Некоторые фонды теряют больше других, но и получают больше в период ремиссии; некоторые теряют меньше и получают меньше; а некоторые теряют больше и получают меньше. Представителей последней группы надо избегать.

Отличным источником информации по этому вопросу является список Honor Roll, публикуемый в журнале *Forbes* каждый сентябрь. Чтобы оказаться в списке *Forbes*, у фонда должен быть опыт за плечами — два «бычьих» рынка и как минимум два «медвежьих». *Forbes* оценивает каждый фонд (присваивая рейтинг от «А» до «F») на предмет успеваемости в обеих ситуациях. Здесь также приводится имя управляющего фондом и срок его пребывания в должности, расходы фонда, коэффициент «цена/прибыль» и средний годовой оборот в течение 10 лет.

Попасть в список Honor Roll в *Forbes* сложно, что делает журнал надежным источником в поиске информации о фондах. Вы вряд ли ошибетесь, выбрав фонд с оценками «А» или «В» в обоих видах рынка.

Из 1200 существующих фондов акций только 264 работают с 1978 года, а из этих 264 только 9 были прибыльными каждый год с момента основания. Этот список включает: Phoenix Growth, Merrill Lynch Capital A, Investment Company of America, John Hancock Sovereign, CGM Mutual, Nationwide, Eaton Vance Investors, Pox World и Mutual of Omaha Income. Лидер среди них — Phoenix Growth — начиная с 1977 года демонстрирует выдающийся результат — годовую доходность в сложных процентах на уровне 20,2%. Восемь из девяти фондов имеют годовой доход в 13% и выше.

## ПРЕМИЯ ИЛИ ОТСУТСТВИЕ ПРЕМИИ

Наличие или отсутствие комиссии с продаж, так называемой «премии», — другая тема, требующая рассмотрения. Если вы покупаете паи фонда и платите при этом «премию», означает ли это, что вы получаете продукт более высокого качества? Не обязательно. Некоторые успешные фонды взимают вознаграждение, в то время как другие, не менее успешные, нет. Если вы планируете «держать фонд» в течение нескольких лет, то 2–5%, которые вы заплатили за то, чтобы быть принятым в него, сумма незначительная. Вам не следует покупать из-за того, что есть комиссия, но также и не следует отказываться от покупки по этой причине.

Естественно, что текущие взносы и расходы фонда могут помешать его развитию. В этом плане, как мы заметили, индексные фонды находятся в более выгодном положении. Сравнивая прошлые достижения управляемых фондов между собой, вы можете проигнорировать взносы. Ежегодный оборот фонда исчисляется после того, как вычтены взносы и расходы, так что они не влияют на показатели эффективности фонда.

Некоторых беспокоит размер фонда. Начиная с 1983 года, когда активы фонда Magellan превысили отметку в миллиард долларов, я впервые услышал слова «слишком крупный для успеха на рынке». Он был «слишком крупным для успеха» и при активах в 2 млрд долл., 4 млрд, 10 млрд, и к тому времени, когда я уволился, — с активами стоимостью в 14 млрд долл. Думается, он был «слишком крупным для успеха» и при Моррисе Смите, когда вырос до 20 млрд долл.

В течение года после назначения Морриса на пост, газета *The Boston Globe* публиковала колонку «Наблюдение за Моррисом Смитом», которую с таким же успехом можно было назвать «Смотрите, как Моррис Смит потерпит фиаско с фондом, который слишком велик». После отличных результатов Морриса в 1991 году *Globe* перестала печатать колонку, но многие по-прежнему верят в чепуху вроде «этот фонд слишком большой». Теперь, когда Моррис ушел, настало время Джеффа Виника процветать вместе с фондом, который «слишком большой, чтобы быть успешным».

Существует несколько проблем в управлении большим фондом. Это сродни попыткам футболиста выжить на диете из печени. Ему приходится есть печень в значительных количествах, чтобы хоть как-то насытиться. Фондового менеджера постигает та же участь с акциями. Недостаточно купить акции одной чудесной маленькой компании, чтобы оказать существенное влияние на деятельность фонда. Управляющему приходится покупать акции больших компаний, и даже в этом случае требуются

месяцы, чтобы сконцентрировать значительное количество акций, и еще больший срок на то, чтобы продать их.

Эти недостатки преодолеваются искусным управлением. Майкл Прайс доказал это с его Mutual Shares (этот фонд сейчас закрыт для новых инвесторов; Прайс также управляет Mutual Beacon), как и Моррис Смит, мой преемник в Magellan. Прежде чем закрыть эту тему, я хотел бы поговорить еще о четырех типах фондов: секторные фонды, конвертируемые фонды, закрытые фонды и фонды отдельных стран.

## СЕКТОРНЫЕ ФОНДЫ

Секторные фонды появились в 1950-х годах. В 1981 году Fidelity предложила первую группу секторных фондов, позволяющих инвесторам переключаться с одного сектора экономики на другой за относительно низкую плату. Инвестор, который играл на повышение в промышленности (нефтяной, например), но не обладал временем для изучения отдельных компаний в нефтяном бизнесе, мог просто купить паи фонда нефтегазового сектора.

Эти секторные фонды создавались не для того, чтобы дать чудаковатым инвесторам еще одну возможность идти на поводу у своих ощущений. Но, что скрывать, именно так порой к ним и относятся. Покупка нефтегазового фонда, а не акций компании Exxon, едва ли защитит вас от потерь, если цены на нефть начнут меняться в направлении, прямо противоположном тому, которое вы определили шестым чувством. Лучший кандидат для инвестирования в секторные фонды — человек, обладающий специальными знаниями о продукте или о ближайших перспективах того или иного вида бизнеса. Это может быть владелец ювелирного магазина, строитель, страховой агент, менеджер автозаправочной станции, врач или ученый, каждый из которых в состоянии отслеживать (соответственно) последние изменения цен на золото и серебро, строительную древесину, колебания страховых ставок, цен на нефть и нефтепродукты, информацию о правительственных разрешениях на новые медицинские препараты или запуск в производство нового конкурентоспособного продукта биотехнологической компанией.

Выбрав верный сектор в подходящее время, можно очень быстро заработать много денег. Это поняли инвесторы в Fidelity Biotechnology в 1991 году. Стоимость этого секторного фонда увеличилась на 99,05% в

течение одного года. Но характерно, что такие доходы исчезают с той же скоростью, с какой появились. В течение первых девяти месяцев 1992 года Fidelity Biotech упал на 21,5%. Фонды технологического сектора лидировали с середины 1982 до середины 1983 года, а в несколько последующих лет были неэффективными. Последние 10 лет особенно доходными были секторы здравоохранения, финансовых и коммунальных услуг, а цветные металлы находились в конце списка.

Следуя теории, что рано или поздно настанет звездный час любого сектора на фондовом рынке, я снова начал интересоваться сектором золота.

В первые годы моей работы в Magellan цены на золото были очень высокими, и люди опасались идти к зубному врачу не столько из-за боязни бормашины, сколько из страха перед ценами на золотую коронку. В этот период самыми успешными были фонды золота с названиями вроде Strategic Investments, или International Investors, или United Services. Для неискушенного инвестора названия этих фондов золота звучали, как названия общих фондов акций, и меня просто выводила из себя эта неразбериха.

В течение пяти лет в списках Lipper лучших взаимных фондов меня обычно обходили фонды золота. Рядовым же инвесторам казалось, что другие фондовые управляющие работали лучше, чем я, тогда как на самом деле эти лидирующие специалисты просто работали в популярном на тот момент секторе рынка. Очень скоро фонды золота исчезли из списков Lipper, а в последние годы они появились в самом низу.

В 1992 году, а именно 5 июня, закончился десятилетний период, когда десятью самыми нерезультативными фондами на рынке США были фонды золота. Например, U.S. Goldshares поднялся всего на 15% за то время, когда средний взаимный фонд в три или даже в четыре раза увеличил прибыль. Вы могли бы заработать больше на денежном рынке или на сберегательных облигациях США, чем на фонде золота.

Но поскольку золото всегда было в цене — со времен древних доегипетских цивилизаций и задолго до становления культуры американских индейцев, — я считаю, что его время еще придет. Одна из некоммерческих организаций, которые я консультирую, владеет рядом акций компаний золотого сектора, и недавно я слушал доклад хорошо информированных специалистов этого рынка. По их мнению, снижение добычи золота в Южной Африке в 1980-х годах с лихвой компенсировалось работой шахт в США, Канаде, Бразилии и Австралии. Это привело к перенасыщению рынка золотом. Ситуация также усугубилась продажей золота по бросовым ценам республиками бывшего СССР. Но эксперты выразили сомнение в том, что этот кризис перепроизводства затянется.

Скоро запасы золота в новых шахтах иссякнут. Пока же период низких цен отбил у производителей охоту открывать и разрабатывать новые

месторождения. Так что в середине следующего десятилетия, очень возможно, сложится интересная ситуация. Спрос на золото для ювелирного производства и промышленных нужд начнет возрастать, в то время как предложение будет падать. И если инфляция достигнет уровня двузначных чисел, люди снова начнут покупать золото в качестве подстраховки.

На сегодняшний день в секторе золота на американском рынке работают 34 фонда, из которых одни покупают акции южноафриканских золотодобывающих компании, а другие покупают акции всех, за исключением африканских. Парочка гибридных фондов инвестирует в золото и в государственные облигации в соотношении 50/50. Такая комбинация очень подходит беспокойным инвесторам, которые волнуются и из-за надвигающейся Депрессии, и из-за неизбежной Гиперинфляции.

## **КОНВЕРТИРУЕМЫЕ ФОНДЫ**

Вот вам недооцененный способ извлечения выгоды из комбинации двух свойств: 1) высокой успешности акций мелких компаний и компаний второго эшелона и 2) стабильности облигаций. Как правило, именно мелкие компании выпускают конвертируемые облигации, для которых характерны более низкие процентные ставки по сравнению с обычными облигациями. Инвесторы готовы смириться с низкими процентными ставками при наличии свойства конвертируемости, которое позволяет обменивать эти облигации на акции по установленной цене конвертации.

Как правило, цена конвертации на 20–25% выше, чем текущая цена обыкновенных акций. Когда цена непривилегированных акций достигает более высокого уровня, возможность обмена облигаций на эти акции становится весьма ценной. Ожидая же периода подъема цены, держатель облигаций накапливает процент по облигациям. В то время как цена непривилегированных акций может упасть очень низко и очень быстро, цена на конвертируемые облигации менее подвержена скачкам: она поддерживается общим доходом. Например, в 1990 году непривилегированные акции, связанные с различными конвертируемыми облигациями, упали на 27,3%, в то время как сами конвертируемые облигации потеряли только 13% стоимости.

Тем не менее существуют определенные сложности инвестирования в конвертируемые облигации. Лучше предоставить это дело специалисту. Инвестор-дилетант может преуспеть в одном из многочисленных фондов, инвестирующих в конвертируемые облигации, которые заслуживают

большой популярности, чем они имеют. Сейчас такие фонды приносят 7% дохода, что гораздо лучше, чем 3% дивидендов, которые вы получите от средней акции. Для примера возьмем один из таких фондов — Putnam Convertible Income Growth Trust, который имеет двадцатилетний совокупный доход в 884,8%, превосходя S&P 500. Лишь считанное число фондов могут похвастаться таким достижением.

Для одной некоммерческой организации из Новой Англии мы инвестировали в три конвертируемых фонда, потому что в то время они казались недооцененными. Как мы это поняли? Доходность стандартной корпоративной облигации обычно на 1,5–2% выше, чем доходность конвертируемой облигации. Увеличение этой разницы означает, что цены на конвертируемые облигации становятся завышенными; когда разница уменьшается, это свидетельствует об обратной тенденции. В 1987 году, незадолго до Большой коррекции, обычные корпоративные облигации приносили доход на 4% больше, чем конвертируемые, что означало очень сильное завышение цен на последние. Но в период кризиса из-за войны в Ираке в октябре 1990 года конвертируемые облигации приносили на 1% больше, чем обычные облигации, выпущенные теми же компаниями. Это означало редкую возможность купить конвертируемые облигации по удачной цене.

Вот вам хорошая стратегия инвестирования в конвертируемые ценные бумаги: покупайте их, когда разница в цене на корпоративные и конвертируемые облигации маленькая (скажем, 2% и менее), и «сливайте» их, когда разрыв увеличивается.

## **ЗАКРЫТЫЕ ФОНДЫ**

Паи закрытых фондов торгуются как акции на всех основных биржах. В настоящее время существует 318 таких фондов (различных объемов и видов): закрытые фонды облигаций, фонды муниципальных облигаций, общие фонды прямых инвестиций, растущие фонды, стоимостные фонды и т.д.

Основное различие между закрытым и открытым (например, Magellan) фондом в том, что закрытый фонд статичен: количество его паев остается неизменным. Акционер закрытого фонда выходит из него, продавая свои паи кому-нибудь, точно так же, как если бы он продавал акции.

Открытый фонд динамичен. Когда в него приходит новый инвестор, выпускаются новые паи. Когда инвестор выходит из фонда, принадлежащие

ему паи «погашаются» (выкупаются фондом) и активы фонда уменьшаются на стоимость выкупленных паев.

И закрытые, и открытые фонды фактически управляются одинаково, за исключением лишь того, что у управляющего закрытого фонда есть дополнительная подстраховка в работе. Так как фонд не может уменьшиться в размере из-за массового оттока клиентов, единственный вариант потерпеть фиаско — это накопить потери в самом портфеле. Управлять закрытым фондом все равно что работать в высшей школе: вас могут уволить, но чтобы это случилось, вы должны совершить нечто действительно ужасное.

Мне не доводилось встречать внятного исследования о том, успешны ли закрытые фонды по сравнению с открытыми. На первый взгляд, ни у одной из категорий нет явных преимуществ. Лидеры обеих категорий появляются в списках взаимных фондов Honor Roll в *Forbes*, что доказывает возможность достижения успеха в обоих форматах.

Так как паи закрытых фондов торгуются, как акции, то и колеблются они так же, как акции. Закрытый фонд продается как с премией, так и с дисконтом по отношению к рыночной стоимости его портфеля (чистой стоимости активов). Охотники за выгодой имеют отличные возможности на рынке распродаж купить паи закрытого фонда со значительной скидкой по отношению к чистой стоимости его активов.

## **ЕСЛИ НАСТАЛ ВТОРНИК, ПРИШЛО ВРЕМЯ БЕЛЬГИЙСКОГО ФОНДА**

Многие закрытые фонды более широко известны как фонды отдельных стран и дают нам возможность инвестировать в наши любимые страны — перспектива более романтическая, чем инвестирование в компании. После бутылочки хорошего вина на площади у фонтана Tgevi кто как не жестокосердый невежда не захочет инвестировать в Фонд Италии. Подсказка отделу маркетинга: внесите в телефонные книги самых крупных отелей 800 номеров своего фонда данной страны.

На сегодняшний день существует как минимум 75 фондов стран и/или региональных фондов. С распадом коммунистического блока это число, несомненно, увеличится. В Майами запускаются два фонда Кубы (заранее предвосхищая торжество капитализма в Гаване), и только Кастро не спешит с вещами на выход.

Лучшим аргументом в пользу фондов отдельных стран в качестве долгосрочных инвестиций является то, что иностранные экономики

развиваются быстрее, чем американская, и, следовательно, развитие их рынков акций происходит более высокими темпами. По крайней мере, такая ситуация наблюдается в последнее десятилетие. Даже в Magellan соотношение победителей к проигравшим было выше для иностранных акций, чем среди акций «Сделано в США».

Но, чтобы преуспеть в фондах стран, нужно быть терпеливым и не поддаваться влиянию момента. Иногда фонды стран вызывают желание немедленно инвестировать в них. Но это может стать ловушкой для легкомысленных. Хорошим примером служат Germany Fund и его отпрыск New Germany Fund, появившиеся одновременно с падением Берлинской стены, когда западные и восточные немцы обнимали друг друга на улицах, а мировое сообщество эмоционально поддерживало их. Это было начало Великого Немецкого Возрождения.

За Стеной, словно в эйфории, происходило магическое объединение Европы. В назначенный колдовской миг в 1992 году чары многих лет вражды должны были в одночасье рассеяться: французы расцелуют немцев и помирятся с ними, англичане расцелуют немцев и помирятся с французами, итальянцы откажутся от лир, а голландцы — от гульденов ради единой валюты, — и единство, мир и процветание воцарятся навеки. Лично мне легче верилось в кардинальные преобразования в компании Pier 1 Imports.

Когда ликующие берлинцы танцевали на обломках Стены, цена двух фондов Германии на 25% превышала стоимость принадлежащих им акций. Эти фонды росли на 2 пункта в день, не имея никакого обеспечения, кроме молитв об экономическом буме. Те же далекие от реальности ожидания характеризуют слияние Северной и Южной Кореи и, я думаю, в подобные же сжатые сроки иссякнут.

Спустя шесть месяцев, когда инвесторы наконец заметили проблемы в этом великом немецком ренессансе, эйфория превратилась в отчаяние и фонды Германии были быстро распроданы с дисконтом 20–25% по отношению к номинальной стоимости. С тех пор они так и продаются ниже номинала.

Между тем, в 1991 году, когда не прошла еще эйфория по поводу немецких перспектив, новости с немецкого рынка акций не радовали. Когда же в первой половине 1992 года сообщалось о мрачном положении в Германии, рынок акций процветал. Сложно понять эти перипетии изнутри, еще сложнее — из-за границы.

Ясно, что лучший момент для покупки фонда страны — это период его непопулярности, когда вы можете получить 20–25%-ную скидку. Рано или поздно в Германии наступил бы период подъема, и терпеливые инвесторы, купившие фонды Германии по низкой цене, возрадовались бы.



В фондах стран существует много недостатков. Взносы и расходы обычно довольно высоки. Кроме того, недостаточно, чтобы национальные компании, в которые фонд инвестировал, были успешными. Нужно еще, чтобы национальная валюта как минимум оставалась стабильной по отношению к доллару, иначе все ваши доходы потеряются при пересчете курсов. К тому же необходимо, чтобы налоги и законы в стране фонда не были агрессивными по отношению к бизнесу, иначе игра будет испорчена. Управляющий фондом страны должен быть хорошо подготовленным.

Кто же этот управляющий? Тот ли, кто однажды посетил эту страну и прикупил открыток в качестве доказательства визита, или же тот, кто живет и работает там, имеет связи в крупных компаниях и может следить за их развитием?

Хочу внести свою лепту в дебаты «США — другие страны». Сегодня модно считать, что этикетка «Сделано за границей» лучше, чем «Сделано в твоей стране»: немцы более рациональны и делают лучшие автомобили, японцы трудолюбивы и делают лучшие телевизоры, французы более игривы и пекут лучший хлеб, сингапурцы лучше образованны и делают лучшие жесткие диски для компьютеров и т.д. Однако, поездив по заграницам, я сделал вывод, что США по-прежнему имеют лучшие компании и лучшую систему инвестирования в них.

Европа наводнена крупными корпорациями, эквивалентными нашим компаниям первого эшелона, но ей недостает некоторого количества растущих компаний, которые есть у нас. Те же, что имеются, обычно переоценены. Например, L'Oréal — французская косметическая компания, однажды обнаруженная Кэролин, предпринявшей фундаментальное исследование содержимого прилавков парфюмерных магазинов. Мне нравятся акции, но не по цене, в 50 раз превышающей прибыль компании.

Я уверен, что сотни американских компаний увеличивали свою прибыль в течение 20 лет подряд. В Европе же будет сложно найти от силы 10 таких. Европейские «голубые фишки» не обнародуют ежегодные данные о прибылях, что в Америке является общепринятым.

Информация о зарубежных компаниях часто обрывочна и противоречива. Только в Великобритании существует подобие подробного описания, которое получают все компании на Уолл-стрит. В континентальной Европе профессия аналитика ценных бумаг — занятие маловразумительное. В Швеции, например, таковые вообще редко встречаются. Даже тот единственный, которого я смог отыскать, никогда не бывал в компании Volvo, не менее влиятельной, чем General Motors и IBM.

Расчет прибылей — дело весьма условное. Мы обвиняем аналитиков США в том, что в большинстве случаев они ошибаются, но по сравнению с европейскими коллегами они почти непогрешимы. Во Франции я

читал отчет лучшего аналитика о конгломерате Matra. Полный радостных надежд, я посетил компанию. Представитель компании обрисовал мне перспективы каждого подразделения. Новости по большей части были плохими: нездоровая конкуренция в одном подразделении, неожиданное списание долга ввиду невозможности его уплаты в другом, забастовка в третьем и т. д. «Непохоже, чтобы это была та компания, о которой я читал и которая планирует увеличить доходы вдвое», — заметил я. Он удивленно посмотрел на меня.

Занимаясь самостоятельными исследованиями в Европе, вы можете превратить недостаток информации в достоинство, обнаружив, например, что Volvo продается по очень низкой цене. Вот почему мне так легко удавалось успешно работать с акциями иностранных компаний в Magellan. В США сложности выбора акций связаны с тем, что тысяча людей умнее тебя изучает те же акции, что и ты. Совсем иначе дело обстоит во Франции, Швейцарии или Швеции. Там все умные головы изучают Вергилия и Ницше, а не Volvo и Nestlé.

А как насчет японцев — знатных трудоголиков и просто чемпионов капитализма, владельцев Rockefeller Center и Columbia Pictures и будущих владельцев Seattle Mariners и, может быть, Монумента в Вашингтоне в конце концов? Съездив со мной в один из моих исследовательских туров по Японии, вы бы поняли, что все разговоры о японском превосходстве — выдумка.

Япония — самая богатая страна в мире, где людям едва удастся сводить концы с концами. Японцы обожают американцев за наши просторные ваннные комнаты, низкие цены и загородные дома. Они платят 5 долл. за яблоко, 100 долл. за ужин, который и ужином-то не назовешь. Они ездят в метро, как сельди в бочке, и через полтора часа такой езды вы все еще находитесь в черте Токио, который крупнее, чем Род-Айленд. По дороге они мечтают о переезде на Гавайи, где можно многое себе позволить за их деньги, но при этом вынуждены остаться в Японии и посвятить себя выплате кредита за квартиру в 300 кв. метров — клетку стоимостью в миллион долларов. А если они продадут эту хибару, им придется переехать в другую такую же за миллион долларов или снимать квартиру за 15 тыс. долл. в месяц.

Японская безвыходная ситуация напоминает мне историю о мужчине, который хвастался тем, что его собака стоит миллион долларов, а когда его спрашивали, почему он считает, что это такая дорогая собака, он отвечал, что обменял ее на двух кошек по 500 тыс. каждая. Может, японцы и в самом деле держат домашних кошек по 500 тыс. долл.

в дополнение к их членским взносам в гольф-клуб в 500 тыс. долл., но до недавних пор они могли бы все это обменять на несколько акций по цене 100 тыс. долл.

Рекламный слоган «Когда говорит E. F. Hutton, народ слушает» звучит слишком мягко в японских условиях. Там он выглядел бы следующим образом: «Когда Nomura Securities приказывает, народ подчиняется». Доверие к брокерам было непоколебимым, их слову следовали как заповедям. Японцы покупали кошек по 500 тыс. долл. без колебаний.

Результатом был чудесный рынок акций с коэффициентом «цена/прибыль» (P/E) 50, 100, 200, который был настолько далек от разумных пределов, что наблюдатели начали теоретизировать по поводу того, что высокий P/E — это национальная особенность. На самом деле, американские биржевики демонстрировали ту же особенность в конце 1960-х годов, когда наш рынок был настолько переоценен, что потребовалось 22 года до 1991, когда индекс Dow, адаптировавшись наконец к инфляции, вновь достиг высоты, покоренной в 1967 году.

Японский рынок подвержен закулискому жульничеству, которого Уолл-стрит не знала с двадцатых годов прошлого века. Крупные инвесторы в Японии имели гарантию возврата денег брокерскими конторами: когда они теряли деньги, брокеры возмещали им потери. Если бы Merrill Lynch и Smith Barney были так услужливы, это вернуло бы часть утраченного доверия к *нашим* акциям.

Что рынок в Японии очень специфичен, я почувствовал, впервые посетив страну в 1986 году. Поездка была организована через офис Fidelity в Токио, где работало 80 человек. Адам Смит в своей книге *The Money Game* написал главу об основателе фонда Fidelity, трудолюбивом г-не Джонсоне. Книга была опубликована на японском — и Fidelity стал известным в Японии.

Тем не менее потребовалось много письменных и телефонных переговоров, прежде чем удалось организовать ряд встреч с некоторыми японскими компаниями. Заранее получив их ежегодные отчеты, я заказал переводы на английский и подготовил вопросы к встрече. Используя ту же технику, что и на родине, я разогрел аудиторию шуточной беседой, добавил остроты вопросам, используя некоторые факты, и дал понять, что неплохо подготовлен и владею информацией.

В японских компаниях очень любят соблюдать формальности, и совещания носили церемониальный характер: все поминутно кланялись и беспрестанно пили кофе. В одной компании я задал вопрос о расходах на средства производства, что заняло у меня 15 секунд на английском, но

переводчику потребовалось 5 минут, чтобы передать его японскому эксперту, который семь минут произносил на японском то, что в конечном английском переводе звучало как «сто пять миллионов иен». Очень цветистый язык.

Беседуя с одним из наиболее известных брокеров в стране, я получил представление о том, в какой степени контролируются японские биржевые цены. Он описывал свои любимые акции (не помню, как они назывались) и все повторял одну и ту же цифру — что-то вроде 100 тыс. иен. Я не понимал, о чем конкретно он говорит — о продажах, прибылях или о чем-то еще, — и попросил его пояснить. Оказалось, он говорил о цене акций через 12 месяцев. Я проверил эту цифру год спустя: он оказался прав!

Япония была тихим ужасом для фундаментального аналитика. Вновь и вновь мне на глаза попадались из рук вон плохо составленные балансовые отчеты компаний, обрывочные данные об их прибылях и переоцененные акции с потрясающим коэффициентом «цена/прибыль». Все это касается и компании, заявившей о самом крупном публичном предложении акций в истории финансов, — Nippon Telephone.

Когда телефонная компания приватизирована, обычно мне очень хочется ее купить (смотрите главу 17), но Sushu Bell являлась исключением. Это была не быстрорастущая компания в развивающейся стране, где все руки тянутся к трубке. Это была зарегулированная японская компания по предоставлению услуг в стадии зрелости (что-то вроде старушки Bell до ее разделения), ожидаемый рост которой мог составлять 6% или 7% годовых, но не более.

Первоначальный выпуск был продан в 1987 году по цене 1,1 млн иен за акцию. Я считал, что это безумно дорого, но на внебиржевом рынке цена почти утроилась. На этой стадии Nippon Telephone продавалась примерно в 3000 раз выше ее прибыли. Ее рыночная стоимость составляла 350 млрд долл. — больше, чем весь рынок акций Германии и чем 100 лучших компаний в нашем списке *Fortune* 500.

В этой ситуации не только король был голым, но и народ снял с себя последнюю рубаху. После Большой коррекции японское правительство смогло навязать еще более переоцененную Nippon японской общественности посредством двух дополнительных предложений: одно за 2,55 млн иен за акцию, другое — за 1,9 млн иен за акцию. С тех пор цены пошли на убыль. На сегодняшний день акции Nippon продаются по 575 тыс. иен, то есть с 85%-ной скидкой относительно цены с дисконтом образца 1987 года. Для инвесторов с Уолл-стрит потеря подобной суммы стерла бы из списка *Fortune* 100 все 100 компаний.

Даже по цене 575 тыс. иен за акцию рыночная цена Nippon превышает цену Philip Morris — самой большой компании США с тридцатилетним

стажем увеличения прибыли. После всех потерь Nippon остается переоцененной в 50 раз по сравнению с ее прибылью.

Ходят слухи, что японские инвесторы не обращали внимания на прибыль и фокусировались на движении денежных средств, возможно, из-за нехватки таковых. Компании, которые, словно пьяные моряки, тратят деньги, в особенности на покупку других компаний и недвижимости, заканчивают плохо, имея в итоге налоговую скидку на амортизацию и кучу непоплаченных долгов, а в результате — большие потоки денежных средств и низкие доходы.

Новички на японском рынке будут говорить вам о национальной особенности в виде японской приверженности к высоким показателям движения денежных средств, но у бюрократии нет национальных особенностей. Бюрократия — проблема, вставшая перед японскими банками, которые ссудили деньги всем покупателям собак за миллион долларов и кошек за полмиллиона.

Спекуляции играют гораздо большую роль в японской экономике, чем в американской. Merrill Lynch в ее лучшие времена не входила в первую сотню лучших компаний США в списке *Fortune 500*, но было время, когда 5 из ведущих 25 компаний Японии были брокерскими фирмами, а еще 5–10 — банками.

Американские банки критикуют за то, что они легкомысленно дают займы богачам и бездельникам, но даже самые легкомысленные из этих займов под недвижимость имеют хоть какую-то гарантию возврата. Японские банки давали 100%-ные кредиты на строительство офисных зданий при отсутствии каких бы то ни было гарантий их возврата, ведь даже при наилучшем стечении обстоятельств арендная плата едва бы покрыла расходы.

До недавних торгов единственным объектом сделок на японских биржах были маленькие компании, которые, по моему мнению, являются ключевыми для японского роста и процветания (то же характерно и для США). Небольшие японские компании игнорировались на ранних этапах акционерной мании, тогда как я сделал свои основные закупки именно в этом секторе. Когда акции малых компаний достигли тех же безумных цен, что и остальные, я «слил» их. Принимая во внимание все вышесказанное, я бы, скорее, инвестировал в стабильный фонд акций быстрорастущих предприятий в старых добрых США.

Подведем итог нашему обсуждению стратегий взаимного фонда:

- Вложите как можно больше денег в фонд акций. Даже если вам нужен ежегодный доход, вы окажетесь в лучшей ситуации в будущем, если будете владеть акциями, приносящими дивиденды,

и время от времени изымать нужные на жизнь суммы из основного капитала.

- Если вы непременно хотите купить государственные облигации, покупайте их напрямую в министерстве финансов и избегайте фондов облигаций, в которых вы напрасно заплатите комиссию за управление.
- Разберитесь в типах фондов акций, в которые вы инвестировали. Оценивая их деятельность, сравнивайте подобное с подобным, то есть стоимостные фонды со стоимостными. Не обвиняйте управляющего золотым фондом в том, что он не преуспел так же, как управляющий фондом акций быстрорастущих компаний.
- Лучше распределить свои денежные средства между тремя-четырьмя типами фондов акций (стоимостные, быстрорастущие и т.д.), чтобы у вас всегда были вложения, инвестированные в самый доходный сектор рынка.
- Добавляя деньги в портфель, вложите их в фонд, инвестирующий в сектор, который неприбылен на рынке в течение нескольких последних лет.
- Попытка определить фонд — победитель завтрашнего дня на основе анализа его вчерашней деятельности — занятие сложное, если не сказать безнадежное. Постоянный перенос ваших денег из одного фонда в другой — привычка, которая дорого обойдется вашему благосостоянию.

## ГЛАВА 4

---

# УПРАВЛЕНИЕ ФОНДОМ MAGELLAN

## НАЧАЛЬНЫЙ ПЕРИОД

Недавно я очистил свой рабочий стол от бумажного мусора (так я называю проспекты и брошюры с Уолл-стрит), достал тома отчетов фонда Magellan держателям его паев с дальних пыльных полок и попытался понять суть своего тринадцатилетнего управления фондом. В этом мне помогли компьютерные «спецы» из Fidelity: Гай Черундоло, Фил Тейер и особенно Жак Перольд, который сделал распечатки моих самых крупных успехов и неудач. Этот список оказался более поучительным, чем я ожидал: некоторые результаты меня чрезвычайно удивили. Популярная идея о том, что акции маленьких быстрорастущих компаний были основным фактором успеха Magellan, далеко не отражает сути.

Предлагаю вашему вниманию этот обзор в надежде, что он будет полезен другим управляющим фондами, а также инвесторам-любителям, которые, возможно, захотят поучиться на моих ошибках, ну а если нет — то любому, кому может быть интересен мой опыт. Я поделил весь материал на 3 части: начальный, средний и поздний периоды управления фондом (в стиле дипломатов, которые пишут свои мемуары) — только потому, что это удобный способ систематизировать события, а не потому, что придаю какое-то особое значение жизни брокера, которым я был и остаюсь по сей день.

Управляющая компания Fidelity — это не публичная акционерная компания. Если бы она была таковой, я поступил бы обоснованно, рекомендуя людям покупать ее акции, поскольку каждый день был свидетелем поступлений денежных средств, запуска новых фондов и других примеров талантливого управления ею сначала г-ном Джонсоном, а затем его сыном Недом.

Я не стоял у истоков фонда Magellan. Он был организован Недом Джонсоном в 1963 году и назывался тогда Международный фонд Fidelity,

но налог на иностранные инвестиции, введенный тогдашним президентом Кеннеди, вынудил управляющих международными фондами продавать иностранные акции и покупать местные. Таким образом, в течение двух лет Международный фонд Fidelity являлся по существу местным фондом, пока 31 марта 1965 года не стал называться просто Magellan. В то время приоритетом в инвестировании для Magellan был Chrysler, который 20 лет спустя преодолел свое предбанкротное состояние и стал предметом моих основных инвестиций, — еще одно доказательство того, что есть компании, от которых ни при каких обстоятельствах нельзя отказываться.

Когда был организован Magellan, я учился в бостонском колледже, по выходным поднося клюшки игрокам в гольф. Это как раз был период большого фондового бума, когда все хотели покупать ценные бумаги.

Фондовая мания поразила и мою матушку — вдову с ограниченными средствами. Школьный учитель, в свободное время подрабатывавший в фондах в качестве агента по продажам, убедил ее приобрести паи Fidelity Capital. Ей понравилось, что фондом управлял «китайский парень», так как она верила в безупречный восточный ум. «Китайским парнем» был Джерри Цай: он и Нед Джонсон в Fidelity Trend в те времена были одними из самых выдающихся управляющих фондами. Моя мама никогда бы не узнала, что Fidelity Capital Fund управляется «китайским парнем», если бы ей не рассказал об этом учитель-торговец. Целая армия торговцев паями фондов наводнила сельскую местность (для многих из них это был дополнительный заработок), обходя дома точно так же, как работники похоронного бюро, торговцы пылесосами, страховыми полисами или энциклопедиями. Моя мама согласилась на инвестиционный план, согласно которому она должна была вкладывать 200 долл. ежемесячно, чтобы обеспечить нам процветание в будущем. Этой суммы у нее не было, но результаты Fidelity Capital постоянно превосходили S&P, который утроился в 1950-х и удвоился в течение первых шести лет в 1960-х годах.

Рынок акций — дело ненадежное, хотя в это сложно поверить сегодня, после стольких лет отличных доходов. Жесткие коррекции вели к продолжительным периодам стагнации, во время которых редакторы журналов избегают даже упоминать Уолл-стрит, на вечеринках никто не хвалится акциями, а терпение инвесторов подвергается мучительной проверке. Брокеры-профессионалы чувствуют себя, как одинокие отпускники на опустевших курортах.

Когда я получил должность аналитика в Fidelity, рынок только входил в один из подобных периодов. Цены на акции достигли наивысшего уровня и к 1972–1974 годам обвалились. Это была самая сложная ситуация со времен Краха 1929–1932 годов, который случился перед Великой депрессией. Внезапно никто не захотел покупать паи взаимных фондов. Не было



вообще никакого интереса. Ситуация была настолько сложна, что армия подрабатывавших на продаже акций вынужденно расформировалась. Торговые агенты опять стали продавать пылесосы, или колеровку для машин, или еще что-нибудь, что они продавали до фондового бума.

Уходя из акционерных фондов, люди вкладывали наличные в фонды денежного рынка и облигаций. Fidelity получала достаточно доходов от фондов этих видов, чтобы сохранить жизнеспособность некоторых фондов прямых инвестиций, утративших популярность. Выжившим фондам приходилось бороться за немногочисленных клиентов, которые все еще были заинтересованы в акциях — виде на грани исчезновения, вымирающим очень быстро.

Было сложно отличить один фонд прямых инвестиций от другого. Большинство из них назывались фондами роста капитала — расплывчатый термин, позволявший менеджерам покупать акции циклических компаний, предприятий коммунальных услуг, быстрорастущих компаний, акции компаний, находящихся в особых ситуациях, — короче, что угодно. Хотя портфели акций в разных фондах роста капитала были разными, для акционеров все эти фонды были на одно лицо.

В 1966 году Fidelity Magellan был фондом в 20 млн долл., но постоянный отток паев, отозванных клиентами, уменьшил его к 1976 году до 6 млн. Сложно оплачивать счета за электроэнергию, но еще сложнее выплачивать зарплаты из шестимиллионного фонда, когда взнос за управление в 0,6% приносит 36 тыс. долл. на ежегодные текущие расходы.

Тогда в 1976 году в попытке сэкономить Fidelity произвела слияние шестимиллионного Magellan Fund с еще одной жертвой недостатка инвестиционного внимания — двенадцатимиллионным Essex Fund. Когда-то Essex Fund был стомиллионным фондом, но дела его в неблагоприятных рыночных условиях шли настолько плохо, что он произвел 50 млн долл. налоговых убытков с переносом. Что было очень кстати. Управляющие и члены совета директоров Fidelity сочли фонд Magellan (под искусным руководством Хабермана и Неда Джонсона) способным извлечь выгоду из налоговых убытков с переносом, доставшихся в наследство от Essex Fund. Получившемуся в результате слияния юридическому лицу не нужно было платить налоги на первые 50 млн долл. доходов с капитала.

Вот в каком состоянии я получил фонд в 1977 году, когда был назначен управляющим: два фонда только что слились в один, 18 млн долл. активов, 50 млн долл. пролонгированных налоговых убытков, ужасный рынок акций, маленькое и быстро уменьшающееся число капризных клиентов — и никаких шансов привлечь новых, так как Fidelity закрыла Magellan для покупателей.

Лишь спустя 4 года — в 1981 — Magellan был открыт и люди снова смогли покупать акции. Этот долгий период закрытости был неправильно истолкован прессой. Распространилось мнение, что с целью стимуляции будущих продаж Fidelity проводила хитрую стратегию выжидания, пока ее фонды достигнут хороших показателей, прежде чем выставить их. Magellan часто причисляют к так называемым фондам-инкубаторам, которым увеличили испытательный срок, чтобы они наконец-то проявили себя.

Действительность же была менее радужной. Fidelity была бы рада постоянно привлекать больше акционеров. Нас останавливала нехватка заинтересованных лиц. Фондовый бизнес был настолько плох, что брокерские компании распустили свои отделы продаж, так что не осталось никого, кто мог бы продать акции редким чудакам, неожиданно проявившим интерес к фондам.

Я убежден, что та неразбериха, в которой я работал первые четыре года, была скорее благословением, чем проклятьем. Она позволила мне учиться торгам и делать ошибки незаметно. У управляющих фондами и атлетов есть одна общая черта: они могут оказаться более успешными в будущем, если тренируются не спеша.

Аналитик, знакомый приблизительно с 25% компаний на рынке акций (в моем случае это были в основном текстильная, металлургическая и химическая промышленность), ни в коем случае не может ощущать себя достаточно осведомленным, чтобы управлять фондом оценки капитала, в котором он может покупать все что угодно. Должность директора по исследованиям, которую я занимал с 1974 года по 1977, а также опыт работы в инвестиционном комитете дали мне более или менее адекватное представление о других отраслях промышленности.

В 1975 году я начал помогать одной благотворительной организации из Бостона управлять ее портфелем. Это был первый прямой опыт работы с фондом.

Мои дневники визитов в компании, которые я храню так же ревностно, как Казанова свои дневники свиданий, напоминают мне, что 12 октября 1977 года я посетил компанию General Cinema, которая, скорее всего, не впечатлила меня, потому что их акции не попали в мой список покупок. Тогда ее акции продавались менее чем за 1 доллар (а сегодня — за 30 долл. ) — жаль, что я упустил такой лакомый кусочек. (Эта цифра в 30 долл. — значение, приблизительно выведенное с учетом последующего дробления акций. То же самое мы сделали с ценами на акции по всей книге. Таким образом, цены, которые вы здесь видите, могут не совпадать с теми, которые сегодня в ходу, но доходы и убытки, описанные в тексте, абсолютные и точные.)

Мои дневники полны этих упущенных возможностей, но рынок акций благосклонен — он всегда дает неудачнику шанс.

В течение первых месяцев работы я был занят тем, что избавлялся от наследства моего предшественника, заменяя его акции своими и постоянно продавая акции, чтобы получить наличность и покрыть непрерывный отток средств. К концу декабря 1977 год моими фаворитами были Congoleum (51 тыс. акций колоссальной по тем временам стоимостью в 833 тыс. долл. — 10 лет спустя такая покупка уже не покажется мне значительной), Transamerica, Union Oil и Aetna Life and Casualty. Я также открыл для себя Hanes (благодаря моей жене Кэролин, которая с ума сходила по их леггинсам), Taco Bell («Это что — мексиканская телефонная компания?» — спросил Чарли Максфилд, мой первый трейдер, когда я сделал заказ на покупку) и Fannie Mae — я купил 30 тыс. их акций.

Мне понравился Congoleum, потому что они изобрели новое виниловое бесшовное покрытие для полов, которым, словно ковром, можно было полностью застелить пол на кухне. Кроме покрытий для пола эта компания также делала военные корабли для Министерства обороны по тем же модульным технологиям, которые используются для изготовления щитовых домиков. Модульным судам от Congoleum прочили большое будущее. Taco Bell я полюбил за вкусные бутерброды, потому что 90% населения страны еще не пробовали этих вкусных бутербродов, а компания имела хорошие показатели — сильный балансовый отчет и офис, напоминающий соседский гараж. Это подводит меня к 7-му принципу Питера:

**Экстравагантность любого корпоративного офиса прямо пропорциональна нежеланию руководства вознаграждать акционеров.**

Помимо того, что это были открытые акционерные общества, выбранные мной компании (Congoleum, Kaiser Steel, Mission Insurance, La Quinta Motor Inns, Twentieth Century-Fox, Taco Bell, Hanes и т. д.), кажется, не имеют ничего общего. С самого начала меня привлекал причудливый ассортимент, в котором самой заметной отсутствующей фигурой был лишь химический сектор, так хорошо изученный мною в бытность мою аналитиком.

31 марта 1978 года, в день моего десятимесячного пребывания на посту, вышел ежегодный отчет Magellan. Его обложка была иллюстрирована красивой древней картой побережья Южной Америки с названиями всех рек и заливчиков. Три чудесных маленьких галеона, предположительно Магеллана, были нарисованы на полях весело плывущими к мысу Доброй

надежды. Позже, когда фонд разросся и стал более сложным, иллюстрации стали проще. Испанские названия рек и заливчиков были стерты, а флотилия была уменьшена с трех кораблей до двух.

Тот мартовский отчет 1978 года свидетельствует о том, что фонд поднялся на 20% в предыдущие 12 месяцев, в то время как индекс Dow потерял 17,6% за тот же период, а S&P — 9,1%. Должно быть, частично этот успех был результатом и моих усилий новичка. В своем письме к акционерам, в котором я всегда должен был объяснить необъяснимое, я описал мою стратегию следующим образом: «С одной стороны, уменьшение инвестиций в автомобильную промышленность, авиапромышленность, железные дороги, в сектор коммунальных услуг, химическую и электронную промышленности и энергетику, с другой — усиление позиций в финансовых учреждениях, теле- и радиовещании, индустрии развлечений, страховом бизнесе, банковском и финансовом деле, потребительских товарах, жилом секторе и долгосрочной аренде». И этих результатов удалось добиться за десятимесячный период на портфеле стоимостью в 20 млн долл. с менее чем 50 пакетами различных акций!

Должен признаться, что у меня никогда не было всеобъемлющей стратегии. Мой выбор акций был полностью эмпирическим, и я «обнюхивал» каждый вариант, словно гончая, обученная идти по следу. Для меня гораздо более важным было знать подробности каждого частного случая, например: почему компания, владеющая телевизионными станциями, в этом году получит более высокий доход, чем в прошлом, — нежели следить за тем, недостаточно или с избытком мой фонд инвестировал в телевещание. Могло случиться так, что после встречи с представителем телекомпании, который говорил, что их дела пошли в гору, и упоминал название компании-конкурента, я сравнивал их финансовые показатели и часто в итоге покупал акции конкурента. Я шел по следу во всех направлениях, доказывая, что немного знаний о многих отраслях не так уж и плохо.

Так как Magellan был фондом роста капитала, мне можно было покупать все: местные акции всех видов, иностранные акции, даже облигации. Это дало мне свободу максимально полно использовать мой «метод гончей». Я не был ограничен так, как управляющий фонда, инвестирующего в быстрорастущие компании. Когда весь растущий сектор переоценен, что случается с интервалом в несколько лет, управляющий подобным фондом просто вынужден покупать переоцененные акции этого сектора, иначе он не реализует стратегию своего фонда — приобретение акций растущих компаний. Ему приходится выбирать плохое из худшего. Я же был абсолютно свободен в действиях, узнавая, например, что доходы Alcoa снова выросли, потому что цена на алюминий увеличилась.

В январе 1978 года мы сообщили акционерам, что «в портфеле доминируют три категории компаний: «особые ситуации», недооцененные циклические компании и мелкие и средние быстрорастущие компании». Если этого было недостаточно, год спустя объяснение было расширено до следующего:

*Цель фонда Magellan — увеличение капитала посредством инвестирования в относительно привлекательные непривилегированные акции, в основном из следующих пяти категорий: мелкие и средние растущие компании; компании, чьи перспективы улучшаются; циклические компании в стадии кризиса; высокодоходные плательщики растущих дивидендов и, наконец, компании, истинную стоимость активов которых рынок не заметил или недооценил. Когда-нибудь в будущем и иностранные акции будут составлять значительную часть фонда.*

Другими словами, мы покупаем все, что продается на бирже.

Гибкость — вот ключевой принцип. Недооцененные компании можно найти всегда. На этой ранней стадии моей деятельности в качестве управляющего лучшими и доходнейшими из моих приобретений были акции двух ведущих нефтяных компаний — Unocal и Royal Dutch. Конечно, предполагается, что фонд с активами в 20 млн долл. не интересуется покупкой акций крупнейших нефтяных компаний, а концентрируется на менее крупных акциях с более высоким уровнем роста, но я узнал, что у Royal Dutch дела пошли в гору, а Уолл-стрит, очевидно, это было пока неизвестно, так что я купил Royal Dutch. В какой-то момент, когда Magellan еще только делал первые шаги, я вложил 15% активов в компании, предоставляющие коммунальные услуги. У меня были акции Boeing и Todd Shipyards наряду с Pic 'N' Save и Service Corporation International — своего рода McDonald's в сфере похоронного дела. Сомневаюсь, что когда бы то ни было более 50% моих инвестиций приходилось на растущие акции, которым часто приписывается успех Magellan.

Чем быть постоянно в обороне, покупая акции, а потом, придумывая новые предлоги, держать их, когда они «обваливались» (огромное количество сил на Уолл-стрит до сих пор тратится на сочинение предлогов), я пытался перейти в наступление, разыскивая лучшие варианты в компаниях, которые были еще более недооценены, чем те, которые я выбрал. В 1979 году — хорошем году для акций в принципе — Magellan поднялся на 15%, а S&P — на 18,44%. В ежегодном отчете акционерам я снова был вынужден объяснять мою стратегию, как будто она у меня была. «Увеличение вложений в жилой сектор, ресторанное дело и розничную торговлю» — лучшее, что я мог придумать.

Меня привлекали предприятия быстрого питания, потому что это было просто. Сеть ресторанов, преуспевшая в одном регионе, имела все

шансы быть вдвое успешней в другом. Я был свидетелем открытия множества ресторанчиков Taco Bell в Калифорнии, которые утвердились как сеть и продолжили экспансию на восток, в ходе расширения увеличивая доходы на 20–30% в год. Я купил Cracker Barrel и позже посетил их ресторан в городе Макон, штат Джорджия. Прилетев в Атланту на конференцию по инвестированию, спонсируемую Robinson-Humphrey, я решил заодно заехать в ресторан Cracker Barrel. На карте в бюро проката автомобилей Макон находился, казалось, в нескольких километрах от моего отеля в центре Атланты. Несколько километров на деле превратились в цифру, близкую к ста, и в час пик моя маленькая прогулка заняла 3 часа, но в конце концов я вкусно поужинал рыбным блюдом и уехал, впечатленный уровнем обслуживания в Cracker Barrel. Эта сеть увеличила прибыли в 50 раз и принесла Magellan неплохой доход, вот почему я включил ее в мой список «50 самых важных акций».

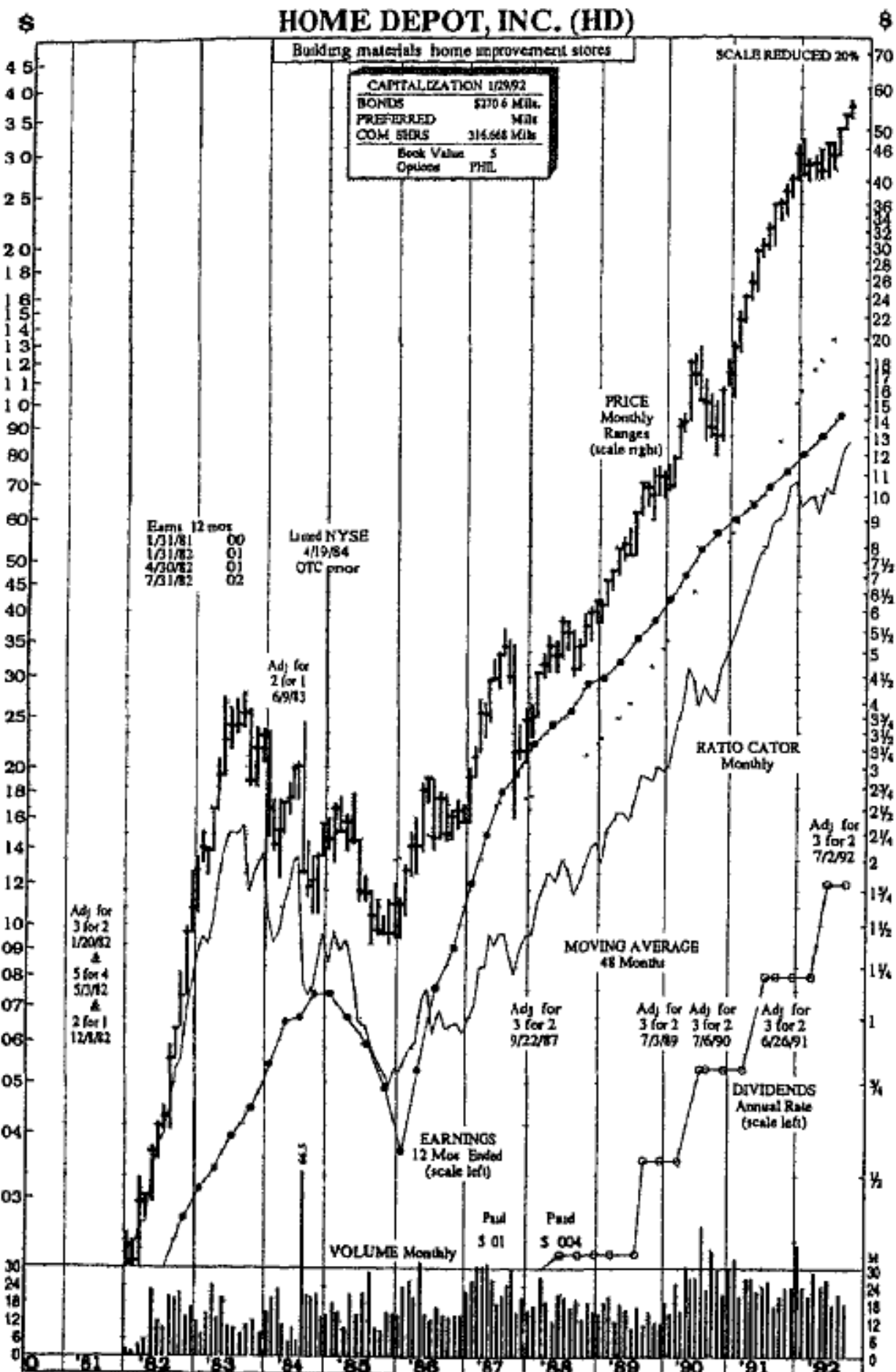
Подобную же исследовательскую вылазку я сделал в супермаркет типа «сделай сам», расположенный неподалеку от Атланты. Он назывался Home Depot. Я снова был впечатлен вежливым обслуживанием, не говоря уже о большом выборе отверток, гаек, кирпичей, цемента, низких ценах и компетентных сотрудниках. Здесь был рай для мужчин, самостоятельно выполняющих мелкие ремонтные работы в своих домах, а вот ассортимент местного магазинчика товаров для ремонта был беден, да и цены кусались.

Это был начальный период становления Home Depot, когда его акции стоили 25 центов (цена указана с учетом более позднего дробления акций), я видел все собственными глазами и купил их, но потом потерял интерес и продал. Рис. 4-1 повергает меня в вечное раскаяние. Только представьте себе акции, поднимающиеся с 25 центов до 65 долл. — 260-кратный рост за 15 лет! Я был свидетелем их появления, но не разглядел потенциала.

Возможно, если бы Home Depot открыл первые магазины в Новой Англии или если бы я мог отличить отвертку Phillips от напитка из сливового джина, я бы по достоинству оценил эту чудесную компанию. За всю мою карьеру управляющего продажа Depot и Toys “R” Us была моим самым опрометчивым поступком.

Даже без Home Depot доходы Magellan в 1979 году удвоились и еще немного выросли в 1980 году, когда мои малочисленные акционеры получили 69,9% прибыли, в то время как S&P поднялся лишь на 32%. Я много вкладывал в игровую индустрию (если быть более точным — в Golden Nugget и Resorts International), страхование и розничную торговлю. Мне так понравились супермаркеты, что я купил за раз Hop-In Foods, Pic ‘N’ Save, Shop & Go, Stop & Shop и Sunshine Jr.

Оглядываясь на ранний период моей работы, я потрясен оборотом фонда: 343% в первый год, когда в портфеле была 41 акция, и по 300% в



каждый год из трех последующих. Начиная со 2 августа 1977 года, продав 30% портфеля, я поддерживал неспешный темп продаж-покупок: акции нефтяных, страховых компаний и компаний — производителей потребительских товаров приходили и уходили из месяца в месяц.

В сентябре 1977 года я купил несколько акции циклично развивающихся компаний, а к ноябрю уже избавился от них. Fannie Mae и Hanes, которых я добавил к фонду той осенью, были проданы весной. Мои приоритеты сместились с Congoleum к Signal Companies, а затем к Mission Insurance, позже — к Todd Shipyards и затем к ресторану Ponderosa, специализирующемуся на мясных блюдах. Pier 1 появляется и исчезает, как и компания с интригующим названием Four-Phase.

Складывалось впечатление, что мой выбор акций Four-Phase или отказ от них зависел от лунного цикла. В июле она была выкуплена компанией Motorola (что в дальнейшем стало большим разочарованием для последней), и это заставило меня перестать постоянно покупать и продавать ее. Смутно припоминаю, что эта компания как-то была связана с компьютерными терминалами, но ни тогда, ни сейчас я не смог бы утверждать это наверняка. К счастью, я никогда не инвестировал много денег в то, чего не понимал. К этой категории относятся технологические компании вдоль трассы 128 в районе Бостона.

Большинство резких смен направления моих интересов были вызваны не какой-либо переменной в стратегии выбора, а тем, что я посетил некую компанию, которая мне понравилась больше, чем другая. Может быть, мне и хотелось иметь обе, но в маленьком фонде, из которого продолжали уходить акционеры, я не мог позволить себе таких излишеств. Чтобы добыть средства на покупку чего-либо, мне приходилось что-то продавать, а так как я всегда хотел что-нибудь купить, мне приходилось продавать много. Казалось, каждый день я слышал о каких-то новых перспективах: Circle K, House of Fabrics и т.д., — которые были привлекательнее вчерашних.

Частота производимых мной операций неизменно приводила к ежегодной проблеме: объяснять мои действия с позиции здравого смысла акционерам, которые читали отчет о деятельности фонда. «Magellan переключился с циклично развивающихся компаний, которые выросли в цене, на нецикличные, которые, возможно, принесут доход при последующей продаже» — это пример объяснения моей стратегии в один из отчетных периодов. На следующий год я писал: «Magellan снизил свое присутствие в компаниях, на доходы которых может повлиять замедление экономики в целом. Тем не менее фонд делает крупные инвестиции в компании с циклическим развитием, которые явно недооценены».

Просматривая эти отчеты сегодня, я понимаю, что многие из акций, которые я держал по нескольку месяцев, мне следовало держать гораздо



дольше. Это было бы не безапелляционной приверженностью, а естественным желанием держаться компаний, которые становились все более и более перспективными. «Список раскаявшегося продавца» включает такие компании, как Albertson's, акции которой выросли в 300 раз; Toys "R" Us (то же самое); уже упомянутая Pic 'N' Save; Warner Communications, от покупки акций которой меня отговорил технический аналитик; Federal Express, акции которой я купил за 5 долл. и предусмотрительно продал за 10, чтобы затем стать свидетелем того, как за два года они взлетят до 70 долл.

Отказавшись от этих отличных компаний ради более мелких, я стал жертвой широко распространенной практики «выпалывания цветов и полива сорняков» (это одно из моих любимых выражений). Уоррен Баффетт, известный своим мастерством инвестирования, а также писательским даром, позвонил мне однажды вечером, чтобы попросить разрешения использовать его в одном из своих годовых отчетов. Для меня это была большая честь. Говорят, некоторые инвесторы покупают акции компании Buffett's Berkshire Hathaway (они стоят по 11 тыс. долл. за штуку), только чтобы получать адресную рассылку отчетов Баффетта. Это делает подписку на журнал Berkshire Hathaway самой дорогой в истории человечества.

## **ПРИГЛАШЕНИЕ UNION CARBIDE НА ОБЕД**

В течение четырехлетнего периода, когда Magellan был закрыт для новых клиентов и большой отток клиентов ( $\frac{1}{2}$  всех акций) вынуждал продавать, чтобы покупать, я познакомился с широким спектром компаний и отраслей и понял факторы, влияющие на рост и падение в каждом конкретном случае. Тогда я и не подозревал, что учился тому, как управлять многомиллиардным фондом.

Один из самых важных уроков — ценность самостоятельных исследований. Я посетил десятки штаб-квартир компаний и познакомился с еще большим количеством их представителей на региональных конференциях по инвестированию, и все больше официальных лиц (200 в год или около того в начале 1980-х) приходили в Fidelity.

В Fidelity была введена практика так называемых «корпоративных обедов». Это вытеснило старую систему, при которой мы обедали в офисе со своими коллегами или брокерами и болтали о гольфе или Boston Red Sox. Брокеры и друзья-коллеги — отличная компания, но не столь ценная,

как генеральные директора или инвесторы, которые знали, как идут дела, например, в страховом или алюминиевом секторах.

Обеды скоро переросли в завтраки и ужины, пока, наконец, в столовых Fidelity мы не «прогрызли» дорогу через S&P 500. Каждую неделю Натали Тракас выкладывала распечатанное меню, похожее на то, которое дают детям в школах (спагетти в понедельник, гамбургеры во вторник), только наше меню было списком гостей (понедельник — AT&T или Home Depot, вторник — Aetna, Wells Fargo или Schlumberger и т. д.). Всегда было из чего выбрать.

Так как просто физически невозможно было посещать все информационные приемы пищи, я решил встречаться с представителями тех компаний, в которые не инвестировал, просто чтобы знать, что я теряю. Если у меня, например, было маловато акций нефтяных компаний, я непременно приходил на обед с представителем какой-нибудь нефтяной фирмы, и эти встречи часто приводили к тому, что я узнавал свежие новости о последних событиях в этой циклической отрасли.

Это тот вид информации, который всегда доступен людям, прямо или косвенно вовлеченным в бизнес: производителям и поставщикам либо, в случае с нефтяным бизнесом, продавцам танкеров, владельцам автозаправочных станций или поставщикам оборудования — всем, кто непосредственно наблюдает за изменениями и извлекает из них выгоду.

Бостон, будучи столицей такой отрасли, как взаимные фонды, позволял нам встречаться с представителями сотен корпораций в год, не выезжая за пределы города. Исполнительные директора и финансисты могли лично посещать Putnam, Wellington, Massachusetts Financial, State Street Research, Fidelity и др., выискивая потенциальных покупателей их последних публичных предложений или их акций.

Вдобавок к приглашению компаний на завтрак, обед или ужин аналитики или управляющие фонда могли посещать послеобеденные мини-обсуждения в одном из конференц-залов в Fidelity. Частенько наши посетители брали инициативу в свои руки, приходя по собственному желанию, но мы также выступали организаторами многих из этих встреч.

Я мог час или около того проговорить с парнем из Sears и узнать много интересного о продажах ковров; вице-президент Shell Oil просвещал меня по поводу рынков нефти, газа и нефтепродуктов (своевременная подсказка от Shell Oil подтолкнула меня быстренько продать акции этиленовой компании, которая вскоре развалилась). Представитель Kemper сообщал мне, когда ожидать роста ставок страхования. В двух из десяти этих случайных встреч я узнавал что-то важное.

Я поставил себе за правило хотя бы раз в месяц обязательно общаться с представителем каждой из основных отраслей — просто на случай, если

в бизнесе происходили изменения или какие-либо важные события, которые Уолл-стрит оставила без внимания. Это была очень эффективная система раннего предупреждения.

Я всегда заканчивал эти встречи вопросом: «Кого из ваших конкурентов вы уважаете больше всего?» Когда генеральный директор одной компании признает, что компания-конкурент работает так же хорошо или лучше, — это высшая похвала. Результатом часто было то, что я сразу же покупал акции конкурента.

Нужная нам информация отнюдь не была совершенно секретной или доступной только посвященным — наши гости были рады делиться своими знаниями. Я обнаружил, что абсолютное большинство корпоративных представителей были объективны и откровенны в своих оценках сильных и слабых сторон их бизнеса. Когда дела шли плохо, они признавали это, а когда считали, что дела пошли в гору, они также говорили мне об этом. При определенных обстоятельствах люди становятся циничными и подозрительными, особенно когда дело касается денег, но среди тысяч моих собеседников, желавших, чтобы я инвестировал в их компанию, можно по пальцам пересчитать тех, кто обманывал меня.

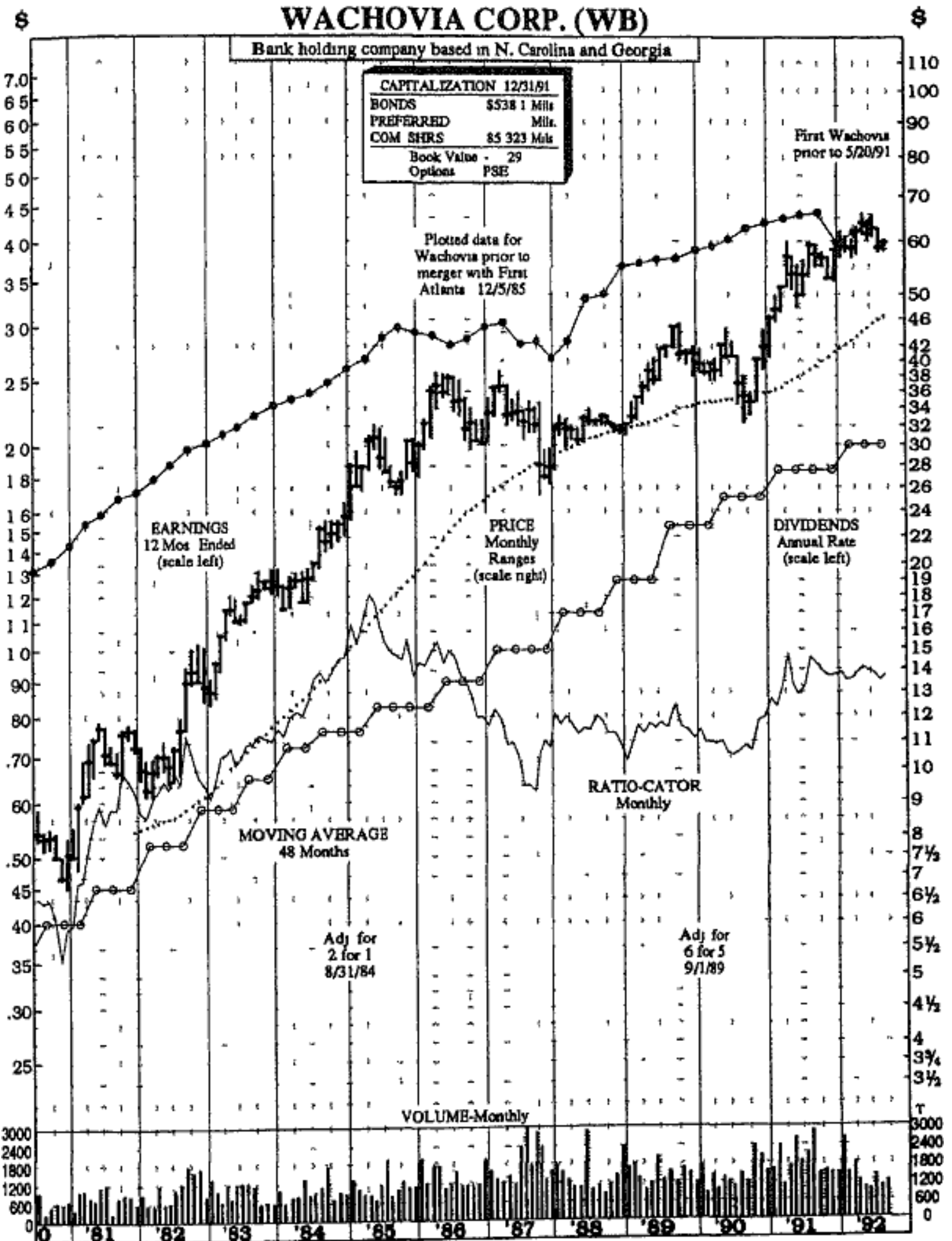
Возможно, и в самом деле лгунов на Уолл-стрит меньше, чем на Мейн-стрит. (Вы были первыми, кто это услышал!) Это не потому, что финансисты ближе к ангелам, чем коммерсанты, просто финансистам настолько многие не доверяют, что каждое их заявление рассматривается SEC\*, так что им просто запрещено давать ложную информацию. Те же подвохи, которые остаются незамеченными, будут обнаружены уже в следующем ежеквартальном отчете о доходах.

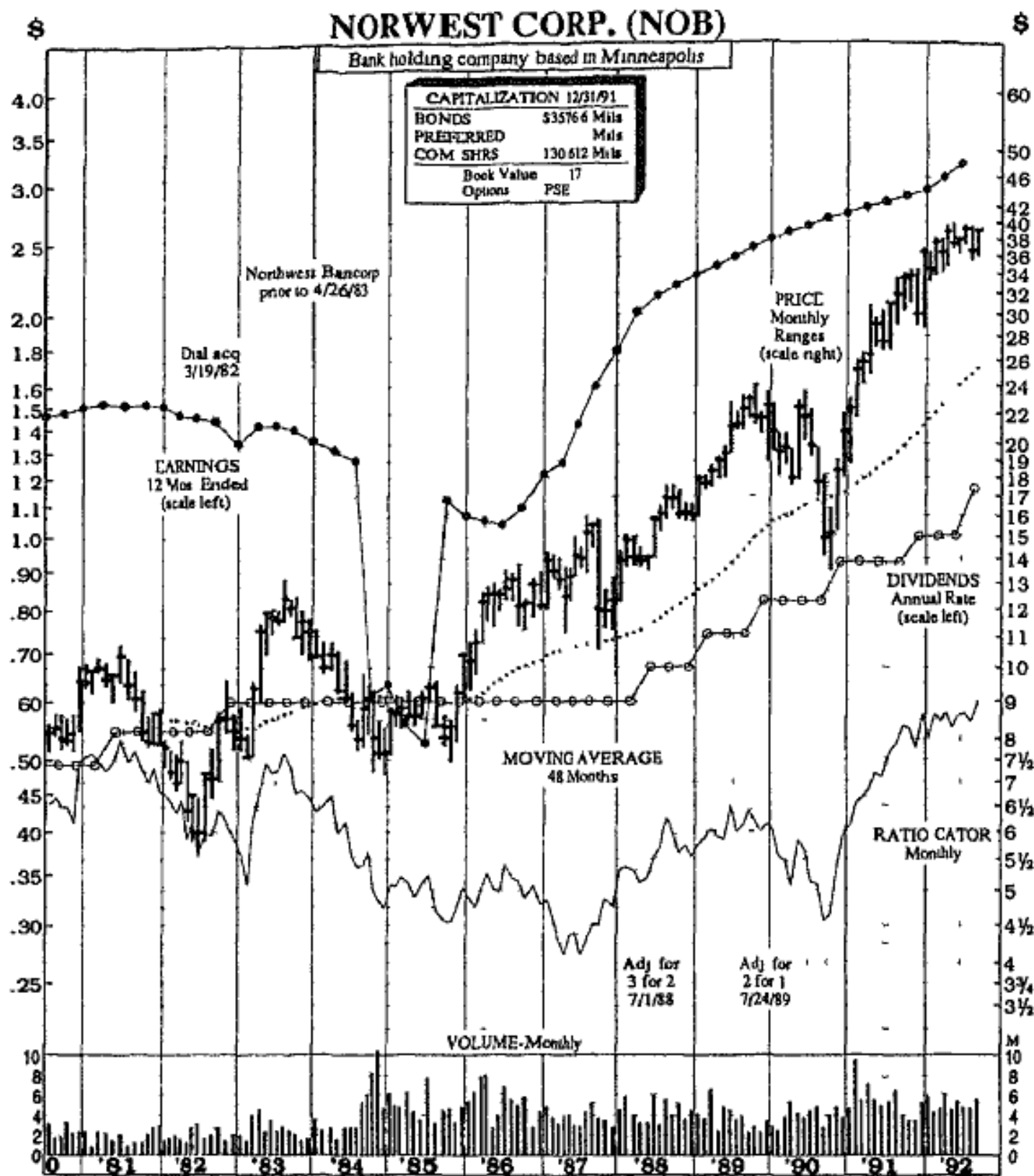
Я всегда записывал имена тех, с кем встречался на обедах и собраниях. Многие из этих людей стали ценными источниками информации, и я неоднократно обращался к ним в течение многих лет. Они учили меня основам: что искать в балансовых отчетах и какие вопросы задавать представителям отраслей, о которых я имею очень поверхностное представление.

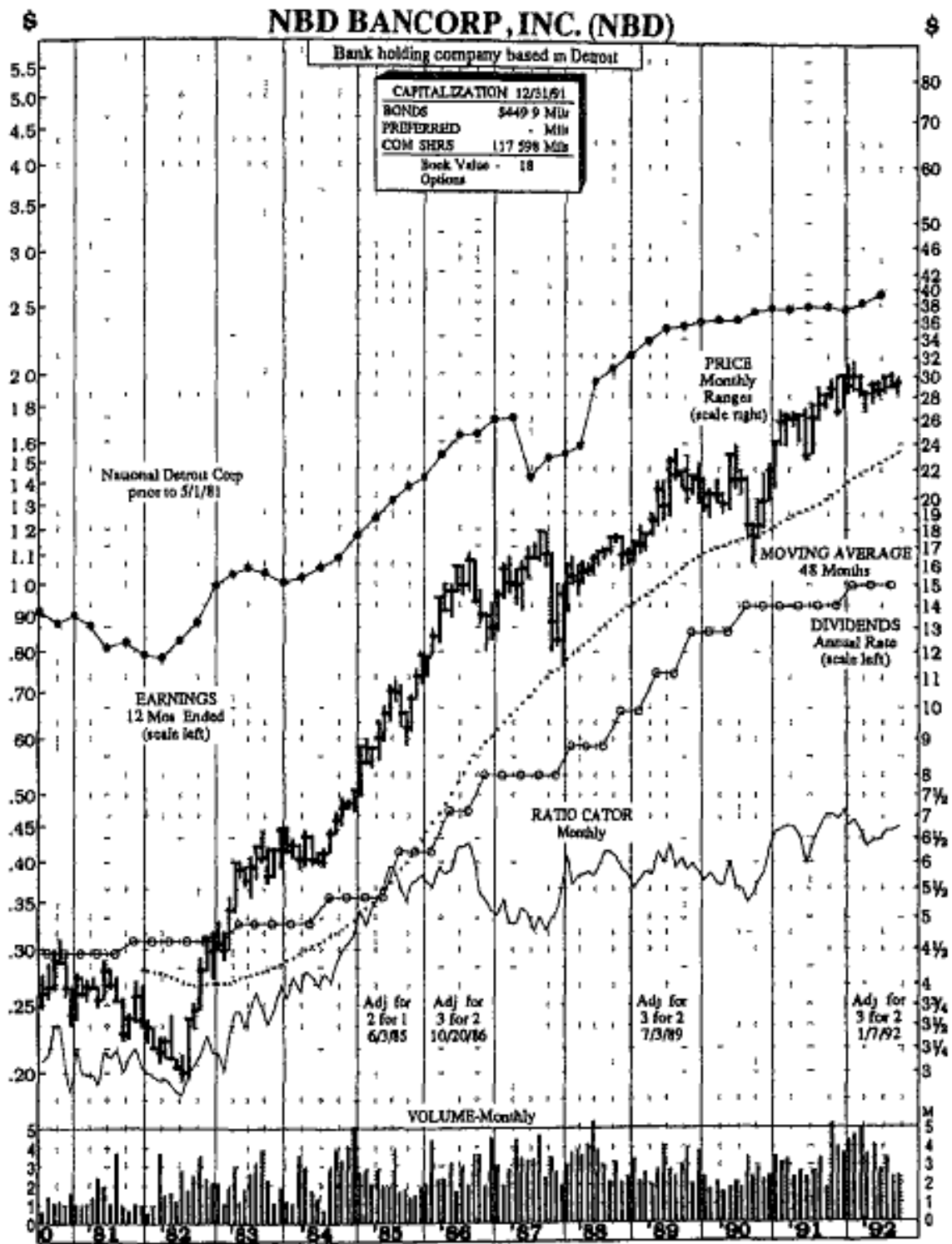
Я ничего не понимал в страховании, пока не встретился с людьми из Aetna, Travelers и Connecticut General в Хартфорде. За пару дней они обучили меня делу методом погружения. У меня никогда не было такого же чутья, как у профессионала-страховщика, но я понял факторы, влияющие на рост и падение доходов. После этого обучения я стал задавать правильные вопросы.

---

\* Комиссия по ценным бумагам и биржам — создана актом Конгресса США в 1934 году в целях предотвращения повторений биржевых крахов, подобных обвалу 1929 года, вызвавшего Великую депрессию; следит за соблюдением и вводит правила торговли на биржах США — *Прим перев*







Процентные ставки достигли рекордных уровней в 1980 году, заключительном для администрации президента Картера, когда Федеральный резервный банк сдерживал темпы роста экономики. В этой атмосфере банковские акции продавались ниже их балансовой стоимости, несмотря на отличные перспективы роста этой отрасли. Я понял это, не сидя за столом и представляя, что бы случилось, если бы процентные ставки понизились. Я узнал об этом на региональной конференции по инвестированию, организованной Robinson-Humphrey в Атланте.

На самом деле, еще до поездки на конференцию я начал задумываться о банках. Во время затишья в работе, устав от презентаций, не содержащих информации о прошлой деятельности и доходах компаний, я нанес визит в First Atlanta. Это была компания с двенадцатилетним стажем постоянного повышения доходов. Ее доходы были больше, чем объемы продаж во многих компаниях, которые сделали блестящие презентации на конференции. Очевидно, инвесторы тогда не обратили внимания на First Atlanta, которая поднялась на 30 пунктов к моменту своего слияния с Wachovia of North Carolina пять лет спустя.

Уолл-стрит будоражило из-за всевозможных компаний, которые могли остаться на плаву, а могли и утонуть, а такие надежные банки, как First Atlanta, продавались за половину рыночного коэффициента «цена/прибыль».

С того самого дня, когда я впервые услышал историю First Atlanta, я был впечатлен качествами региональных банков и озадачен недостаточно высокой оценкой их инвесторами. Инвестиционные группы почти не замечают их. Попросите фондового управляющего угадать, что это за компании достигли столь впечатляющих результатов, отраженных на рис. 4-2, 4-3 и 4-4, и он, возможно, упомянет Wall-Mart, Philip Morris или Merck. Подобные результаты свойственны, скорее, быстрорастущим компаниям. Кто бы мог подумать, что все это банки? На рис. 4-2 изображены показатели эффективности Wachovia, цена акций которой увеличилась в 10 раз за 10 лет; на рис. 4-3 — Norwest из Миннеаполиса, а рис. 4-4 представляет результаты NBD Bancorp из Детройта.

Я до сих пор удивляюсь тому, что банк вроде NBD, который в течение 10 лет давал рост в те же самые 15%, что и Pep Boys, или Dunkin' Donuts, или любая другая быстрорастущая компания, получает низкий коэффициент «цена/прибыль» на фондовом рынке. Принимая во внимание то, как инвесторы относятся к банкам, можно подумать, что это отжившие свое компании коммунальных услуг, которые едва сводят концы с концами.

Эта недооценка региональных банков предоставляет отличные возможности для инвестирования. Вот почему Magellan постоянно имел в 4 или 5 раз больше банковских акций, чем в среднем по рынку. Одним из моих любимцев, который прыгнул от 2 до 80 долл. за акцию, был

Fifth Third\* — как можно было отказаться от банка с таким названием? Затем был Meridian, в штаб-квартиру которого не заходил ни один инвестор в течение многих лет, и KeyCorp со своей теорией «ледяного пояса», заключающейся в покупке маленьких банков и сберкасс в горных регионах, где люди в основном экономны и консервативны и, следовательно, склонны выполнять свои обязательства.

Но моими лучшими инвестициями в банки была покупка пакетов акций трех региональных банков, о которых идет речь на страницах 95–97. Я всегда ищу банки, у которых сильная база местных депозитов и которые эффективны и осторожны в коммерческих займах. 50 самых выгодных вложений Magellan в акции банков перечислены на стр. 139.

Так, неспешно покупая акции банков, к концу 1980 года я инвестировал 9% активов фонда в 12 различных банков.

В годовом отчете в марте 1981 года я был рад отметить, что акционеры Magellan почти удвоили свои финансовые вложения: стоимость активов фонда поднялась на 94,7% по сравнению с мартом 1980 года, в то время как индекс S&P 500 поднялся на 33,2%.

Пока Magellan опережал рынок в течение 4 лет подряд, количество акционеров, тем не менее, продолжало уменьшаться: в этот период была погашена треть всех паев фонда. Я не знаю, почему это произошло, но думаю, что люди, которые автоматически попали в Magellan в результате нашего слияния с Essex, дождались момента, когда их потери окупились, и вышли из игры. Даже в успешном взаимном фонде можно потерять деньги, особенно если позволить эмоциям управлять решениями о покупке или продаже.

Рост Magellan был заторможен превышением сумм выплат инвесторам, выходящим из фонда, над капитальными доходами. То, что должно было быть восьмидесятимиллионным фондом благодаря четырехкратному увеличению стоимости портфеля за 4 года, было только пятидесятимиллионным фондом. В середине 1980 года Magellan владел акциями 130 компаний, причем от 50 к 60 акциям в портфеле фонда я пришел в течение первых двух лет. Выплаты выходящим пайщикам вынудили меня спуститься до 90 акций.

В 1981 году Magellan слился с Salem Fund, объединяя пуритан и португальских колонизаторов. Слияние с Salem Fund не дало никаких результатов. Сначала объединенный фонд назывался Dow Theology Fund, и его потери привели к еще одному крупному пролонгированному налоговому убытку. Уоррен Кэзи превосходно управлял Salem в течение двух лет после первичного объявления о слиянии в 1979 году, но фонд по-прежнему был слишком мал и вследствие этого нерентабелен.

\* «Пятая треть». — Прим. ред.



Только в этот момент, после слияния с Salem, Magellan в конце концов был открыт для клиентов. То, что фонд так долго оставался закрытым, свидетельствует о непопулярности инвестирования в акции. Вместо того чтобы снова воспользоваться услугами брокеров со стороны, которые 10 лет назад продавали акции фонда, ходя по квартирам и домам, генеральный директор Fidelity Нед Джонсон решил развивать отдел продаж в самом Fidelity.

Первым нашим нововведением была 2%-я комиссия при покупке паев Magellan, то есть премия фонду составляла 2%. Это так хорошо сработало, что мы решили поднять премию фонда до 3%, чтобы несколько снизить ажиотаж. Затем мы попробовали увеличить темп продаж, предложив скидку в 1% на эту 3%-ю комиссию любому, кто покупал паи фонда в течение 60 дней.

Этот хороший маркетинговый ход едва не провалился, когда мы дали неверный номер телефона в рекламных объявлениях. Потенциальные клиенты фонда, звонившие в отдел продаж Fidelity, попадали в массачусетскую офтальмологическую клинику. Несколько недель подряд больнице пришлось отвечать, что это не взаимный фонд, — возможно, это было самым обидным из того, что они когда-либо слышали о своей больнице.

В какой-то момент описываемых мною событий, в 1981 году Magellan впервые пересек стомиллионный рубеж. В это время интерес общественности к нам возрос. И что же? Акционерный рынок развалился. И как это часто случается, именно в тот момент, когда люди начинают ощущать, что вернуться к акциям безопасно, происходит коррекция на рынке акций. Но, несмотря на это, Magellan умудрился принести 16,5% годового дохода.

Неудивительно, что у Magellan был хороший старт. Мои худшие 10 акций в 1978 году имели коэффициент «цена/прибыль», равный 4 и 6, а в 1979 году — 3 и 5. Когда акции хороших компаний продаются в 3–6 раз выше доходов, акционер едва ли окажется в проигрыше.

Моими фаворитами в те годы были так называемые вторичные акции, то есть акции компаний второго эшелона — мелких или средних компаний, включая магазины розничной торговли, банки и т. д. В конце семидесятых многие управляющие фондами и эксперты говорили мне, что звездный час вторичных акций прошел и настало время инвестировать в «голубые фишки». Я рад, что не последовал их совету. Акции компаний первого эшелона были в два раза дороже акций компаний второго эшелона, и ничего впечатляющего с «голубыми фишками» не происходило. Миниатюрность не только привлекательна, но может быть еще и прибыльной.

## ГЛАВА 5

---

# MAGELLAN

## СРЕДНИЙ ПЕРИОД

### ДАЛЕКО НЕ ТЕАТР ОДНОГО АКТЕРА

Мой рабочий день начинался в 6:05 встречи с Джеффом Муром, моим другом из Марблхед, который подвозил меня в город на своем саабе. Рядом с ним на переднем сиденье сидела его жена Бобби. Оба они работали рентгенологами.

Было еще темно. Пока Джефф рулил, Бобби изучала рентгенограммы, поднося их к лампочке над пассажирским сиденьем. Я сидел сзади и при слабом освещении тоже изучал ежегодные отчеты и свои графики, которые, к счастью для пациентов Бобби, не попали в их истории болезни. Мы почти не разговаривали.

К 6:45 я был в своем офисе, но не один. Fidelity было тем странным заведением в Новой Англии, в офисах которого даже в выходные набиралось сотрудников на две баскетбольные команды: аналитики и фондовые менеджеры приезжали засветло. Сомневаюсь, что в этот час наши конкуренты в своих офисах могли сыграть хотя бы в бадминтон.

Но мы не играли в баскетбол — мы работали. Неду Джонсону нравилось, когда его сотрудники выкладывались полностью. Сам он обычно трудился с 9:30 до 21:30.

Из груды бумаг на моем рабочем столе я выуживал свои замысловатые средства производства: путеводитель по акциям индекса S&P, который выдается бесплатно в любой инвестиционной конторе, антикварную Rolodex, чистые желтые бланки, карандаши, массивный калькулятор Sharp Compet с очень крупными кнопками, которым я пользуюсь уже более 15 лет. Экземпляры старых путеводителей S&P лежали стопкой на моем столе. На отдельной подставке позади стола находился терминал Quotron.

Самая первая версия Quotron работала так: вы печатаете символ акции, нажимаете «ввод», после чего появляется цена этой акции на текущий момент. В режиме ожидания экран остается пустым. Более поздние версии Quotron, которые вам, возможно, знакомы, выводят на экран сразу весь портфель и цены всех акций, автоматически обновляемые в течение дневных торгов. Пустой экран лучше, потому что в него невозможно уставиться и сидеть весь день, непрерывно наблюдая за ростом и падением акций, как делают многие современные управляющие фондами. Когда у меня появилась новая версия Quotron, мне приходилось выключать монитор, потому что картинка слишком будоражила.

В ценные часы до открытия рынка и до того, как телефоны начинали звонить, я просматривал отчеты покупок-продаж предыдущего дня, подготовленные служащими Fidelity. Эти так называемые «ночные» списки отражали итоги работы управляющих фонда. Я просматривал внутренние отчеты аналитиков о том, что они выяснили, разговаривая с представителями других компаний, и читал *The Wall Street Journal*.

К 8 утра или около того у меня был готов новый список покупок-продаж, состоящий в основном из акций компаний, купленных мною вчера или позавчера. Делал я это для того, чтобы постепенно создать хороший пакет по разумным ценам. Затем я звал своего главного трейдера Барри Лидена, который работал этажом ниже, и отдавал ему мои заказы.

Между моим офисом и этажом трейдеров был своего рода мост, который соединял девятиэтажный провал и создавал ощущение ходьбы по канату, натянутому над глубоким каньоном. Вероятно, это было сделано специально для того, чтобы управляющие не беспокоили трейдеров лично. В моем случае это работало.

Сначала мой главный трейдер был моим единственным трейдером, но к концу 1983 года, когда Magellan вырос и покупки-продажи стали более сложными, у меня в подчинении появился еще один человек — Карлин Де Лука. Карлин совершала продажи, а Лиден — покупки. Оба были очень терпеливы со мной, и я старался предоставить им некую степень свободы в выполнении работы.

Торги волновали меня меньше всего. Оглядываясь назад, я понимаю, что, возможно, тратил на них многовато времени — час в день вместо десяти минут. Продавать и покупать было интересно, но было бы лучше, если бы оставшиеся пятьдесят минут я использовал на звонки в еще пару компаний. Это один из ключевых моментов успешного инвестирования: сосредотачивайте внимание на компаниях, а не на акциях.

Передав подготовленный список трейдеру, я возвращался к своей основной задаче — отслеживал развитие компаний. Мои методы не сильно

отличались от методов пронырливого журналиста: чтение документов с целью поиска зацепок, разговоры с посредниками — аналитиками, менеджерами по связям с инвесторами — и затем обращение напрямую к первоисточникам — компаниям как таковым.

После каждого состоявшегося разговора — по телефону или лично — я имел привычку делать пометку в отрывном блокноте: название компании, текущая цена акций и краткое содержание разговора. Думаю, такая привычка полезна любому менеджеру. Если вы не ведете записей, сложно помнить причины приоритетных покупок.

Magellan рос, росла и моя библиотека записных книжек и количество времени, которое я тратил на их просмотр. Я стал реже посещать корпоративные обеды, несмотря на их полезность, предпочитая более эффективную практику жевания бутербродов в перерывах между телефонными звонками. Я уже накопил достаточно информации с предыдущих обедов, так что большую часть необходимых данных я получал по телефону.

Вне моего кабинета четыре секретарши во главе с Раулиной Салливан были заняты переключением моих звонков. Они кричали: такой-то на линии номер один, — и я поднимал трубку. Редко кто-нибудь отваживался зайти в мой кабинет надолго: сидеть можно было разве что на полу, так как стулья превратились в добавочное место для папок.

Если я покидал свой пост, то исключительно ради бутылки диетической кока-колы из офисного холодильника либо по нужде. Между моим кабинетом и ближайшим туалетом был маленький коридорчик, где представители компаний и приглашенные аналитики ожидали назначенного времени встречи с управляющими фондами. Как правило, это были знакомые мне люди. Я избегал встречаться с ними, используя черный ход и более отдаленный туалет. Иначе мне пришлось бы тратить время на пустую болтовню, чего я не хотел.

## **МОИ НЕ ТАКИЕ ТИХИЕ ПАРТНЕРЫ**

Magellan — это далеко не театр одного актера. Начиная с 1981 года у меня всегда был один или больше талантливых ассистентов, которые делали то же, что и я: звонили в компании или аналитикам с целью сбора последней информации об изменениях. Мой первый ассистент Рич Фентин установил стандарт качества. Впоследствии он управлял фондами Fidelity Growth и Fidelity Puritan.

После Фентина у меня было несколько других ассистентов, которые столь многому научились на моих ошибках, что тоже потом успешно управляли фондами: Дэнни Фрэнк работал в Special Situations, Джордж Нубл основал Overseas Fund, Боб Стански работал в Growth, Уилл Данофф — в Contrafund, а Джефф Виник сейчас управляет Magellan. Затем были Джефф Бармейер (ныне покойный), Деб Уилер, Джордж Домолки, Кари Файерстоун и Беттина Дултон (сейчас ассистент Виника).

Благодаря своим энергичным помощникам я умудрялся быть в нескольких местах одновременно. Они доказали, что лучший способ получить наибольшую отдачу от сотрудников — предоставить им возможность взять на себя полную ответственность. Обычно они добивались этого в ходе работы.

Fidelity осуществляла эту теорию на практике, возлагая на управляющих фондами ответственность за проведение собственных исследований. Это требование было добровольно-принудительным и не всегда популярным среди моих коллег. Согласно традиционной схеме, фондовый менеджер выбирает акции по рекомендации аналитиков, основываясь на их исследованиях. Это очень удобно для управляющих и совершенно безопасно для их карьеры, так как, если акции провалятся, они могут обвинить аналитиков в предоставлении ложной информации. Тот же самый трюк использует обыватель, когда теряет деньги, вложенные по совету дяди Гарри. «И почему только дядя Гарри такой тупица?» — говорит он своей жене, когда она узнает плохие новости. То же самое говорит в случае неудачи менеджер фонда своим боссам об аналитиках.

Зная, что вся вина ляжет на их плечи, аналитики быстро обучаются приемам самообороны, отказываясь от экспериментов. Вместо изобретения интересных схем инвестирования они предлагают управляющим выбирать «заезженные» компании типа IBM. Поскольку они рекомендуют традиционно приемлемые акции, их не будут слишком сильно критиковать, если квартальные результаты фондовых менеджеров окажутся неудачными.

В Fidelity этого не было. К счастью или к несчастью, управляющие сами проводили независимые исследования и отвечали за результаты. Аналитики параллельно проводили исследования и сообщали о своих выводах менеджерам, которые были вправе принять или отвергнуть их рекомендации. Таким образом, исследований проводилось в два раза больше, чем при обычной схеме разделения труда.

Для каждого нового фонда, открываемого Fidelity, требовался новый управляющий, который к тому же работал и как аккумулятор фактов. Так что с увеличением количества фондов росло и качество

информированности всей компании. Советы моих коллег были чрезвычайно ценны для меня, так как Magellan был фондом роста капитала и, следовательно, у меня была широчайшая свобода выбора акций для покупки. Поэтому я внимательно прислушивался к рекомендациям наших специалистов по особым ситуациям, акциям малых компании, акциям быстрорастущих компаний, акциям, обращающимся вне официальной фондовой биржи, и т. п.

Я был страстным приверженцем запуска новых фондов, таких, например, как OTC Portfolio (фонд внебиржевых акции), Overseas Fund (фонд акции иностранных компаний) и Retirement Growth Fund (пенсионный фонд, инвестирующий в акции быстрорастущих компаний). Большинство из них стали достаточно популярными, но даже если бы этого не произошло, они увеличивали штат наших сотрудников и, соответственно, наши возможности проникновения в неизведанные уголки рынка. Я в полной мере использовал сделанные ими открытия. Донни Фрэнк из Special Situations первым разглядел потенциал Fannie Mae и еще некоторых успешных компаний; Джордж Вандерхайден из Destiny Fund привел меня к Owens-Corning, Том Свини из Capital Appreciation навел меня на одно из моих лучших вложений — Envirodyne.

Новые фонды также открывали новые карьерные возможности нашим молодым талантливым аналитикам, которых в противном случае могли переманить конкурирующие компании. Результатом стала одна из самых лучших команд биржевых игроков, которая когда-либо собиралась.

Еще в начале моей карьеры мы формализовали обмен информацией. Наши нерегулярные перешептывания в коридоре около холодильника легализовались плановым заседанием в конференц-зале, где аналитики и фондовые менеджеры докладывали о сделках недели.

Позже я председательствовал на этих совещаниях с маленьким кухонным таймером, который устанавливал якобы на три минуты — официальный лимит времени для любой защиты или объяснения того или иного выбора акций. На самом же деле я постепенно сокращал время, на которое устанавливал таймер, до тех пор пока не дошел до полутора минут. Сейчас, по истечении срока давности, я честно признаюсь в этом.

Люди были слишком увлечены своими докладами, чтобы заметить подвох. В любом случае 90 секунд — достаточное время, чтобы описать ценные бумаги. Если вы хотите инвестировать в компанию, вы должны простым языком (чтобы было понятно и пятикласснику) и достаточно быстро (чтобы пятиклассник не заскучал) объяснить почему.

Эти наши собрания не были гладиаторскими боями. Уолл-стрит — конкурентная среда, где выживает сильнейший, но битва — это не лучший

способ выяснения правды о ценных бумагах. Когда тебя в открытую критикуют за твои идеи, в следующий раз ты предпочтешь не высываться. А когда на тебя сыплется куча критических замечаний со всех сторон, ты точно потеряешь веру в собственные изыскания.

Враждебность может не сразу повлиять на твою уверенность в себе, но неприятный опыт не забывается. Я помню, как все смеялись над моими словами о том, что акции Chrysler за 5 долл. — исключительно выгодная сделка. Год или более спустя, когда эти акции стоят уже 10 долл., однажды ночью в незанятой размышлениями голове вдруг возникает мысль, что «может быть, те умные люди были правы?». На следующее утро ты просыпаешься и продаешь свои акции по 30 долл. за штуку, а спустя какое-то время понимаешь, что зря это сделал.

Чтобы не испытывать коллег на прочность, нам не разрешалось комментировать выступления — слушатели могли либо следовать советам, либо игнорировать их. Я старался сосредотачиваться на качестве идеи, а не качестве говорящего. И зачастую наиболее ценная информация исходила от людей, чьи навыки по выбору акций намного превосходили их ораторские способности. Поэтому я всегда старался прислушиваться к идеям некрасноречивого контингента и вне собраний, когда таймер не ограничивал их.

В конце концов еженедельные собрания были заменены ежедневными аналитическими записками, так как все аналитики и фондовые менеджеры не могли разместиться в одной комнате.

Двумя другими источниками информации, часто очень ценной, были аналитики и фондовые менеджеры вне Fidelity. Как минимум раз в неделю я говорил с менеджером фонда-конкурента, кроме того, время от времени мы сталкивались друг с другом на улице или на конференциях. Едва поздоровавшись, мы спрашивали друг у друга: «Что тебе приглянулось?» Так общаются управляющие фондами. Мы никогда не спрашивали: «Как жена, как дети?» или «Ты видел бросок Лари Бэда?», а всегда: «Что тебе приглянулось?» А затем шел короткий обмен новостями: «В Delta налаживаются дела» или «Думаю, Union Carbide пошла в гору».

Мы были конкурентами в плане того, как дела наших фондов отражаются в *Lipper*, *Barron's*, *Forbes* и т.д. И то, насколько мы были успешнее по сравнению с другими фондами, определяло, сколько новых финансовых ресурсов мы сможем привлечь в следующем году. Но конкуренция не была препятствием для разговоров о наших предпочтениях в ценных бумагах, по крайней мере после того, как все запланированные акции были приобретены.

Никто не будет ожидать от тренера Washington Redskins, что он поделится своими лучшими игроками с тренером Chicago Bears, но мы с

радостью делились нашими списками покупок. Если ты дал хорошую идею конкуренту, он вернет той же монетой.

Советы аналитиков из других фирм и сотрудников отделов продаж брокерских контор я слушал более избирательно. Здесь допустимы большие колебания в качестве. Опасно следовать рекомендациям брокерской фирмы, если вы ничего не знаете об их авторе. Некоторые высокочтимые аналитики почивают на лаврах в своих кондиционируемых кабинетах. Может, они и внесены в журнал *Institutional Investor* как суперзвезды, но это не означает, что они хоть раз за последние два года побывали в Colgate Palmolive.

Эксперт, потерявший чутье, — один из легиона на Уолл-стрит, и таких становится все больше. Аналитики проводят все больше времени за продажей и обоснованием идей своим начальникам и клиентам и все меньше времени уделяют поиску идей. Сегодня для аналитика нетипично ежедневно звонить в несколько компаний, и еще более сложно найти аналитика, который посещает компании лично.

Если мне удавалось встретить такого человека, я старался поддерживать с ним связь. Мэгги Джиллиам из First Boston, которая разглядела Home Depot и собрала ценную информацию о Limited, — хороший пример. Среди других назову имена Джона Келленьи из NatWest (специализировался по компаниям из сферы коммунальных услуг), Эллиот Шнайдер из Gruntal (финансовые услуги) и Джорджа Шапиро из Salomon Brothers (компания аэрокосмической промышленности). Аналитиков такого уровня всегда стоит послушать, особенно если вы позвонили им, а не наоборот.

Аналитики просто обожают хвастаться тем, как инициировали покупку акций какой-либо компании по цене 25 центов, а десять лет спустя они стали стоить 25 долл. Но более важно, продолжали ли они настаивать на покупке, когда акции поднялись до 5, 10, 15 долл. Первичный сигнал о покупке часто забывается, и, если аналитик ничего не делает дальше, клиентура потеряет шанс извлечь выгоду из акций с течением времени.

## **ТЕРПЕНИЕ ВОЗНАГРАЖДАЕТСЯ**

К тому времени как Magellan был открыт для клиентов в 1981 году, я стал более терпеливым инвестором. Наши пайщики тоже. Количество выходов клиентов из фонда стало низким, поэтому мне не приходилось продавать акции, добывая средства на покупку. Ежегодный оборот фонда упал почти на  $\frac{2}{3}$  — с 300% до 110%. Мои самые крупные вложения



(Nicol — производитель природного газа, Fedders — производитель кондиционеров, Service Corporation International — сеть похоронных агентств) не менялись в течение нескольких месяцев подряд.

Magellan был по-прежнему мал — стомиллионный фонд, пятый с конца в списке взаимных фондов прямых инвестиций. Я поделил деньги между двумястами различными акциями во всех видах компаний, которые только можно себе представить: John Blair — теле- и радиовещание; Tandy — владелец Radio Shack; Quixote — производитель пластиковых заграждений, используемых в целях безопасности ремонтными бригадами на автострадах; Telecredit; Zapata Corporation, в которую инвестировал Джордж Буш; Seven Oaks — производитель кассовых аппаратов для овощных магазинов; Irvin Bank; Chart House и Skipper's — сети ресторанов быстрого питания.

Я был все более и более заинтересован долгосрочным потенциалом сетей ресторанов быстрого питания. Расширяя операции в стране, эти компании могли поддерживать уровень роста в 20% в течение 10–15 лет. Эти цифры до сих пор остаются привлекательными: если доходы увеличиваются на 20% в год, то они удваиваются через 3,5 года и возрастают в 4 раза через 7 лет. Цена акций растет так же, а часто даже быстрее доходов, так как инвесторы готовы платить значительные премии в расчете на будущие перспективы компании (список моих 50 самых важных розничных торговых сетей приведен на стр. 140).

«Правило семидесяти двух» определяет, как быстро будут расти деньги: нужно число 72 разделить на выраженную в процентах прибыль за год на интересующую вас инвестицию. Результат — это количество лет, которое потребуется, чтобы удвоить ваши финансы. При 25% доходов ваши деньги удваиваются менее чем за 3 года, а при 15% — менее чем за 5 лет.

Наблюдая колебания в различных отраслях экономики, я заметил, что, когда в циклично развивающихся и недооцененных компаниях (при условии, что все идет хорошо) можно было увеличить вложения в 2–5 раз, доходы в сфере розничной торговли и ресторанного бизнеса были еще больше. Они не только росли с той же скоростью, что и высокотехнологичные быстроразвивающиеся компании (производство компьютеров, программного обеспечения, медицинские предприятия), но, кроме того, были менее рискованными вложениями. Компьютерная компания может в одночасье потерять 50% своей стоимости, если конкурент предложит лучший продукт, но франчайзинг сети закусочных в Новой Англии вряд ли потеряет клиентуру из-за более хорошего франчайзинга в Огайо. Конкуренту потребуется десяток лет, чтобы встать на ноги, и у инвесторов будет время, чтобы разглядеть его.

В конце 1981 года я заработал на Circle K, Convenience Stores и Penn Central, который фениксом возродился из пепла банкротства. Я продал акции Bally, компании игровых автоматов и оператора казино, и купил акции двух других компаний из индустрии развлечений — Elsinore и Resorts International. В начале 1982 года я снова купил Circle K. Моим самым крупным пакетом были акции Mattel, производителя игрушек, которые составляли в фонде 3%. Другими компаниями из моей «десятки лучших» в то время были: Chemical Bank; Pic 'N' Save — сеть магазинов уцененных товаров в Калифорнии; Verbatim — производитель дискет (в который раз мной овладела страсть к акциям высокотехнологичных компаний); Horn & Hardart — владельцы ресторанов Bojangles и бизнеса по заказу подарков почтой; Pep Boys — Manny, Moe & Jack.

Pep Boys, Seven Oaks, Chart House, Telecredit, Cooper Tire — сейчас я начинаю понимать, что у некоторых из моих любимых акций действительно было нечто общее. Это были акции компаний с хорошими балансовыми отчетами и благоприятными перспективами, но большинство портфельных управляющих не решились бы купить их. Как я уже упоминал раньше, управляющий портфелем, который думает о сохранении рабочего места, склонен покупать акции компаний типа IBM и избегать предприятий вроде Seven Oaks (уже упомянутая выше компания в сфере услуг с заводом в Мексике). Если акции Seven Oaks обвалятся, то обвинят того, кто порекомендовал включить эту компанию в портфель, но если рухнут акции IBM, винить будут саму IBM за то, что «расстроила Уолл-стрит».

Почему я отклонился от этой скучной общепринятой практики? Потому что в широко открытом фонде, каким был Magellan, никто не заглядывал мне через плечо. Во многих компаниях существует целая система «иерархии плеч», когда менеджер на более высокой позиции судит работу сотрудника, стоящего ниже его, и в то же время беспокоится о том, как его оценивает вышестоящий.

Когда вам приходится задумываться над тем, что думает вышестоящий менеджер о вашей работе, мне кажется, вы перестаете быть профессионалом. Вы больше не несете ответственности за свои действия. Это создает в вашем сознании сомнения по поводу вашей способности преуспеть в том, что вы делаете, — иначе зачем бы они отслеживали каждый ваш шаг?

Меня минула чаша сия: мои начальники не присматривали за мной. Мне была доступна роскошь покупать акции компаний, о которых никто не слышал, или продавать акции по 40 долл., потом менять свое решение и покупать их по 50 (возможно, мои начальники думали, что я сумасшедший, но не говорили мне об этом).

Мне не приходилось объяснять свой выбор акций на ежедневных или еженедельных совещаниях либо быть (вместе с моей стратегией инвестирования) объектом выбивающих из колеи критических замечаний.

Портфельным менеджерам и так хватает переживаний по поводу достижения более высоких показателей, чем среднерыночные. Не стоит увеличивать этот груз, требуя подчинения какому-либо плану или ежедневных объяснений применяемой стратегии. Согласно уставу фонда, работа управляющего оценивается раз в год на основании достигнутых фондом результатов. Но до этого момента никто не должен волноваться по поводу того, что мы покупаем Golden Nugget или Horn & Hardart вместо Reynolds Aluminum или Dow Chemical.

К 1981–1982 году я начал работать по субботам. Этот дополнительный день я посвящал уборке на своем рабочем столе. Мне нужно было прочесть пачку писем, которая иногда за день вырастала почти в метр. В феврале и марте я просматривал годовые отчеты. Я пролистывал свои записные книжки с корпоративными контактами, выискивая ситуации, в которых «обвалились» цены на акции (я всегда фиксировал цену акции и дату разговора с представителем компании), и отслеживая изменение базисных внерыночных показателей. Целью моей было к концу дня увидеть хоть часть столешницы пустой, но мне не всегда удавалось достичь этого.

Первая половина 1982 года на рынке ценных бумаг была ужасной. Базисная ставка выражалась двузначным числом, равно как инфляция и безработица. Народ победнее скупал золото, оружие и запасался консервами. Бизнесмены, которые 20 лет не были на рыбалке, смазывали рыболовные снасти и закупали крючки, готовясь закрыть свои овощные лавки.

Процентные ставки поднялись настолько, что в течение нескольких месяцев подряд самой большой позицией в фонде были долгосрочные казначейские облигации. Государство платило по ним 13–14% годовых. Я покупал облигации в целях защиты не потому, что боялся акций, как многие инвесторы. Я купил их, потому что доходы по ним превышали прибыли, которые можно было в той ситуации ожидать от акций.

Это приводит нас к 8-му принципу Питера, единственному исключению из общего правила о том, что владеть акциями выгоднее, чем облигациями:

**Когда доходы по долгосрочным государственным облигациям превысили доход по дивидендам от акций индекса S&P 500 на 6% и более, продайте акции и купите облигации.**

Было ясно, что, если процентные ставки поднимутся еще выше или надолго задержатся на этих уровнях, экономика войдет в ступор и самые худшие кошмары станут реальностью. Если бы это случилось, я был бы словно рыбак в шторм в открытом море и портфельная стратегия Magellan

волновала бы меня меньше всего. Но если этого не произойдет, я бы хотел инвестировать все средства в акции и долгосрочные облигации.

Почему инвесторы пытаются подготовиться к тотальной катастрофе, отказываясь от своих лучших инвестиций, — вне пределов моего понимания. Если произойдет катастрофа, деньги в банке столь же бесполезны, как и сертификаты акций. С другой стороны, если тотальной катастрофы не будет (что, как показывает история, более вероятно), «осторожные» ребята окажутся «безалаберными», потому что продали свои ценные активы за гроши.

В начале 1982 года я провел свой обычный аутотренинг, фокусируясь на долгосрочной перспективе, согласно которой худшее не случится, и затем задал себе вопрос: «Если нет, то что тогда?» Я подсчитал, что процентные ставки должны рано или поздно снизиться, а когда они снизятся, владельцы и акций, и долгосрочных облигаций заработают денег.

(На самом деле, S&P 500 с 1982 по 1990 год в четыре раза увеличил прибыль, а тридцатилетние государственные облигации были несколько более прибыльными. Затем, в 1991 году, когда акции S&P 500 поднялись еще на 31%, облигации не были прибыльными, еще раз доказав, что в долгосрочной перспективе акции приносят больший доход, чем облигации.)

По мере того как развивалась неблагоприятная ситуация, финансовые комментаторы продолжали делать нудные доклады о падении продаж на автомобильном рынке, словно это падение было бедой рынка. Мне же казалось, что вне зависимости от экономической ситуации люди непременно опять придут в выставочные залы автопродавцов. Если есть на земле что-то столь же неотвратимое, как смерть и распад Red Sox, так это то, что американцы покупали и будут покупать автомобили.

Именно эти рассуждения привели меня к Chrysler в марте 1982 года. На самом деле, я вышел на него случайно. Заинтересовавшись компанией Ford, получавшей большие прибыли в период роста продаж автомобилей, и поговорив с представителями компании, я убедился, что Chrysler получит еще большую прибыль. Как обычно, мои исследования одной возможности привели меня к другой, словно золотодобытчика, идущего вверх по золотоносной реке.

В то время акции Chrysler продавались по 2 долл., потому что Уолл-стрит ожидала банкротства этого третьего по величине автопроизводителя и повторения истории с Penn Central. Быстрая проверка балансовых отчетов показала, что у Chrysler было более миллиарда на счетах, в основном благодаря продаже его автозаправочного подразделения в General Dynamics. Так что слухи о неотвратимости провала Chrysler были сильно преувеличены. Chrysler, конечно, мог обанкротиться, но не раньше, чем

через несколько лет. Американское правительство гарантировало достаточно займов для Chrysler, чтобы обеспечить его выживание в краткосрочной перспективе.

Если бы продажи автомобилей были высоки, а Chrysler умудрялся бы вообще не продавать, я был бы пессимистично настроен в отношении его будущего. Но вся отрасль была в яме, и рано или поздно должен был наступить период выздоровления. Chrysler уменьшал свой долг и уже был близок к безубыточности при низких объемах продаж, так что у него был потенциал вырваться вперед, когда продажи вырастут.

В июне я съездил в штаб-квартиру корпорации, где увидел новые модели машин и поговорил с несколькими руководителями на собрании, организованном Бобом Джонсоном, специалистом по связям с инвесторами. Возможно, это был один из самых важных дней во всей моей более чем двадцатилетней карьере.

Встреча, на которую было отведено три часа, затянулась на семь, а короткий разговор с Ли Якокка превратился в двухчасовое совещание. В конце концов меня убедили не только в том, что Chrysler имеет все необходимые средства, для того чтобы оставаться в бизнесе, но так же и в том, что компания делает свои машины хорошо.

Dodge Daytona, Chrysler Laser и G-124 Turbo Car сходили со сборочных линий. G-124 могла разогнаться от 0 до 60 км/час быстрее, чем Porsche. Выпускались модели с откидным верхом для молодежи и спортивные New Yorker с передним приводом. Г-н Якокка был очень взволнован тем, что он называл «первой новинкой в автопромышленности за последние 20 лет» — транспортным средством под кодовым названием T-115. Это был так называемый мини-вэн Chrysler, который в последующие девять лет продавался в количестве 3 млн автомобилей в год.

Я был более впечатлен другими моделями, нежели мини-вэном, но именно он оказался продуктом, который спас компанию. Неважно, насколько хорошо, по вашему мнению, вы знаете бизнес, — всегда может случиться что-то, что вас удивит. В этом случае — прорыв в сфере дизайна и инженерной мысли, который случился не в Японии, Германии или Швеции, а в Детройте. Мини-вэн Chrysler побил продажи Volvo в США в соотношении пять к одному.

Chrysler был большой компанией с миллионами акций в обращении, что дало Magellan возможность приобрести крупный пакет ее акций. Она была так недооценена на Уолл-стрит, что все перестали следить за ее развитием. Весной и летом 1982 года я покупал их акции по очень низкой цене. К концу июля 5% активов Magellan были вложены в Chrysler — это максимальная доля в фонде, разрешенная SEC.

В течение осени Chrysler оставался моим приоритетом, даже по сравнению с Horn & Hardart, Stop & Shop, IBM и Ford. Если бы можно было, я бы увеличил присутствие Chrysler в фонде до 10% или даже 20%. И это несмотря на то, что большинство моих друзей и коллег говорили мне, что я сошел с ума и что Chrysler скоро обанкротится.

К октябрю мой вклад активов Magellan в облигации был снижен до 5%-го минимума. «Бычий» рынок начал торги, что называется, с места в карьер. Процентные ставки стали уменьшаться, и экономика проявила признаки жизни. Акции Chrysler вели рынок вверх, как обычно бывает в конце экономического спада. Я ответил продажей нескольких банковских и страховых акций. 11% фонда были в автопроме и 10% — в розничной торговле.

Эта перемена в инвестициях фонда была вызвана не газетными заголовками и не комментариями, которые делал председатель Совета Федерального резервного банка. Мои решения принимались на основе анализа каждого частного случая, когда компании сообщали мне, что дела начали налаживаться.

В течение этого периода Genentech объявила о публичном размещении по 25 долл за акцию и за один день выросла до 75 долл. Это был один из новых выпусков, который я купил.

В конце октября я впервые снялся в «Wall Street Week». Я увидел ведущего Луи Рукизера за минуту до включения камер. Он вошел в студию, наклонился ко мне и сказал: «Не волнуйтесь, у вас все получится, вас смотрят всего лишь миллионов восемь».

Рукизер начал программу с шутки о том, что политики пугают Уолл-стрит больше, чем гоблины. Затем три приглашенных (Дэн Дорфмен, Картер Рэндалл и Джулия Уолш) подбросили публике немного пиццы для размышлений: как обычно, было о чем беспокоиться, начиная с того, что индекс Dow упал на 36 пунктов в предыдущую пятницу. Газеты уже раздули этот «худший с 1929 года кризис, случившийся за один день», хотя это сравнение было абсурдным. Падение на 36 пунктов с 990 не одно и то же, что падение с 280, как это произошло перед Крахом 1929 года.

Сегодняшние непреодолимые препятствия завтра становятся чем-то совсем не стоящим внимания, и наоборот. Когда трех экспертов спросили о том, что может спугнуть рынок, они назвали автопроизводителя John Deere, Tylenol\* и большое количество членов Конгресса, которые могут потерять свои кресла после грядущих выборов. Господин Рукизер прочел

---

\* Осенью 1982 года недалеко от Чикаго, штат Иллинойс, пять женщин и двое мужчин скончались после принятия капсул ацетаминофена, произведенного компанией Tylenol — Прим. перев.

письмо зрителя, который был обеспокоен возможным банковским и ссудо-сберегательным кризисом, который мог уничтожить ресурсы Federal Deposit Insurance Corporation\*. Приглашенные эксперты считали, что шансы за то, что это произойдет, малы. Рукизер завершил дискуссию предположением, что правительство всегда сможет «напечатать еще немного баксов, если понадобится» — шутка, которая могла оказаться пророческой

Меня пригласили в студию словами «лучший выбирающий акции для взаимных фондов за последние пять лет» (возглавляемый мною фонд значился одним из первых в списке Lipper с 305% доходов за этот период) На мне был однотонный коричневый костюм и голубая рубашка — то, что носят на телевидении Я волновался. Участвовать в программе Рукизера о мире финансов — это все равно что открывать конверты на церемонии вручения призов от Киноакадемии

Рукизер задал мне пару вопросов для разминки, начав с «секрета вашего успеха». Я сказал, что посещал более 200 компаний в год и читал 700 ежегодных отчетов и что полностью согласен с мнением Эдисона о том, что «инвестирование — это 99% пота» (что и происходило со мной в тот момент) «Эдисон сказал это о гениальности, а не об инвестировании», — поправил меня Рукизер Я ничего не ответил: сложно быть остроумным, когда коленки дрожат.

Рукизер хотел побольше услышать о моем способе работы. Что я мог ему рассказать? — «Знаешь, Лу, я покупаю то, что мне нравится»? Я не сказал этого. Я сказал, что разделил портфель Magellan на две части: 1) акции медленно растущих и циклично развивающихся компаний и 2) консервативные акции. «Когда рынок идет вниз, я продаю консервативные акции и увеличиваю долю остальных. Когда рынок идет вверх, я продаю некоторые из лучших акций растущих и циклично развивающихся компаний и увеличиваю долю консервативных акций». Какое-либо совпадение между моей истинной стратегией и этой попыткой объяснить ее восьмимиллионной аудитории за пару минут — чистая случайность

Когда меня спросили о моих фаворитах, я назвал Basset Furniture, Stop & Shop, автопром в целом, особенно Chrysler. Автомобилестроение было в кризисе 2 года подряд, и Chrysler находился в хорошей ситуации для получения прибыли во время подъема. Выражая распространенное на Уолл-стрит мнение, Дорфмен поинтересовался, не были ли инвестиции в Chrysler слишком рискованными. «Я не боюсь рисковать», — парировал я.

Обстановка разрядилась, когда кто-то спросил о технологической компании. Я признался, что ничего не понимаю не только в технологии,

\* Федеральная корпорация по страхованию вкладов — Прим. перев

но и в том, «как работает электричество». В зале раздался смех, и Рукизер поинтересовался, не кажется ли мне, что я очень «старомодный парень». Мой чудесный ответ на тот вопрос был: «Нет, не кажется».

Несмотря на то что я заметно нервничал в шоу Рукизера, оно имело замечательные последствия для Magellan. Отдел продаж Fidelity без отдыха отвечал на телефонные звонки и принимал заказы. То, что было сто-миллионным фондом после слияния с Salem в 1981 году, стало к концу 1982 года фондом с активами в 450 млн долл. Новые финансовые средства вливались со скоростью, немыслимой 4 года назад: 40 млн долл. в октябре, 71 млн в ноябре, 55 млн в декабре. Рынку акций мы добавили много работы.

Вместо того чтобы продавать одни акции для покупки других, как я делал раньше, сейчас мне была доступна роскошь сохранять старые позиции при покупке новых. Поскольку нельзя было тратить все деньги на Chrysler, часть я инвестировал в других автопроизводителей, химические компании и розничную торговлю. За 3 месяца я купил акции 166 различных компаний. Некоторые из них были большими, но большинство — нет. Одно из многих интересных наблюдений в моей карьере: когда Magellan был маленьким фондом, я уделял больше внимания акциям крупных компаний, а когда он стал более крупным фондом, я обнаружил, что в основном покупаю акции мелких компаний. Это не было продуманной стратегией, просто так получилось.

Популярность Magellan продолжала расти в 1983 году. В феврале надо было инвестировать 76 млн долл., а в марте — еще 100 млн. Было бы легче найти акции для покупки при плохих рыночных условиях, но к началу 1983 года индекс Dow вырос на 300 пунктов по сравнению с низкими показателями 1982 года. Многие из акций технологических компаний поднялись до таких высот, каких они не достигнут более в течение 6–7 лет. Эти высокие цены были причиной торжества на Уолл-стрит, но мне было грустно. Меня бы больше порадовал спад в 300 пунктов, что создало бы много дешевых акций.

Дешевые акции — вот счастье истинного ловца. А то, что 10–30% собственного капитала теряется на распродаже, не повлечет за собой крупных последствий. Мы рассматриваем коррекцию не как катастрофу, а как возможность купить больше акций по низким ценам. Именно так зарабатываются большие состояния.

Chrysler продолжал оставаться моим самым крупным вложением (5% фонда) в течение почти всего года. Он удвоился в цене за 8 месяцев. Horn & Hardart, Stop & Shop, IBM продолжали оставаться в пятерке лучших. Я поддерживал позицию IBM в 3% (оказывается, это меньше, чем вес IBM в 4% от общей стоимости S&P 500). Возможно, я действовал,



---

руководствуясь ощущением: ты не управляющий фондом, если у тебя в портфеле нет акций «голубых фишек». В апреле фонд Magellan стал миллиардным — веха, которая вызвала ликование в офисе. Вскоре после этого в прессе было выражено предположение, что Magellan стал слишком крупным, чтобы быть успешным. Этот аргумент вскоре приобрел популярность.

## ГЛАВА 6

---

# MAGELLAN

## ПОЗДНИЙ ПЕРИОД

Затраты времени на изучение акций, которыми вы обладаете, прямо пропорциональны их количеству. Отслеживание информации по одной акции занимает несколько часов в год. Сюда входит чтение годовых и квартальных отчетов, а также периодические запросы свежих данных в компании. Человек, имеющий пять акций, может выполнять эту работу в качестве хобби. Затраты времени для управляющего фондом небольшого или среднего размера укладываются в стандартный рабочий день. В более крупном фонде следует ориентироваться на 60–80 часов в неделю.

К середине 1983 года портфель Magellan состоял из 450 акций, а к осени это число удвоилось до 900. Таким образом, мне следовало быть готовым за 90 секунд или даже меньше доложить ситуацию коллегам по девяти сотням компаний. А для этого требовалось быть в курсе того, как идут дела в каждой из них. Неоценимую помощь в сборе и анализе данных мне оказывали мои ассистенты.

Фонд Vanguard Windsor под управлением Джона Неффа по-прежнему был самым крупным из когда-либо существовавших. Однако к концу 1983 года Magellan с активами в 1,6 млрд долл. уже дышал ему в затылок, занимая второе место. Этот стремительный взлет породил новую волну критики: мол, подобно Римской империи, Magellan стал слишком велик для успешной работы. Теория гласила, что фонд с девятью сотнями акций не способен превзойти среднерыночный результат, поскольку он сам превратился в копию рынка. Меня называли управляющим крупнейшего на планете индексного фонда.

Эта теория, утверждающая, что крупный фонд способен лишь на посредственный результат, сегодня все еще в моде, и она столь же ошибочна,



Именно тогда мне пришла в голову мысль инвестировать в дисконтные клубы. Я подумал, что если клубы действительно продают столько ювелирных изделий, как утверждают в Jan Bell, то и общий объем продаж у них должен быть на отличном уровне. Я дал задание заняться изучением клубов Уиллу Даноффу, аналитику по розничной торговле, который позднее стал управлять фондом Fidelity Contrafund.

Эти акции были очень популярны после преобразования клубов в акционерные общества, но эйфория быстро прошла. Результаты просто не оправдали непомерно завышенных ожиданий, и последовала массовая распродажа. Как обычно в таких случаях, Уолл-стрит утратил к ним интерес. Данофф обзвонил крупные инвестиционные фирмы и выяснил, что ни одному аналитику не поручали заниматься этими компаниями.

Мы с Даноффом связались с клубами напрямую. Они подтвердили информацию Jan Bell: дела шли чрезвычайно успешно. Кроме того, они сообщили, что улучшили финансовые показатели, погасив долговые обязательства. Лучшую ситуацию трудно было придумать: доходы шли в гору, а цена акций все еще оставалась низкой. Я приобрел несколько сотен тысяч акций Costco, Wholesale Club и Pace. Все три покупки оказались прибыльными, причем цена Costco даже утроилась.

Клиенты и работники этих магазинов могли бы собственными глазами заметить признаки процветания и узнать те же подробности, что и мы с Даноффом. Наблюдательный клиент имеет возможность получать информацию о предприятиях розничной торговли раньше аналитиков с Уолл-стрит. Приобретая недооцененные акции, он возместит все, что им было потрачено на покупку товаров.

В середине 80-х я также обзавелся долей в капиталах почти всех ставших акционерными ссудо-сберегательных учреждений. Эти компании по большей части были совсем маленькими, и, чтобы заметить их на фоне портфеля стоимостью 1 млрд долл., пришлось купить целый ворох. Кроме того, в ссудо-сберегательных учреждениях мне говорили, что их прибыль растет благодаря снижению процентных ставок. Мне стало ясно, что эта тенденция положительно скажется и на многих других фирмах. Из 83 моих новых приобретений в апреле 1983 года 39 являлись банками или ссудо-сберегательными учреждениями. К концу того же года я купил акции ста ссудо-сберегательных учреждений, доведя долю этой группы в активах фонда до 3%.

Деловая пресса не упускала случая отметить мой «акцент» на ссудо-сберегательные учреждения, и у неискушенного читателя могло сложиться впечатление, что судьба фонда зависит от их падений и взлетов. И хорошо, что это было не так, потому что вслед за банкротством наиболее слабой из этих компаний, акции солидных ссудо-сберегательных

учреждении из чувства солидарности тоже пошли вниз. Вложи я 20% фонда в ссудо-сберегательные учреждения, мне, вероятно, пришлось бы уйти в отставку намного раньше.

Но все же не банкам и не ссудо-сберегательным учреждениям, а в основном именно автомобильной отрасли обязан Magellan своим успехом в те годы. Ford привел меня к Chrysler, а Chrysler — к Subaru и Volvo. Благоприятная экономическая волна, поднимавшая одну компанию, поднимала и остальных.

Цена акций Chrysler взлетела так резко, что на какое-то время его доля перешагнула 5%-й лимит в активах фонда и, соответственно, мне нельзя было больше покупать, однако превышение лимита допускалось, коль скоро оно было вызвано ростом цены акций. Одновременно я наращивал долю Ford и Volvo, пока все три компании в сумме не достигли 8% активов Magellan, а вложения в автомобильную отрасль в целом — 10,3%.

Частный инвестор может выбрать наиболее перспективную компанию — производителя автомобилей и вложить в нее все деньги. Но, чтобы получить максимум выгоды от роста цен на акции автопрома, управляющий крупного фонда вынужден делать так называемую «ставку на отрасль». Существуют различные варианты таких ставок. Один из них состоит в том, что вы говорите себе: «В этом году я хочу иметь 8% в акциях автопрома», потому что предчувствуете их рост. Можно закрыть глаза и, тыкая наугад в список производителей автомобилей, выбрать несколько акций для покупки. Другой путь — скрупулезный анализ каждой отдельной компании.

В первом случае мы фиксируем 8%-й вес автопрома и наполняем его наугад выбранными акциями; во втором — мы исходим из осознанно выбранных акций, но наперед не знаем, какой вес они займут. Как вы, наверное, догадались, я предпочитаю второй вариант. Случайный выбор много легче выбора по результатам анализа, однако в 1983 году метод «тыка» закончился бы инвестициями в General Motors.

У меня никогда не было существенных вложений в General Motors даже в этот благоприятный для автопрома период. Сказать, что General Motors — жалкая компания, полагаю, было бы для нее самым лестным комплиментом. И хотя в 1982–1987 годах даже GM утроила стоимость, управляющий, сделавший основную ставку на американского автопроизводителя № 1, в значительной степени упустил бы 17-кратную прибыль от акций Ford и почти 50-кратную — от акций Chrysler.

Должен признаться, что, анализируя «снизу вверх», я оказался прав насчет разворота цен на акции автопрома, но ошибся относительно ситуации в целом. Я был убежден, что японцы так и будут специализироваться на рынке малолитражек, и никак не предполагал, что они освоят нишу автомобилей среднего класса и дорогих моделей, как это у них

получилось. Но, несмотря на этот просчет, я сумел выжать все что можно из Ford, Chrysler и Volvo.

На протяжении всего шестилетнего интервала с 1982 по 1988 год по крайней мере два из этих трех автопроизводителей входили в пятерку наиболее крупных вложений Magellan, а временами все трое фигурировали там одновременно. Акции Ford и Chrysler испытали грандиозный подъем, и впоследствии я получил более 100 млн долл. прибыли с каждой компании, плюс 79 млн долл. с Volvo. Именно огромный доход от считанного числа акций вывел Magellan в лидеры.

Хотя Magellan неизменно называют фондом, ориентированным на рост стоимости, именно свобода в приобретении любых видов акций позволяла реализовать возможности, подобные тем, что я обнаружил в автомобильной отрасли. Chrysler и Ford не относятся к стремительно растущим компаниям, но, развернувшись в прямо противоположную сторону после глубокого падения, они обогнали почти все акции растущих компаний.

Другой фактор, который стеснял немало управляющих фондами в свободе маневра, — тревоги о «ликвидности». Они проходили мимо чудесных маленьких компаний (многие из которых сделали бы честь и большому портфелю), опасаясь, что их акции «слабо торгуются» на рынке. Они были настолько озабочены поиском акций, которые можно продать через пять дней или быстрее, что упустили из виду главное — стоит ли их брать вообще.

На рынке акций, так же как в браке, легкость развода — еще не повод, чтобы идти под венец. Если вы рассудительно подошли к выбору партнера, вам не захочется расставаться. Если же нет, то осложнения неизбежны и никакая ликвидность на свете не уберезет вас от боли, страданий и, возможно, потери денег.

Возьмем компанию Polaroid, которая за один 1973 год потеряла 90% стоимости. И многие управляющие фондами пожалели, что с ней связались. Polaroid — крупная компания, акции которой торговались очень активно, и продать большой пакет за короткое время не составляло труда. Цена акций медленно опускалась в течение трех лет, и все, кто хотел от них избавиться, имели такую возможность. Однако я знаю нескольких профессионалов, которые этого не сделали. Чтобы продать, нужно увидеть такую необходимость, а они не замечали, что дела у компании идут все хуже.

У них была возможность избавиться от Хегох, но по какой-то причине они тоже ею не воспользовались. Поэтому специалист, отказывающийся от инвестиции на том основании, что «дневной оборот равен всего лишь 10 тысячам акций», неадекватно смотрит на вещи. Во-первых, дневной оборот не превышает 10 тысяч штук у 99% акций. Стало быть, управляющий фондом, озабоченный ликвидностью, ограничивает себя одним процентом всех торгуемых на рынке компаний. Во-вторых, на

неудачной компании управляющий все равно потеряет деньги независимо от величины оборота, и наоборот, если выбор удачен, он будет рад немного сократить позицию, фиксируя прибыль.

По мере превращения Magellan в фонд средней величины принятие осмысленных инвестиционных решений занимало все больше времени. Иногда выпадал случай ухватить большой пакет от корпоративного контрагента — как с 2 миллионами акций Owens-Corning, купленными за один день. В другой раз я таким же способом приобрел 2 миллиона акций BankAmerica. Но это были исключения из правила регулярных мелких покупок.

В условиях практически ежедневного прироста активов фонда мне приходилось увеличивать позиции по каждой акции, с тем чтобы сохранять их относительный вес в портфеле. Порой уходило месяцы, особенно для акций небольших компаний, чтобы набрать достаточное количество. Мои слишком поспешные покупки могли «разогреть» рынок до уровня, при котором я предпочел бы уже начать продажу.

В течение 1984 года десятка самых крупных позиций оставалась более или менее неизменной, поскольку я придерживался стратегии «купить и держать» в отличие от моей ранней практики частых перепродаж. В каком-то месяце верхнюю строчку занимал Ford, за которым следовали Chrysler и Volvo; в другом — Volvo выходила вперед, а Chrysler и Ford перемещались на второе и третье места. Я также продолжал держать большой объем казначейских облигаций, купленных в 1983 году, которые дорожали по мере снижения процентных ставок.

На пике моей затеи с автопромом в десятку наиболее крупных позиций входили пять автомобильных компаний: три заведомо плюс Subaru и Honda. На короткое время в список попала даже General Motors. Когда миллионы американцев возвращались в автосалоны, даже посредственная деятельность этой компании приносила большие деньги.

Если говорить о деньгах, активы Magellan перешагнули второй миллиард в 1984 году. Какое-то время я привыкал к лишнему нулю в ордерах на покупку и продажу, которые я отправлял трейдерам. Их утренний инструктаж тоже продолжался все дольше и дольше.

Решения о том, где провести отпуск, я принимал главным образом исходя из разницы часовых поясов и наличия телефонных будок. Неплохим местом оказалась Австрия: наши рынки открывались к вечеру по местному времени, и у меня был целый день, чтобы кататься на лыжах, прежде чем звонить трейдерам. В США для катаний на лыжах лучше всего подходил Балсамс в Диксвилл-Нотч, штат Нью-Хэмпшир, поскольку у основания подъемника стояла телефонная будка. Я мчался на лыжах вниз, звонил трейдерам, диктовал около страницы ордеров на покупку и продажу, садился на подъемник и обдумывал дальнейшие действия.

В первые пять лет работы я не слишком много путешествовал, зато в следующие пять лет я часто бывал в разъездах. Большинство командировок были связаны с инвестиционными семинарами, которые проводились во всех уголках страны. Они напоминали интенсивные курсы, где за 2–3 дня я узнавал о десятках компаний.

В сентябре Montgomery Securities устраивала конференцию в Сан-Франциско. В мае проходил семинар Hambrecht & Quist, посвященный небольшим технологическим компаниям. Ежегодно в апреле Robinson-Humphrey организовывал конференцию в Атланте, освещавшую компании Юго-Востока. Dain, Bosworth проводили аналогичное мероприятие в Миннеаполисе для компаний Среднего Запада; осенью Prescott, Ball и Turben устраивали семинар в Кливленде; Alex Brown — в Балтиморе; Adams, Harkness, & Hill — в Бостоне в августе. В Луизиане под эгидой Howard Weil проходили две различные конференции: одна для компаний энергопроизводящих, другая — для энергоснабжающих. Были и тематические конференции, посвященные исключительно биотехнологическим компаниям, ресторанам, компаниям электросвязи или банкам.

Инвестиционные семинары — величайшее изобретение, чрезвычайно облегчающее жизнь управляющих фондами. Когда две или три презентации были назначены на одно время, всегда трудно было решить, на какую ехать. Иногда Fidelity командировал делегацию, и тогда на каждой презентации присутствовал наш представитель. Подчас информация была настолько великолепной, что, не дожидаясь окончания, я звонил в Magellan прямо из вестибюля и распоряжался о покупке.

В свободное время я брал напрокат машину или вызывал такси, чтобы посетить компании, не участвующие в конференции, если их штаб-квартиры располагались неподалеку. Я знакомился с городами не по их достопримечательностям, а по находящимся в них компаниям из списка *Fortune* 500. Местами моего паломничества в Вашингтоне стали MCI и Fannie Mae; в Сан-Франциско — Chevron и BankAmerica; в Лос-Анджелесе — Litton и Unocal; в Атланте — Coca-Cola и Turner Broadcasting; в Кливленде — TRW, National City Bank и Eaton.

## МОИ ПРИКЛЮЧЕНИЯ ЗА ГРАНИЦЕЙ

Если не считать Джона Темплтона, я стал первым из американских управляющих фондами, кто вложил значительные средства в зарубежные акции. Фонд Темплтона был международным аналогом Magellan. В то время



как я мог инвестировать за границу 10–20% активов, Темплтон вкладывал туда основную часть капитала.

Собственными зарубежными инвестициями я по-настоящему занялся в 1984 году. Поскольку у нас не было надежной системы получения текущих котировок акций компаний на большинстве зарубежных торговых площадок, каждую ночь моим трейдерам приходилось звонить в Стокгольм, Лондон, Токио и Париж, чтобы собрать воедино информацию, необходимую мне на следующий день. Множились счета за междугородные переговоры, но результат того стоил. К 1986 году мы организовали отдел зарубежных инвестиций.

Поступавшую массу денег нужно было куда-то вкладывать, и я так или иначе был вынужден обратить взор на зарубежные акции, особенно европейские. Большому фонду нужны большие компании с большим потенциалом роста. А в Европе их относительная доля выше, чем в США, причем за информацией по многим из них никто пристально не следит. Досадным открытием стали отличающиеся от американских стандарты учета и отчетности в зарубежных компаниях. Это окружало их ореолом тайны и затрудняло анализ. Но, справившись с подготовительным этапом, было приятно иногда находить «жемчужины» вроде Volvo.

Моя самая успешная исследовательская экспедиция началась в середине сентября 1985 года и через три недели увенчалась 23 новыми акциями. Она была гораздо утомительнее — и плодотворнее, — чем вояж, предпринятый осенью 1973 года, когда я еще был молодым аналитиком Fidelity. Во время посещения заводов Dow Chemical меня поили и кормили по всему континенту. Я усвоил тогда, что все заводы Dow Chemical на одно лицо.

На этот раз я объехал три бостонские компании в пятницу и вечером того же дня уже летел в Швецию, прибыв туда в субботу. Начало выдалось неудачным: авиакомпания Sabena потеряла мой багаж. У меня не было ее акций, и я решил, что это к лучшему.

Швеция — страна, где уважают формальности. Через два дня у меня была назначена встреча с генералами от промышленности, и меня волновало, как они воспримут мое появление в вельветовых штанах, мятой спортивной куртке и кроссовках, в которых я прилетел. Я начал готовиться к столкновению двух культур, как только выяснилось, что: 1) Sabena понятия не имеет, куда девался мой чемодан, и 2) все стокгольмские магазины закрыты.

В таком невеселом состоянии меня встретила в аэропорту Биргитта Дрогелл, сестра наших друзей Свитлэндов. Мы заранее условились, что я остановлюсь у нее дома в Сигтуне, пригороде Стокгольма. На мое счастье, у шведа Ингемара, ее мужа, оказались буквально те же размеры, вплоть

до обуви. Так что меня быстро экипировали в надлежащий шведский костюм.

Поскольку я светловолосый и худощавого телосложения, мне не хватало только местной одежды, чтобы сойти за настоящего шведа. На улице у меня постоянно спрашивали дорогу — по крайней мере, я полагаю, что людей интересовало именно это, но, поскольку я не знаю шведского языка, за абсолютную точность не ручаюсь.

Багаж так и не нашли, но я уверен, что мой внешний вид от этого только выиграл. В понедельник, облаченный в местный наряд, я отправился на встречу с руководством Esselte, компании, продающей офисные принадлежности, включая лотки, которыми снабжают выдвижные ящики столов. Я также посетил ASEA, отличный шведский конгломерат, аналог американской General Electric, а затем Alfa Laval, которая занимается причудливой комбинацией — доильными аппаратами и биогенетикой. В тот вечер я готовился к предстоящим на завтра визитам в Electrolux, крупный производитель пылесосов и бытовой техники, президент которого был шведской версией Ли Якокки, и фирму Aga, зарабатывающую на разреженном воздухе.

На первый взгляд кажется бессмысленным инвестировать в компанию, продающую газ, извлеченный из воздуха, поскольку не такой уж это редкий товар. Однако в Aga мне объяснили, что кислород пользуется большим спросом в сталелитейной отрасли, а азот — в индустрии быстрого питания, и лишь у немногих фирм есть оборудование для переработки воздуха. С учетом нулевых затрат на сырье, дела у этих немногих фирм (включая Aga) идут весьма прилично.

Покончив с Aga, я поехал в Ericsson, занимающуюся оборудованием для телефонии, аналогично американской Western Electric. После обеда я посетил Skandia, название которой напоминает мебельный магазин, хотя на самом деле это огромная страховая компания. Мне ее посоветовал Джордж Ноубл из нашего Overseas Fund. Похоже, больше никто в США этой компанией не интересовался.

Что касается американских страховых компаний, проходят месяцы, прежде чем повышение ставок начинает положительно отражаться на доходах. Их акции ведут себя подобно акциям компаний циклической отрасли. Купив их в момент, когда ставки только начали расти, можно хорошо заработать. Акции страховых компаний нередко удваиваются в цене после повышения ставок и удваиваются еще раз, когда за счет более высоких ставок увеличиваются доходы.

Я полагал, что и в Швеции существует та же закономерность. Судя по тому, что мне говорили, повышение ставок уже было одобрено, но котировки акций Skandia, которые должны были взмыть, остались прежними.

Шведские инвесторы не обратили внимания на хорошую новость. Они, несомненно, руководствовались только данными о текущих крайне скудных доходах компании. Такие акции — мечта настоящего инвестора.

Я протер глаза и внимательно всмотрелся в положение компании. Может, я не заметил что-то ужасное? Тяжкое бремя долгов? Изрядную долю высокорискованных бросовых облигаций или недвижимости в активах? Страхование операций на сердце, имплантации молочных желез и прочих рискованных событий, чреватых миллионами непредвиденных выплат? Нет и нет. Skandia — консервативная компания, занимающаяся простыми видами страхования собственности и несчастных случаев. Ее доходы просто обязаны были удвоиться. За 18 месяцев акции Skandia выросли вчетверо.

Времени на сауну или плавание по фьордам не оставалось: обойдя за два дня эти семь компаний, нужно было еще посетить Volvo, расположенную на другом конце Швеции. Для подготовки к поездке вглубь страны, я разыскал одинокого шведского финансового аналитика, работавшего в брокерской фирме, основанной одним из Карнеги. Потомки этого Карнеги прозябали в безвестности в Скандинавии, тогда как более удачливая ветвь рода сколотила состояние в Америке.

Этот одинокий аналитик никогда не бывал на Volvo — крупнейшей компании страны, которую можно уподобить целой автомобильной индустрии США плюс ряду предприятий иного профиля в придачу. Я исправил его упущение, отправившись в Гетеборг вместе с Кэролин, которая к тому времени присоединилась ко мне в поездках.

В Гетеборге служащие Volvo так обрадовались инвестору, который потрудился попросить о встрече, что меня принял президент, исполнительный вице-президент, глава подразделения по производству грузовиков и финансовый директор. Затем мне организовали большую экскурсию по заводу.

На Volvo давили профсоюзы, но пока об этом можно было не волноваться. В тот момент при цене акций 34 долл. компания имела 34 долл. денежных средств в расчете на акцию. То есть, купив акции, вы даром получали автомобильный бизнес, сборочные заводы и множество дочерних фирм (пищевое производство, фармацевтика, энергетические компании и пр.). В США, возможно, вы и нашли бы такую дешевизну акций какой-нибудь мелкой фирмы, не замеченной аналитиками. Но, проискав хоть всю жизнь, вы никогда не наткнулись бы на столь низкую цену компаний вроде General Electric или Philip Morris. Вот почему я поехал в Европу.

Некоторые полагают, что на зарубежных рынках существует некий сдвиг, обусловленный культурными различиями, в силу чего переоцененные или недооцененные акции там всегда остаются таковыми. До

недавнего падения японского рынка мы много читали о врожденной терпимости японцев к переоцененным акциям. Очевидно, это был не тот случай. В Швеции, по всей видимости, недооценивали стоимость Volvo, Skandia и многих других фирм, но я не сомневался, что рано или поздно их истинная цена станет очевидной даже невпечатлительным шведам.

Мы с Кэролин покинули Гетеборг и направились в Осло, где я осмотрел Norsk Data и Norsk Hydro. Norsk Data — это норвежский Hewlett-Packard, замечательная фирма в замечательной отрасли, еще не исчерпавшая потенциал. Norsk Hydro — интересная компания, занятая в ряде прозаичных производств: гидроэлектроэнергии, магнезия, алюминия и удобрений. Я рассматривал ее как цикличную и одновременно как крупного игрока на энергетическом рынке. Ресурс ее месторождений нефти и газа более чем втрое превосходил запасы Техасо, или Экхон, или любого другого нефтяного гиганта. Акции Norsk Hydro недавно упали наполовину, вновь делая ее привлекательной для покупки.

Пока я исследовал компании, Кэролин занималась игрой на валютных рынках. Министры финансов из европейских стран «Большой семерки» только что согласовали новые курсы валют, и доллар за одну ночь подешевел на 10%. Владелец магазина меховой одежды в Осло, очевидно, не заглядывал в газеты, поскольку наутро разрешил Кэролин заплатить за лисью шубу дорожными чеками American Express, то есть фактически продал шубу с 10%-й скидкой от вчерашней цены.

Из Осло мы отправились поездом в Берген; проезжая мимо живописных возделанных полей, перебрались через горы и спустились вниз к этому очаровательному городку на побережье. Вкусить его очарования в должной мере не удалось, потому что уже наутро мы вылетели во Франкфурт, где я встретился с директорами Deutsche Bank, Hoechst и Dresdner. На следующий день мы прибыли в Дюссельдорф, и я посетил там немецкую производственную компанию Klöckner-Humboldt-Deutz. Я также посмотрел Bayer, который ранее выпускал аспирин, а теперь превратился в химико-фармацевтический конгломерат.

На какой-то железнодорожной станции я дал две марки славному немцу, который вызвался помочь нам с багажом. Я решил, что это носильщик. Оказалось, что он бизнесмен, и я смутился, что в ответ на благородный жест подал чаевые. Уткнувшись носом в балансы, я упустил из виду некоторые культурные нюансы и большую часть пейзажей, но все же заметил, что немцы, по-видимому, всегда и всем говорят «доктор» и никогда не называют друг друга по имени, вроде Сэм или Джо, как принято у нас.

Мы спустились по Рейну, текущему с юга на север, чтобы попасть в Кельн, где я тоже посещал компании. Оттуда мы направились в Баден-Баден

и там взяли напрокат машину, чтобы промчаться по немецким скоростным автострадам. Поездить по этим автострадам было одной из моих целей в жизни, наряду с намерением поцеловать камень Блэрни\*. И то и другое оставило одинаково неизгладимые впечатления.

Чтобы поцеловать камень Блэрни, нужно проползти на спине над обрывом добрую сотню футов, а если вы ездите по автостраде, то можете смело записываться в автогонщики. Я летел со скоростью более 100 миль в час на арендованной машине, а Кэролин в доказательство фотографировала спидометр. Потом я набрался храбрости и обогнал впереди идущую машину. Перестроившись в левый ряд, я разогнался, наверное, до 120 миль. Это раза в полтора быстрее, чем я когда-либо носился на машине в своей сознательной жизни. И все было замечательно, пока я не посмотрел в зеркало заднего вида. Отсюда следует 10-й принцип Питера:

### **Мчась по скоростной автостраде, никогда не оглядывайтесь.**

В трех дюймах от моего заднего бампера красовался капот какого-то Мерседеса, летевшего на той же скорости 120 миль в час. Мы были так близко, что я отчетливо видел ухоженные ногти на руках другого водителя. Маникюр действительно был что надо. Сними я хоть на миг ногу с педали газа, он проехал бы нас насквозь. Стиснув зубы, я добавил газу, чтобы обогнать машину справа, и ушел на так называемую «медленную полосу». Там я и продолжал ехать с нормальной скоростью в 100 миль.

На следующий день я все еще приходил в себя от этих впечатлений. Мы приехали в Базель, где находилась штаб-квартира Sandoz, известной швейцарской химико-фармацевтической компании. Еще будучи в США, я позвонил в Sandoz, чтобы договориться о встрече. Обычно руководство компании сразу догадывалось о цели моего визита, но с Sandoz вышло иначе. Меня соединили с вице-президентом, и, когда я сказал, что хочу посетить компанию, он спросил: «Зачем?» — «Я хотел бы узнать больше о вашей деятельности и определиться насчет дополнительной покупки акций», — ответил я. Он опять задал вопрос: «Зачем?» — «Ну, мне хотелось бы иметь самую свежую информацию», — продолжал я. «Зачем?» — допытывался он. «Потому что, если я куплю их и цена вырастет, наши пайщики

\* Камень Блэрни (Blarney stone) — согласно поверью, поцеловавший камень в стене замка Блэрни в Ирландии будет удачлив в делах и сможет повелевать другими людьми. — Прим. перев.

получат прибыль». — «Зачем?», — спросил он, и я попрощался. Я так никогда и не побывал в Sandoz, хотя потом слышал, что они смягчили ограничения на посещения.

Мы продолжили путь через Альпы в Италию и добрались до Милана, где я посетил Montedison, еще одну компанию по производству гидроэлектроэнергии с 300-летней историей. В ее зале заседаний совета директоров мне понравилось хитроумное устройство, в котором каплями бежала вода, причем интенсивность зависела от реального расхода воды, проходящей через плотину. Кроме Montedison, я ознакомился с расположенной неподалеку компанией IFI и знаменитой фреской «Тайная вечеря». Я также побывал в Olivetti. Должно быть, я один из немногих туристов, которые упомянут вместе Montedison, IFI, Olivetti и «Тайную вечерю» в списке достопримечательностей Северной Италии.

Италия страдала от высокой инфляции и несносной политики. Однако темпы инфляции шли на убыль, политические деятели становились более прагматичными, а люди начали покупать бакалею в супермаркетах. Я подумал, что Италия в 1985 году во многом напоминала Америку 1940-х и 1950-х годов, страну, где фирм по производству бытовой техники, электрических компаний и супермаркетов ожидало блестящее будущее.

Кэролин уехала в Венецию, где не было заслуживающих визита компаний (Дворец дождей и Мост вздохов пока не торгуются на фондовом рынке), а я направился в Рим посетить Stet и SIP. 9 октября мы с женой встретились в Риме и самолетом вернулись в Бостон 10-го числа, где я пробежал еще по четырем фирмам: Comdisco, A. L. Williams, Citicorp и Montedison. Это был тот же Montedison, который я осматривал неделю назад в Милане.

За головокружительным галопом по Европе я пропустил 25-ю годовщину свадьбы Неда Джонсона, моего шефа, но причина была уважительной. Акции, купленные по результатам европейской поездки, демонстрировали хорошую динамику, особенно Volvo, Skandia и Esselte.

10% активов Magellan теперь было вложено в зарубежные акции, и немалая прибыль с этих бумаг помогла фонду удерживать первое место в рейтингах. Одиннадцать моих лучших приобретений за границей: Peugeot, Volvo, Skandia, Esselte, Electrolux, Aga, Norsk Hydro, Montedison, IFI, Tobu Railway и Kinki Nippon Railway — принесли более 200 млн долл. прибыли пайщикам.

Две японские железнодорожные компании мне рекомендовал Джордж Ноубл из Overseas Fund. Я изучил их подробнее во время отдельной поездки в Японию, столь же лихой, как и рейд по Европе, — не буду останавливаться на деталях. Наивысший результат показала Tobu Railway — прирост на 386% за пять лет. Увы, ее доля была небольшой — всего лишь 0,13% активов Magellan.

## ПЯТЬ МИЛЛИАРДОВ И ВЫШЕ

В 1984 году Magellan добился 2%-й прибыли, тогда как S&P 500 потерял 6,27%. В 1985 году акции автомобильных и зарубежных фирм помогли поднять доходность до 43,1%. Самыми крупными позициями все еще оставались казначейские облигации и автопром, а также, по какой-то непонятной причине, IBM. Кроме того, я покупал Gillette, Eaton, Reynolds, CBS, бывший International Harvester (сейчас Navistar), Sperry, Kemper, Disney, Sallie Mae, New York Times Company и австралийские облигации. В первую десятку позиций также вошли SmithKline Beckman, Bank of New England, Metromedia и Loews. Среди множества акций, с покупкой которых я ошибся, фигурировали One Potato Two, Eastern Airlines, Institutional Networks, Broadview Financial, Vie de France, Ask Computer, Wilton Industries и United Tote.

В 1985 году активы фонда увеличились на 1,7 млрд долл. вслед за приростом на 1 млрд долл. в 1984 году и на такую же величину в 1983. Стоимость чистых активов Magellan теперь равнялась валовому национальному продукту Коста-Рики. Чтобы справиться с наплывом денег, я непрерывно думал, куда их вложить, переоценивал портфель, отыскивал новые позиции или наращивал уже существующие. Отсюда следует 11-й принцип Питера:

**Лучшей акцией для покупки может оказаться та, которая уже есть в вашем портфеле.**

Fannie Mae — прекрасный тому пример. В первой половине 1985 года Fannie Mae представляла собой типичную второстепенную позицию, но когда я снова проверил ее состояние (см. главу 18), то обнаружил, что оно кардинально улучшилось. Я поднял долю Fannie Mae до 2,1% активов фонда. Хотя цена акций Ford и Chrysler удвоилась или утроилась, я еще чувствовал привязанность к автопрому, поскольку доходы в нем росли и основные признаки были благоприятными. Но довольно скоро Fannie Mae предстояло занять места Ford и Chrysler и стать ключевым фактором успеха Magellan.

В феврале 1986 года активы Magellan перешагнули уровень в 5 млрд долл. Пришлось приобретать дополнительное количество Ford, Chrysler и Volvo, чтобы сохранить их относительный вес в портфеле. Я покупал также Middle South Utilities, Dime Savings, Merck, Hospital Corporation of America, Lin Broadcasting, McDonald's, Sterling Drug, Seagram, Upjohn, Dow Chemical, Woolworth, Browning-Ferris, Firestone, Squibb, Coca-Cola Enterprises, Unum, DeBeers, Marui и Lonrho.

20% портфеля теперь составляли зарубежные акции, и прежде всего Volvo, которая возглавляла список крупнейших позиций большую часть года. Помимо автопрома, в верхнюю десятку входили Bank of New England, Kemper, Squibb и Digital Equipment

Позиция в 20 млн долл., равная всем активам Magellan Fund в 1976 году, теперь выглядела незначительной. Чтобы сдвинуть эти миллиарды, мне были необходимы несколько позиций по 100 млн долл. Каждый день я просматривал список позиций в алфавитном порядке и решал, что покупать и что продавать. Список разрастался и разрастался, а позиции укрупнялись и укрупнялись. Я, конечно, замечал это, но в полной мере ощутил, только оказавшись в Национальном парке Йосемити в особенно горячую для рынка неделю. Я стоял там, в телефонной будке с видом на горную цепь, и диктовал ежедневную порцию распоряжений трейдерам. Я начал с буквы А и через два часа добрался только до буквы L.

Количество моих встреч с компаниями либо у них, либо у нас в офисе, либо на инвестиционных семинарах стремительно увеличивалось. В 1980 году их было 214, в 1982 — 330, в 1983 — уже 489. Затем последовал некоторый спад и снова рост: в 1984 году — 411, в 1985 — 463, в 1986 — 570. Если бы так продолжалось и дальше, мне пришлось бы лично знакомиться в среднем с двумя компаниями в день, включая воскресенья и праздники.

Карлин Де Лука, мой трейдер, уволилась, выйдя замуж за бывшего президента Fidelity Джека О'Брайена. В течение пяти лет она продавала, продавала и продавала. В последний день работы мы разрешили Карлин сделать несколько покупок: ей было интересно взглянуть на противоположные операции. К такой странной деятельности она была не готова. Когда потенциальный продавец на другом конце провода предлагал акции, скажем, по 24 долл., Карлин выкидала, пока цена не поднимется до 24,50 долл.

## ТАКТИЧЕСКИЙ ХОД

В 1986 году Magellan вырос на 23,8%, а за первую половину 1987 года — еще на 39%. Рынок двигался к историческому максимуму 2722,42 по индексу Dow, обложки всех ведущих финансовых журналов страны пестрели изображениями быков. И тогда, впервые за пять лет, я изменил тактику. Мне казалось, что экономический подъем зашел слишком далеко. Что все, кто собирался купить новую машину, уже приобрели ее. Аналитики,



отслеживающие автопром, продолжали выдавать оптимистические прогнозы по доходам, которые не подтверждались моими исследованиями. Я начал сокращать позиции автомобильного сектора и увеличивать долю финансовых компаний, в особенности Fannie Mae, а также ссудо-сберегательных учреждений.

В мае 1987 года активы Magellan преодолели 10-миллиардный рубеж. Эта новость снова всколыхнула критиков, предрекающих, что такой гигант не сможет обогнать рынок. Затрудняюсь точно оценить влияние раззадоривавших меня скептиков, но, вне сомнений, оно было немалым. Сначала они утверждали, что миллиард — это слишком много, потом — что 2 млрд, 4, 6, 8, 10 млрд, и я всегда был готов доказывать, что это не так.

Прочие крупные фонды, достигнув определенного размера, закрывали двери для новых пайщиков. Но Magellan оставался открытым, и даже это воспринималось негативно. По словам критиков, собирая больше комиссионных, Fidelity наживался на моей репутации.

Я был доволен, что до 1987 года фонду величиной с ВВП Швеции удавалось превосходить среднерыночный результат. Но это была изматывающая гонка, а я мечтал больше времени проводить с женой, чем с Fannie Mae. Возможно, я ушел бы уже тогда, за три года до того, как я реально покинул свой пост. Однако Большая коррекция заставила меня отложить эти планы.

Не стану уверять, что я предвидел ее приближение. Рынок с такой невероятной переоценкой неминуемо должен был рухнуть на 1000 пунктов — задним числом это очевидно. Но мой внутренний голос, по обыкновению, рассуждал о Широком Взгляде, и я умудрился прозевать грядущий обвал. Я вошел в эти предательские воды, загруженный акциями под завязку и почти без запаса наличности. Меня увлекла перспектива, и я не заметил, что творится под носом.

Хорошо, что в августе я сократил массу позиций по компаниям финансового сектора, на которые приходилось 5,6% активов фонда. До меня (и Дэйва Эллисона, нашего штатного эксперта по финансовому сектору) стало доходить, что некоторые из этих финансовых учреждений предоставляют весьма безрассудные кредиты. А плохо было то, что я вложил выручку в другие акции.

До Большой коррекции доходность паев Magellan составила 39% за год, и меня это бесило, поскольку S&P 500 прибавил 41%. Помню, Каролин говорила: «И ты еще жалуешься, что отстал от рынка на 2%, когда заработал своим пайщикам 39%?» Она оказалась права. Я напрасно жаловался, потому что уже к 1 декабря «просел» на 11%. Отсюда следует 12-й принцип Питера:

## **Когда акции начинают восприниматься как само собой разумеющееся, обвал котировок ставит все на свои места.**

Мои собственный опыт преодоления падений на фондовом рынке начался с наивной иллюзии. Через несколько месяцев после моего назначения управляющим Magellan, рынок опустился на 20%, тогда как портфель фонда на 7% подорожал. Этот краткий триумф создал у меня ощущение чудесной неуязвимости к невзгодам, выпадающим на долю обычного инвестора. Иллюзия продержалась лишь до следующего большого падения с 11 сентября по 31 октября 1978 года.

Это был дикий обвал. Его причины лежали в слабом долларе, высокой инфляции, торге в Конгрессе по снижению налогов и жесткой денежно-кредитной политике Федеральной резервной системы. Доходность краткосрочных казначейских векселей превышала доходность долгосрочных облигаций — редкая ситуация, известная под названием аномальной кривой доходности. Фондовый рынок упал глубоко, но Magellan опустился еще глубже. Здесь впервые проявилась закономерность, сопровождавшая меня на протяжении всей дальнейшей карьеры управляющего: всякий раз, когда дела на фондовом рынке обстояли плохо, Magellan чувствовал себя еще хуже.

Эта закономерность соблюдалась в течение девяти основных спадов, включая наиболее сильный в 1987 году. Акции в портфеле фонда теряли больше, чем рынок в среднем, зато, развернувшись, они превосходили его. В ежегодных отчетах Magellan я старался подготовить пайщиков к подобным значительным колебаниям стоимости. Можно усмотреть некую метафорическую справедливость в том, что акции, которые выводят вас в лидеры на длинной дистанции, доставляют вам больше всего волнений и синяков по пути.

Я был рад, когда 1987 год остался позади. Я ощущал себя победителем, вернув фонду 1%-е превосходство над рынком и не прервав цепочку десяти прибыльных лет. В каждом из них я также опережал средний взаимный фонд, вкладывающий в акции. И в очередной раз Magellan, развернувшись, оказался впереди рынка.

Большая коррекция на время сняла проблему размеров фонда. С 11 млрд долл. в августе активы Magellan сжались к октябрю до 7,2 млрд долл. ВВП Коста-Рики испарился за одну неделю.

В книге «Превзойти Уолл-стрит» рассказывается, как я играл в гольф в Ирландии, когда разразился кризис. Часть пайщиков поддалась панике, и, чтобы вернуть им деньги, пришлось продать много акций. В октябре

Magellan привлек 689 млн долл., а погасил паев на 1,3 млрд долл., тем самым изменив тренд, наблюдавшийся в течение пяти лет. Продавцов было вдвое больше, чем покупателей, однако подавляющее большинство пайщиков остались с фондом и не стали выводить средства. Они понимали, что Большая коррекция — это временное явление, а не предвестник заката цивилизации.

Конец света наступил для некоторых игроков, совершавших операции через маржинальный счет, т.е. занимавших деньги на покупку у брокерских фирм. Они распрощались со своим капиталом, когда брокерские фирмы продали их акции, нередко по самой низкой цене, чтобы вернуть кредиты. Именно тогда я впервые отчетливо осознал опасность маржинальной торговли.

Мои трейдеры вышли на работу в воскресенье, чтобы подготовиться к сбросу паев, который предсказывали на Черный понедельник. Все выходные в Fidelity планировали дальнейшие действия. Перед отъездом в Ирландию я достаточно резко поднял долю наличных (в 20 раз выше наибольшего дневного объема погашения в предшествующие дни). И этого запаса едва хватило. Шквал заявок на погашение обрушился на нас по телефону. Я был вынужден распродать часть портфеля в понедельник и еще приличную порцию — во вторник. Именно в тот момент, когда я предпочел бы покупать, приходилось продавать.

И в этом смысле пайщикам принадлежит ведущая роль в успешной деятельности фонда. Если они обладают выдержкой и не поддаются панике в беспокойной ситуации, фонду не приходится любой ценой избавляться от акций, чтобы вернуть им деньги.

После стабилизации рынка, Ford все еще являлся моей наиболее крупной позицией; за ним следовали Fannie Mae и Merck, затем Chrysler и Digital Equipment. Непосредственно при развороте рынка лучше всего себя показали компании циклической отрасли. Например, Chrysler подскочил с минимума в 20 долл. до 29 долл., а Ford — с минимума в 38¼ долл. до 56½ долл. Однако тех, кто продолжал держать эти циклические компании, вскоре постигло разочарование. Три года спустя Chrysler шел по 10 долл., а Ford — по 20 долл., то есть менее чем за полцены от уровня 1987 года.

Акции циклической компании важно вовремя продать. Chrysler — пример того, насколько быстро может испортиться хорошая ситуация. В 1988 году компания заработала 4,66 долл. на акцию, и рынок ожидал тех же 4 долл. в 1989 году. Вместо этого Chrysler заработал чуть больше доллара в 1989 году, 30 центов в 1990, а в 1991 потерял массу денег и стал убыточным. Будущее Chrysler рисовалось безрадостным. И я продал его.

Все то время, пока Chrysler приходил в упадок, его не переставали нахваливать несколько аналитиков с Уолл-стрит. Моя самая «бычья» оценка доходов Chrysler, которую я считал, по меньшей мере, безнадежно оптимистичной, лежала гораздо ниже самых «медвежьих» оценок Уолл-стрит. Верхняя граница моих оценок равнялась 3 долл. на акцию, тогда как некоторые из аналитиков предсказывали 6 долл. Когда ваш самый оптимистичный сценарий выглядит хуже, чем самый пессимистичный вариант всех остальных участников рынка, стоит задуматься, не держится ли акция на фантазиях.

В период после Коррекции наиболее выигрышными оказались акции не циклических, а растущих компаний. К счастью, я сумел вывести деньги из автопрома и вложить их в компании с высококачественным управлением и устойчивым финансовым положением, такие как Philip Morris, RJR Nabisco, Eastman Kodak, Merck и Atlantic Richfield. Philip Morris стала моей самой крупной позицией. Я также приобрел значительное количество акций General Electric, доведя ее долю до 2% портфеля. (Двух процентов было недостаточно: капитализация General Electric составляла 4% стоимости всего рынка. Поэтому 2% акций General Electric в портфеле, по сути, означали, что я ставил против компании, которую любил и рекомендовал. На это несоответствие мне указал мой преемник Моррис Смит.)

Вот еще один пример того, насколько неуместна шаблонная классификация компаний по категориям. Согласно распространенному мнению, General Electric — не растущая компания, а комбинация «голубой фишки» с циклическими элементами. Но посмотрите на рис. 6-1: кажется, что эту кривую выписывает стабильно растущая компания вроде Johnson & Johnson.

Пользуясь удобным моментом, я начал набирать вышедшие из моды акции ссудо-сберегательных учреждений, включая несколько взаимных фондов, изрядно подешевевших из-за опасений Уолл-стрит относительно массового бегства капитала из фондов, инвестирующих в акции.

Доходность Magellan составила 22,8% в 1988 году, 34,6% в 1989 и вновь превысила среднерыночный показатель в 1990 году, когда я подал в отставку. Она также превосходила доходность среднего фонда в течение всех 13 лет моей службы.

В последний день моей работы Magellan обладал активами в 14 млрд долл., из них 1,4 млрд долл. в виде денежных средств: последняя Большая коррекция научила меня не уезжать, оставив фонд без денег. Я расширил позиции больших страховых компаний со стабильным доходом: AFLAC, General Re, Primerica; увеличил позиции фармацевтических фирм, а также подрядчиков министерства обороны, таких как Raytheon, Martin Marietta

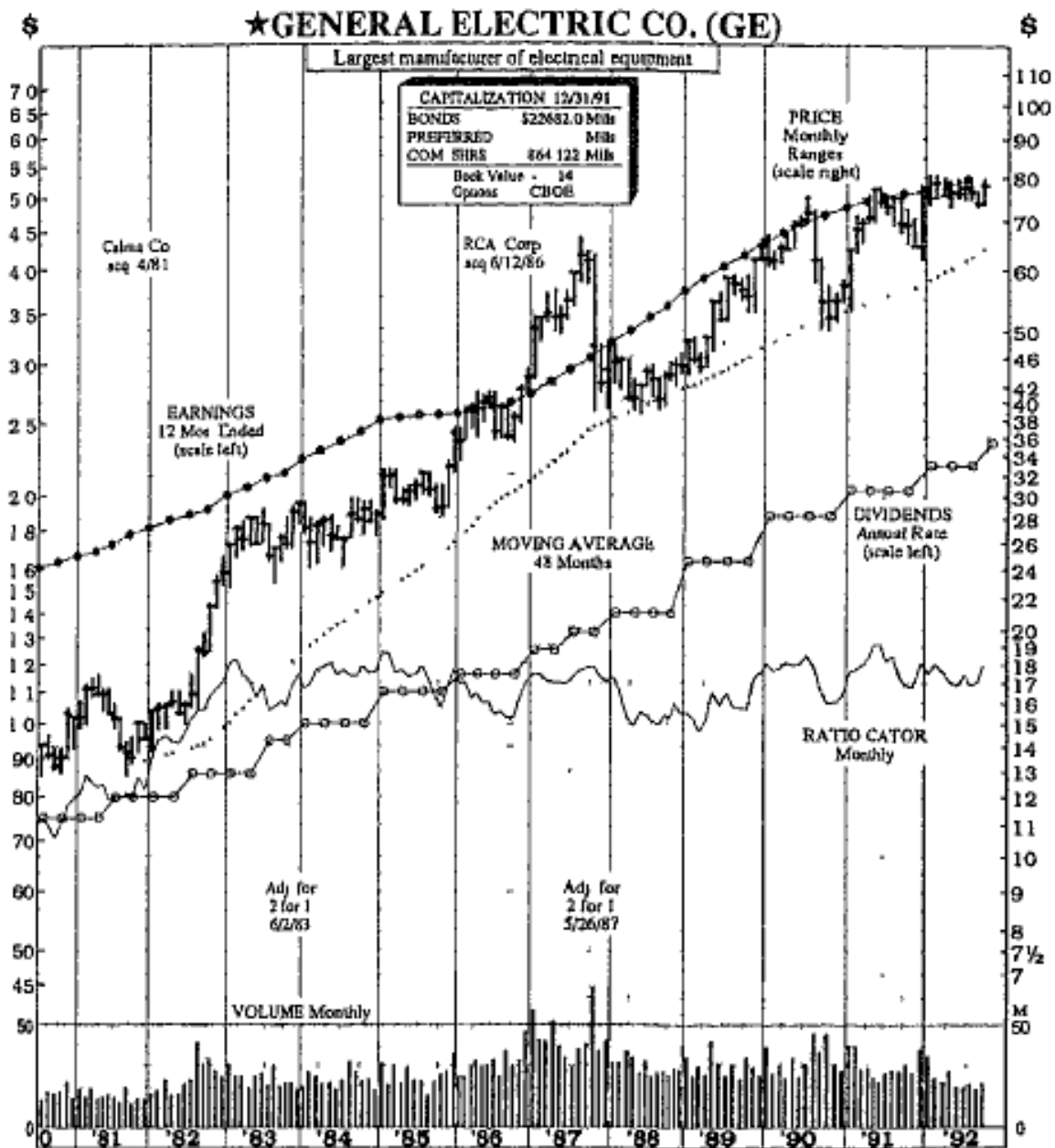


Таблица 6-1. 50 наиболее значимых акций в портфеле Magellan (1977–1990)

Alza Corporation	Medco Containment
BankAmerica	Metromedia
Boeing	NBD Bancorp
Cardinal Distribution	Owens-Corning Fiberglas
Chrysler	Pep Boys—Manny, Moe & Jack
Circuit City	Pepsico
Circus Circus	Philip Morris
Coca-Cola	Pic 'N Save
Comerica	Reebok International
Congoleum	Rogers Communications
Cooper Tire	Royal Dutch
Cracker Barrel Old Country Store	Sbarro
Dunkin' Donuts	Service Corporation International
Envirodyne	Shaw Industries
Federal National Mortgage Association	Skandia
Ford Motor Company	Stop & Shop
General Public Utilities	Stride Rite
Gillette	Student Loan Marketing
Golden Nugget	Taco Bell
Great Atlantic & Pacific	Telefonos de Mexico
Great Lakes Chemical	Telephone and Data Systems
International Lease Finance	Telerate
King World Productions	Unilever
La Quinta Motor Inns	Volvo
MCI Communications	Zayre

Место, ранее занятое Ford и Chrysler, теперь принадлежало Fannie Mae. Вложение 5% портфеля в акции, подорожавшие вчетверо за два года, великолепно отражается на финансовых результатах фонда. За 5 лет Magellan заработал на Fannie Mae 500 млн долл. прибыли, притом что все фонды Fidelity вместе взятые получили более 1 млрд долл. Наверное, за всю историю еще ни одна фирма не получала столько прибыли с одной единственной акции.

Вторым по доходности для фонда стал Ford (199 млн долл. за период с 1985 по 1989 год). За ним следовали Philip Morris (111 млн долл.), MCI (92 млн долл.), Volvo (79 млн долл.), General Electric (76 млн долл.), General Public Utilities (69 млн долл.), Student Loan Marketing (65 млн долл.), Kemper (63 млн долл.) и Loews (54 млн долл.)

Среди этих девяти лидеров всех времен две автомобильные фирмы, производитель сигарет и продуктов питания, табачно-страховой конгломерат, электроэнергетическая компания, на которой произошла авария\*,

\* Имеется в виду выброс радиации на атомной электростанции в Пенсильвании в 1979 году — Прим пер

Таблица 6-2 50 наиболее значимых акций банков в портфеле Magellan (1977–1990)

Alza SouthTrust (AL)	Boatmen's Bancshares (MO)
BankAmerica (CA)	Centerre Bancorporation (MO)
Wells Fargo (CA)	Bank of New York (NY)
Wilmington Trust (DE)	First Empire State (NY)
Landmark Banking (FL)	Irving Bank & Trust (NY)
Southwest Florida (FL)	KeyCorp (NY)
First Atlanta (GA)	Marine Midland (NY)
First Railroad & Banking (GA)	NCNB (NC)
SunTrust (GA)	Fifth Third Bank (OH)
Bancorp Hawaii (HI)	Huntington Bank (OH)
West One (ID)	National City (OH)
Harris Bankcorp (IL)	Society Corporation (OH)
Northern Trust (IL)	Continental Bank (Norristown) (PA)
American Fletcher (IN)	CoreStates Financial (PA)
Merchants National (IN)	Dauphin Deposit (PA)
First Kentucky (KY)	Girard Bank & Trust (PA)
First Maryland (MD)	Meridian Bank (PA)
Union Trust (MD)	PNC Financial (PA)
State Street Bank & Trust (MA)	Fleet/Norstar (RI)
Comerica (MI)	South Carolina National (SC)
First of America (MI)	First American (TN)
Manufacturers National (MI)	Third National (TN)
NBD Bancorp (MI)	Signet Bank (VA)
Old Kent Financial (MI)	Sovran Bank (VA)
Norwest Corporation (MN)	Marshall & Ilsley (WI)

телефонная компания, многопрофильная финансовая компания, компания индустрии развлечений и фирма, выкупающая займы на получение образования. Нельзя сказать, что все они были растущие, или циклические, или недооцененные, но все — перспективные и в совокупности принесли фонду 808 млн долл.

Очевидно, что любое мыслимое количество акций какой-нибудь небольшой фирмы практически не влияло на результаты Magellan. Однако совокупный эффект 90 или 100 таких компаний уже можно было заметить, и он действительно ощущался. Среди акций небольших фирм была масса таких, которые подорожали в пять раз, а некоторые — и в 10 раз. Лучшими за последние пять лет моей работы стали Rogers Communications Inc. (16-кратный рост), Telephone and Data Systems (11-кратный), а также Envirodyne Industries, Cherokee Group и King World Productions, цена которых поднялась в 10 раз.

King World — одна из тех компании, чей успех был очевиден миллионам американцев, точнее, всем, кто смотрит телевизор. Она обладает авторскими правами на передачи «Колесо фортуны» и «Опасность!». Один аналитик с Уолл-стрит рассказал мне о King World в 1987 году, и вскоре после этого я повел свою семью посмотреть запись «Колеса фортуны» с Ванной Уайт. Есть много звезд немого кино, но Ванна — единственная звезда немого телевидения, которая мне приходит на ум. King World также обладал правами на популярное ток-шоу, которое вела, если не ошибаюсь, Опра Уинфри.

Я навел справки и выяснил, что игровые шоу, как правило, живут от 7 до 10 лет. На самом деле, это очень устойчивый бизнес — гораздо стабильнее производства микросхем. Другая программа King World — «Опасность!» — существовала уже 25 лет, однако транслировалась в прайм-тайм всего четвертый год. «Колесо фортуны», самая рейтинговая телепрограмма,

*Таблица 6-3. 50 наиболее значимых акций розничных сетей в портфеле Magellan (1977–1990)*

Pic 'N' Save—discounter	Circuit City—appliances
Dollar General—discounter	The Good Guys—appliances
Service Merchandise—discounter	Sterchi Brothers—furniture
Wal-Mart—discounter	Helig-Myers—furniture
Zayre—discounter	Pier 1 Imports—home furnishings
Family Dollar—discounter	Edison Brothers—diversified
TJX Companies—discounter	Woolworth—diversified
K mart—discounter	Melville—diversified
Michaels Stores—discount crafts	Sterling—jewelry
Del Haze (Food Lion)—supermarkets	Jan Bell Marketing—jewelry
Albertson's—supermarkets	Costco—wholesale club
Stop & Shop—supermarkets and discounter	Pace Membership—wholesale club
Great A&P—supermarkets	House of Fabrics—home sewing
Lucky Stores—supermarkets	Hancock Fabrics—home sewing
American Stores—supermarkets	Transworld Music—records
Gottschalks—department stores	Toys "R" Us—toys
Dillard—department stores	Office Depot—office superstore
J. C. Penney—department stores	Pep Boys—Manny, Moe & Jack—auto supplies
May—department stores	Walgreen—pharmacy
Mercantile Stores—department stores	Home Depot—building supplies
Merry-Go-Round—apparel	CPI Corporation—photo stores
Charming Shoppes—apparel	Pearle Health—eye care
Loehmann's—apparel	Herman's—sporting goods
Children's Place—apparel	Sherwin-Williams—paint, etc
Gap—apparel	Sunshine, Jr.—convenience



выходила пятый год. Карьера Опры Уинфри шла в гору и цена акций King World тоже.

## РАБОТА НАД ОШИБКАМИ

Рассказав о лидерах, следует упомянуть и о согнях убыточных акций в активах фонда. Их список занимает несколько страниц. К счастью, в них не было вложено много денег. Ограничение убытков — существенный аспект управления портфелем.

В потере денег на акциях нет ничего стыдного. Это случается со всеми. Стыдно держаться за акции или, хуже того, покупать еще, когда финансовое положение становится неблагоприятным. Именно этого я стремился избегать. И хотя у меня было больше убыточных акций, чем подорожавших в 10 раз, я не продолжал покупать акции компаний, державших курс на главу 11\*. Это подводит нас к 13-му принципу Питера:

### **Никогда не рассчитывайте на подъем, если трубят «отбой».**

Рекордный убыток за все время работы мне принес Texas Air — 33 млн долл. Этот убыток мог быть и выше, если бы я не продал падающие акции. Я здорово пролетел и с Bank of New England. Очевидно, я переоценил его перспективы и недооценил последствия экономического кризиса в Новой Англии. Когда цена упала наполовину — с 40 до 20 долл., я начал фиксировать убытки. Последний лот ушел по 15 долл.

А в это время люди со всего Бостона, многие из которых — искушенные инвесторы, советовали мне покупать акции Bank of New England. Сначала по отличной цене в 15 долл., затем — по 10 долл., а когда акции дошли до 4 долл., они заявили, что это изумительная возможность, которую нельзя упускать. Я старался не забывать, что если цена акций стремится к нулю, то сколько ни заплати при их покупке, убытки все равно составят 100%.

Указать на тяжелое состояние банка может поведение цен на его облигации. В нем нередко проявляются истинные масштабы кризиса. Падение стоимости первоочередных долговых обязательств Bank of New England с номинала (100 долл.) до отметки ниже 20 долл. было красноречивее любых слов.

\* Имеется в виду глава 11 Кодекса о банкротстве США. — Прим. ред

Если компания платежеспособна, ее облигации стоят 100 центов на доллар долга. Но когда облигации оцениваются рынком всего в 20 центов, рынок таким образом пытается нам что-то сообщить. На рынке облигаций преобладают консервативные инвесторы, которые весьма бдительно следят за способностью компании погасить основную сумму долга. Поскольку в очереди претендентов на активы компании облигации расположены впереди акций, можно не сомневаться, что если облигации отдадут почти даром, то акциям вообще грош цена. Вот вам совет из опыта: перед покупкой дешевых акций неустойчивой компании, посмотрите, что происходит с ценами на ее облигации.

В списке моих самых неудачных инвестиций также значатся First Executive (24 млн долл. убытка), Eastman Kodak (13 млн долл.), IBM (10 млн долл.), Mesa Petroleum (10 млн долл.) и Neiman-Marcus Group (9 млн долл.). Я даже ухитрился потерять деньги на Fannie Mae в 1987 году, когда фондовый рынок падал, а также на Chrysler в 1988–1989 годах. Однако к тому времени я уже снизил долю Chrysler до менее 1% портфеля. Циклические компании — козыри в картах: передержал их — и прощай вся прибыль.

Подводя черту, я без особенного удивления отмечаю, что мне упорно не везло с акциями технологических компаний, включая 25 млн долл., которые я выбросил на Digital в 1988 году. Немногим меньшие суммы были потеряны на Tandem, Motorola, Texas Instruments, EMC (поставщик компьютерной периферии), National Semiconductor, Micron Technology, Unisys и, конечно, на IBM — этом непререкаемом и никчемном балласте всех респектабельных портфелей. У меня никогда не было чутья на технологический сектор, но это не мешало мне иногда увлекаться и обманываться на технологических акциях.

## ГЛАВА 7

---

# НАУКА, ИСКУССТВО И РАБОТА НОГАМИ

Следующие примерно 160 страниц представляют собой хронику телефонных звонков, биржевых игр и расчетов, которые и позволили мне отобрать акции 21 компании, рекомендованные мною на встрече в *Barron's* в 1992 году. Тот факт, что этот раздел занимает столько места, является прямым свидетельством того, что выбор фонда для инвестиций нельзя свести к простой формуле или рецепту, гарантирующим успех, даже если им строго следовать.

Выбор фонда — это одновременно и искусство, и наука, чрезмерное увлечение которыми может стать опасным. Человек, полностью посвятивший себя вычислениям, с головой уйдя в балансовые расчеты, вряд ли преуспеет. Если бы успех можно было предсказать, рассчитав баланс, математики и бухгалтеры были бы сейчас богатейшими людьми в мире.

Наивная вера человека в расчеты доказала свою несостоятельность еще во времена Фалеса, древнегреческого философа, который был так поглощен подсчетом звезд, что проваливался в ямы на дороге.

С другой стороны, подход к выбору фонда как к искусству может стать неблагодарным занятием. Под искусством я понимаю смесь интуиции, страсти и работы правого полушария головного мозга, отвечающего за художественный тип мышления. Как только за дело берется художник (в широком понимании этого слова), выигрышное вложение становится вопросом случая и интуиции. Удачливые люди делают деньги, неудачники обречены на поражение. Пытаться научиться этому — пустая трата времени.

Приверженцы такой точки зрения постоянно доказывают ее состоятельность, забывая про расчеты и просто «играя» на рынке, что приводит к еще большим потерям и к мысли о неблагоприятности фортуны. Одно из самых распространенных оправданий состоит в том, что «биржа словно женщина: никогда не знаешь, чего она хочет» Это, конечно, несправедливо по отношению как к женщине (какая женщина захочет, чтоб ее сравнили с акциями Union Carbide?), так и к бирже

Мой метод выбора акции, включающий элементы искусства, науки и работы ногами, остается неизменным вот уже на протяжении 20 лет. У меня есть Quotron, но не та новомодная рабочая станция, которой пользуются многие управляющие фондами и которая выводит на экран сразу все данные всех аналитиков во вселенной, а кроме того, рисует детальнейшие графики технического анализа и, насколько я знаю, позволяет поиграть в войну с Пентагоном и в шахматы с Бобби Фишером

Профессиональные инвесторы пропускают самое главное. Они борются за право купить информацию у таких служб, как Bridge, Shark, Bloomberg, First Call, Market Watch и Reuters, чтобы узнать, что делают другие профессиональные инвесторы, в то время как должны были бы проводить больше времени на воздухе. Куча программного обеспечения ни черта не стоит, если ты не проводишь в раздумьях о каждой компании большую часть своего времени. Поверьте мне, Уоррен Баффет не пользуется всей этой чепухой.

Раньше на встречах в *Barron's* моя любовь к биржевым играм приводила к тому, что я слишком увлекался рекомендациями. В 1986 году я рекомендовал более 100 различных акций Этот рекорд продержался до следующего года, в котором я рекомендовал уже 226 акций, на что Алан Абельсон сказал «Может, нам лучше спрашивать у тебя, какие акции ты НЕ любишь?» В 1988 году, не блещущем рекордами, я сдержал себя и уже рекомендовал только 122 акции (или 129, если считать семь акций Baby Bells отдельно) «Ты, я вижу, предоставляешь всем и вся равные возможности, — заметил Абельсон. — Никто не обделен твоим вниманием»

В 1989 я проявил еще большее самообладание и упомянул акции только 91 компании, которые мне особо нравились. И даже этого оказалось достаточно, чтобы один из распорядителей *Vaigon's* отметил: «Похоже, мы снова вынуждены спросить, что же тебе НЕ нравится. Такой список будет короче». В 1990 я вновь сократил список уже до 73 акций.

Я всегда считал, что поиск компаний для вложений напоминает поиск червей под камнями: перевернув 10 камней, вы наверняка найдете хотя бы одного червяка; перевернув 20 — найдете двух. В течение четырех лет, упомянутых выше, мне приходилось переворачивать более тысячи камней в год, чтобы найти достаточно червяков для и без того большой коллекции Magellan

Тот факт, что игра на бирже перестала быть моей основной работой, привел к тому, что в 1991 году я рекомендовал уже 21 акцию и столько же в 1992. Чем больше времени я стал уделять семье и заниматься благотворительностью, тем меньше камней я успевал перевернуть.

Меня это устраивало, так как биржевику, работающему неполный рабочий день, не нужно 50 или 100 выигрышных акций. Достаточно пары крупных побед в десятилетие, чтобы оправдать затраченные на это усилия. Мелкий инвестор может следовать «правилу пяти» и ограничить свой портфель до пяти пакетов. Если один из них увеличил ваш доход в 10 раз, а все остальные вместе взятые канули в лету, ваши деньги все равно утраиваются.

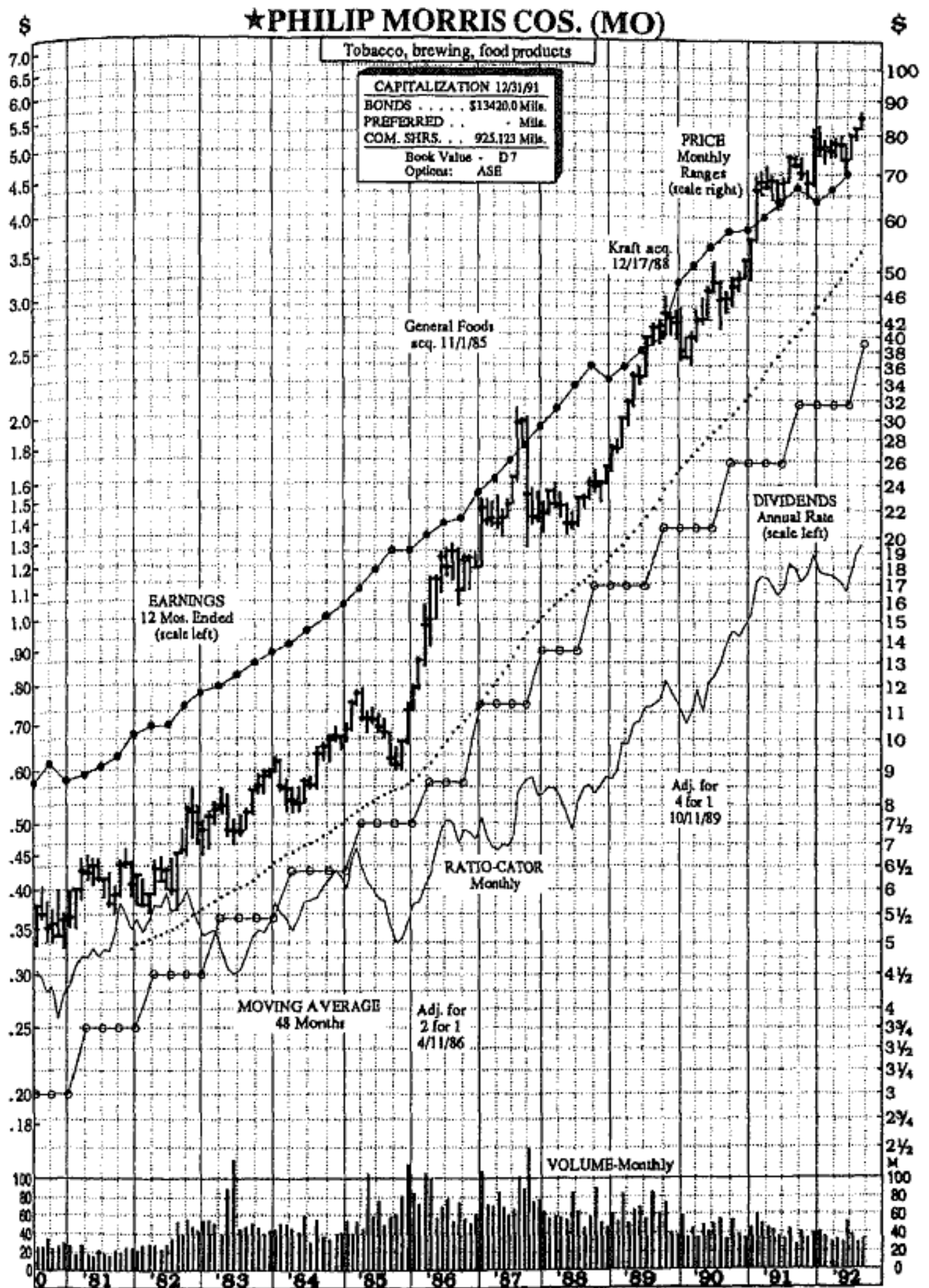
## ПЕРЕОЦЕНЕННЫЙ РЫНОК

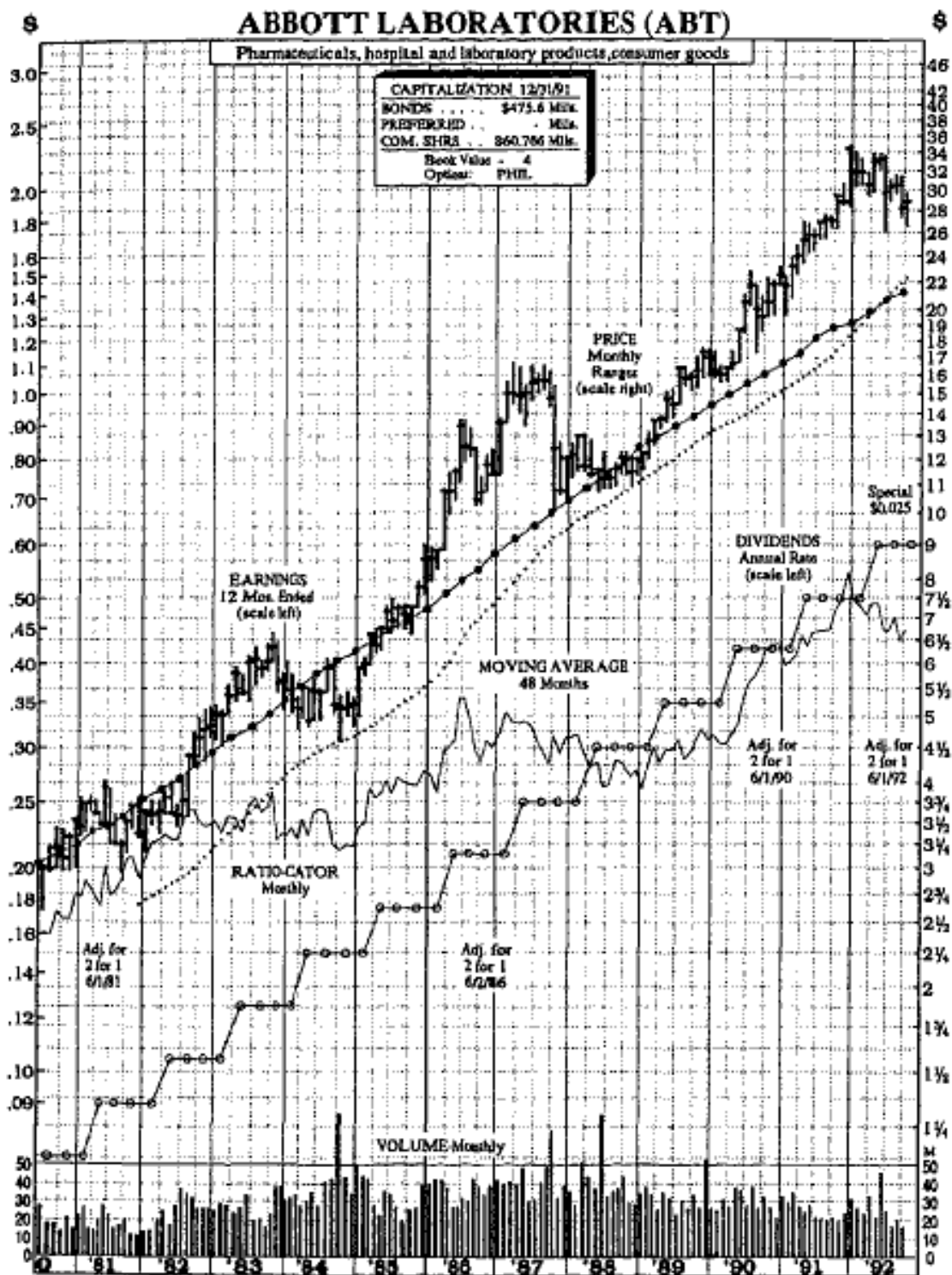
К моменту, когда состоялось очередное заседание «Круглого стола» в январе 1992 года, акции индекса Dow претерпели необычайный подъем, который к концу года составил 3200 пунктов, — и это был далеко не предел. В такой праздничной атмосфере, сопровождавшей прирост Dow на 300 пунктов за последние 3 недели, я был самым подавленным и расстроенным человеком на встрече: меня всегда больше угнетает переоцененный рынок, где множество акций ежедневно побивает новые рекорды, нежели рухнувший рынок в момент кризиса.

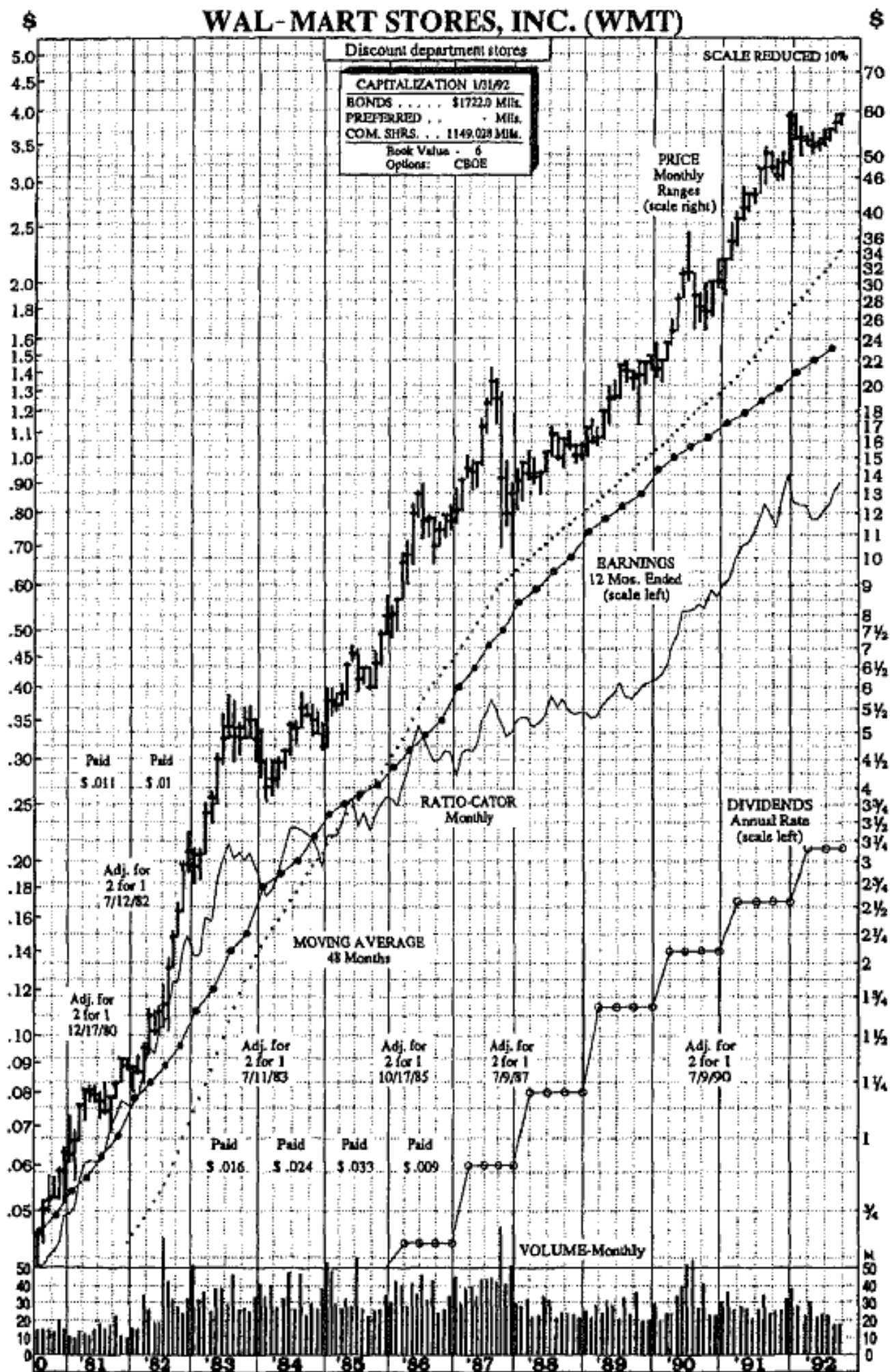
Кризисы, я считаю, рано или поздно заканчиваются, а на упавшем рынке повсюду заключаются выгодные сделки, тогда как при завышенном вообще трудно найти что-нибудь стоящее. Ergo, увлеченный скупщик акций, более счастлив, когда рынок падает на 300 пунктов, чем когда поднимается на то же самое число.

Многие крупные акции, особенно таких выдающихся компаний, как Philip Morris, Abbott, Wal-Mart и Bristol-Myers, поднялись в цене до отметки, намного превышающей реальную прибыль, как показано на рис. 7-1, 7-2, 7-3 и 7-4. Это было плохим знаком.

Переоцененные акции периодически «отдыхают» или падают в цене до более разумного уровня. Беглый взгляд на эти графики позволил мне предположить, что акции, совершившие чемпионский скачок в 1991 году, ничего не принесут или отойдут на второй план в 1992, даже в условиях благоприятной конъюнктуры на рынке. На неблагоприятном рынке они бы потеряли до 30%. На встрече в *Barron's* я сказал, что благотворительность пока не является моим приоритетом, — меня больше интересуют растущие акции.









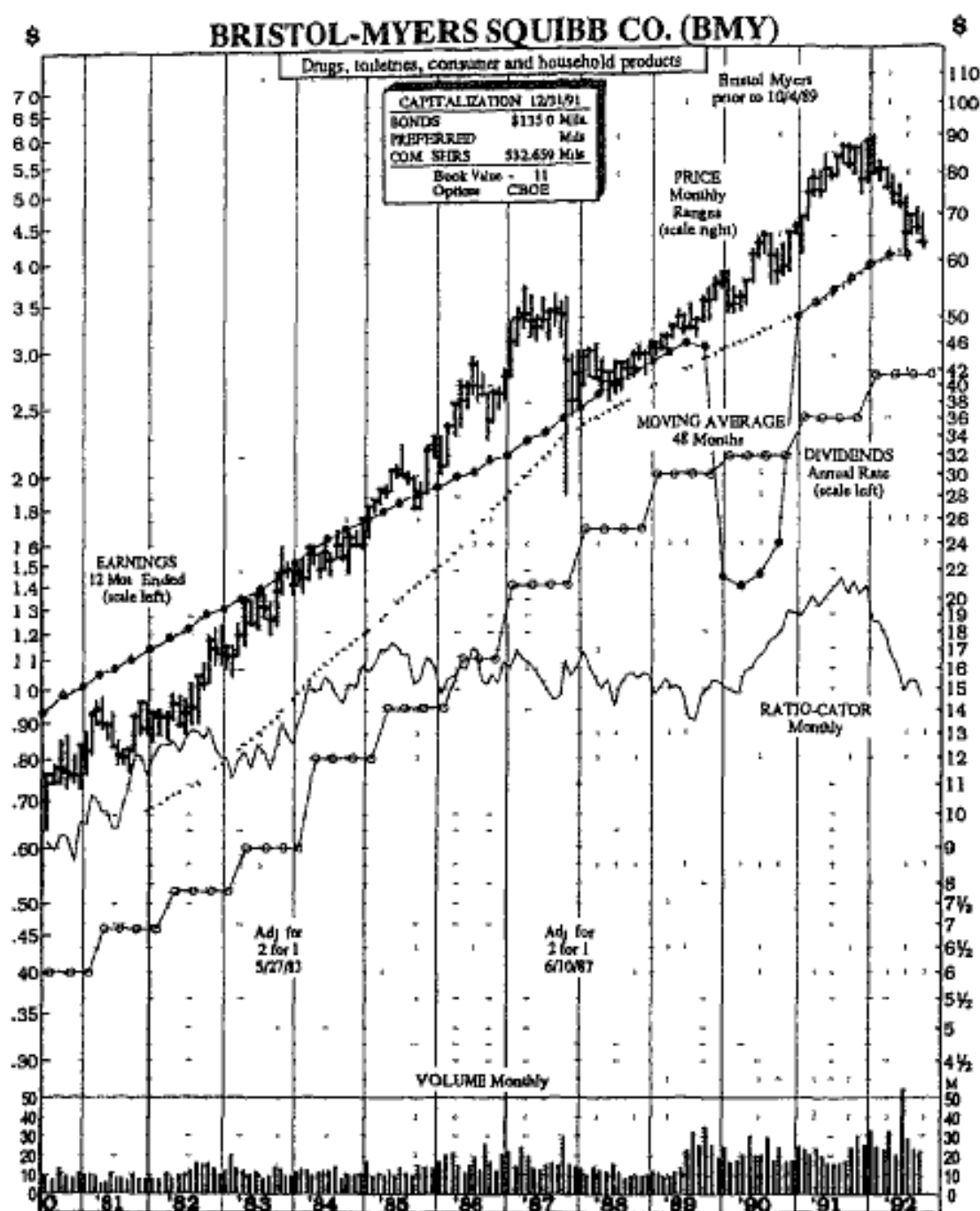


Рисунок 7-4

Нет более быстрого способа узнать, переоценены, недооценены или справедливо оценены те или иные акции, чем глянуть на графики (доступные в любой библиотеке или брокерской конторе). Следует

скупать акции, когда их цена на уровне или ниже уровня приносимой прибыли, а не когда цена уходит в опасную зону, превышающую линию прибыли.

Индексы Dow и S&P 500 тоже достигли очень высокого уровня балансовой стоимости, доходов и других общепринятых показателей, а многие менее крупные акции этого не добились. Поздней осенью, когда я обычно начинаю готовиться к встрече в *Barron's*, ежегодная продажа ценных бумаг за неуплату налогов разорившимися инвесторами снизила цены на малые компании до смешного уровня.

Можно неплохо зарабатывать, скупая дешевые акции в ноябре и декабре, во время периода продаж за неуплату, и удерживая их до января, когда цены, как правило, повышаются. Так называемый «эффект января» особенно проявляет себя на небольших компаниях, которые в тот самый месяц выросли на 6,86%, в то время как в среднем акции поднялись всего на 1,6%.

В 1992 году я планировал выгодно вложиться именно в акции малых компаний. Но прежде чем начать исследование увлекательного мира этих акций, я обратил внимание на компании, которые рекомендовал в *Barron's* в 1991 году.

Не скупайте акции разнообразных новых компаний только для того, чтобы дать себе повод заглянуть лишний раз в газету или посмотреть телеканал CNBC! Иначе вы кончите тем, что, имея слишком много разных акций, не сумеете вспомнить, зачем вы их покупали.

Иметь на руках разумное количество различных акций и ограничивать число покупок и продаж — очень неплохая стратегия. Купив однажды акцию, вероятно, вы изучили отрасль и место этой компании в ней: как она ведет себя во времена кризисов, какие факторы влияют на ее доходы и т.д. Какой-нибудь мрачный сценарий неизбежно послужит причиной спада на рынке акций, любимые акции вновь станут выгодным приобретением, и вы добавите их к своему активу.

Распространенная практика покупки, продажи и забывания длинного списка компаний уже не имеет успеха, хотя многие инвесторы все еще придерживаются ее. Они хотят выбросить из головы все свои старые акции, потому что старые акции вызывают болезненные воспоминания. Если они не потеряли деньги, продав их слишком поздно, значит, они потеряли деньги, продав их слишком рано. В любом случае, об этом хочется забыть.

Акция, которая вам некогда принадлежала, особенно подскочившая в цене, когда вы ее продали, вызывает нормальное человеческое желание

пропустить страницу с ее котировками. Некоторые просто крадутся по проходам супермаркета в страхе увидеть рекламу знакомой марки. Я знаю людей, которые читают таблицы котировок, закрыв пальцами глаза, дабы защитить себя от эмоционального шока и не заметить, что акции Wal-Mart выросли в цене вдвое после того, как они их продали.

Нужно тренироваться, чтобы преодолевать подобные фобии. После запуска Magellan мне пришлось иметь дело с акциями, которыми я уже владел когда-то, иначе мне просто нечего было бы покупать. Вместе с тем я научился думать об инвестициях не как об отдельных событиях, а как о многосерийной саге, в сюжете которой время от времени происходят неожиданные повороты. До тех пор пока компания держится на плаву, история не заканчивается. Акция, которой вы владели 10 или 5 лет назад, может вновь стать выгодной покупкой.

Чтобы быть в курсе того, как идут дела ранее любимых мною акции, я ношу при себе большой студенческий блокнот, типа *Boswell's Life of Johnson & Johnson*, в который заношу наиболее значимые детали квартальных и ежегодных отчетов и причины, по которым я приобретаю или продаю ту или иную акцию. По дороге в офис или вечером дома я листаю свои записи, как другие люди листают любовные письма, найденные на чердаке.

В этот раз я просмотрел выборку из 21 акции, сделанную мной в 1991 году. Это был разнородный пакет акций, который очень хорошо заработал в год, когда рынок в целом испытывал резкий рост цен после падения. Акции S&P поднялись на 30%, да и все акции, рекомендованные мной на встрече в *Barron's*, выросли на 50 или более процентов. Список включал Kemper (страховые и финансовые услуги), Household International (финансовые услуги), Cedar Fair (парки развлечений), EQK Green Acres (торговый центр), Reebok (спортивные товары), Caesars World (казино), Phelps Dodge (медные изделия), Coca-Cola Enterprises (напитки), Genentech (биотехнологии), American Family, ныне AFLAC (японское страхование от рака), K mart (розничная торговля), Unimac (индонезийская нефть), Freddie Mac и Capstead Mortgage (ипотечное кредитование), SunTrust (банк), пять ссудо-сберегательных ассоциаций и, наконец, Fannie Mae (ипотечное кредитование) — акция, которую я рекомендовал на протяжении 6 лет.

Я внимательно перечитал свои дневники и заметил несколько важных изменений. Самое главное — цены акций поднялись. Это не было достаточной причиной, для того чтобы рекомендовать их повторно, но в большинстве случаев это также означало, что акции уже перестали быть выгодной покупкой по хорошей цене.

Таковыми акциями стали акции фирмы Cedar Fair, которая владеет парками развлечений в Огайо и Миннесоте. В 1991 году я обратил внимание на акции Fair из-за их высокой доходности (11%). Они продавались по

цене чуть меньше 12 долл. Годом позже они стоили 18 долл., но при этом их доходность снизилась до 8,5%. Это все еще было неплохо, но не настолько хорошо, чтобы заставить меня вложиться в Cedar Fair. Мне нужен был какой-то признак, указывающий на то, что доходы могут увеличиться. Из общения с представителями компании я выяснил, что ничто в их работе не предвещает увеличения оборота. Поэтому я решил, что найду варианты и получше.

Таким же образом я отсеял еще 20 компаний. От EQK Green Acres я отказался из-за тревожных признаков, которые разглядел в их последнем квартальном отчете. Я всегда считал очень полезным уделять внимание текстам в этих маленьких брошюрках. Мой взгляд привлекло то, что компания, владеющая торговым центром на Лонг-Айленде, рассуждает о том, стоит или нет выплачивать ежеквартальную надбавку (размером в 1 цент) к дивидендам, что было у них традицией. Green Acres увеличивала дивиденды каждый квартал вот уже 6 лет, с тех пор как компания стала акционерным обществом. Отмена надбавки позволяла им сэкономить 100 тыс. долл., и мне это показалось жестом отчаяния. Когда компания, имеющая традицию повышать дивиденды, публично заявляет о прекращении такой практики ради незначительной экономии, — это сигнал, который стоит принять во внимание (в июле 1992 года EQK Green Acres не только не подняла дивиденды, но и радикально сократила их).

Coca-Cola Enterprises упала в цене, но перспективы предприятия становились все мрачнее, так что я отклонил и этот вариант. Fannie Mae поднялась в цене, но их перспективы были превосходными, так что я вернул ее в список на седьмой год. Тот факт, что акция упала в цене, еще не причина для покупки, а увеличение цены — не причина для продажи. Также я решил повторить рекомендацию по Phelps Dodge и двум ссудо-сберегательным ассоциациям по причинам, которые мы обсудим позже.

# ШОППИНГ РАДИ АКЦИЙ

## СЕКТОР РОЗНИЧНОЙ ТОРГОВЛИ

Изучив выборку прошлого года и выделив пять компаний, достойных войти в мой список рекомендаций еще раз, я начал новый отбор в своей обычной манере. Я обратился к своему любимому источнику инвестиционных идей — торговому центру Burlington Mall.

Burlington Mall находится в 40 километрах от моего родного города Марблхед. Восхитительная атмосфера этого гиганта, который, кстати, включает в себя большое количество торговых центров, из них только 450 в США, просто идеально подходит для изучения акций. Акционерные общества в пору расцвета, кризиса, банкротства или смены стратегии можно изучать в любой день недели, и неважно, кто ты — любитель или профессионал. В качестве инвестиционной стратегии поход по магазинам — гораздо лучший способ, чем консультации брокеров или чтение финансовой прессы. Большинство крупнейших скупщиков акций всех времен посещали места, где миллионы потребителей делают покупки. Акции на 10 тыс. долл., купленные в 1986 году у четырех самых популярных розничных компаний — Home Depot, Limited, Gap и Wal-Mart Stores — и удерживаемые в течение 5 лет, к концу 1991 года поднялись бы в цене до более чем 500 тыс. долл.

Поездка в Burlington Mall навевает на меня воспоминания о многих других розничных компаниях, акции которых я покупал и продавал в прошлом. Выехав из Марблхеда, я проезжаю: два магазина Radio Shacks, которыми владеет компания Tandy (10 тыс. долл., инвестированных в них в начале 70-х, превратились бы в 1 млн долл. в 1982 году, когда случился

подъем акций), магазин компании Toys "R" Us, акции которой поднялись с 25 центов до 36 долл., Kids "R" Us, магазин Ames Department Store — напоминание о том, что минимальная цена акции может равняться нулю; и еще LensCrafters — крупную компанию, проблемой которой стал переход в холдинг U S Shoe

Приближаясь к Burlington с севера по шоссе № 128 — источнику появления многих высокотехнологичных и динамичных компаний 60-х, таких как Polaroid и EG&G, когда эта территория была еще одной американской Кремниевой долиной, — я сворачиваю со скоростной трассы. Выезжая с эстакады, я проезжаю мимо Howard Johnson's, акции которой испытали необычайный подъем в 50-х, Taco Bell, замечательные акции которой были затем скуплены Pepsi, что привело к резкому взлету доходов Pepsi; Chili's (с их забавным биржевым тикером EAT), акции которой я так и не купил, несмотря на рекомендации моих детей, так как я думал: «Ну кому нужен очередной ресторан Chili's?»

Парковочная стоянка у Burlington Mall размером с центральный район моего городка Марлбхед всегда забита до отказа. На дальнем конце стоянки расположена станция технического обслуживания, рекламирующая шины Goodyear, акции которой я купил за 65 долл. и тут же пожалел, хотя позже эта сумма вернулась.

Главное здание представляет собой гигантский крест, восточную часть которого занимает Jordan Marsh, а южную — Filene's, обе ранее принадлежавшие застройщику Роберту Кампо. Кампо вломился однажды в мой офис, фонтанируя фактами и цифрами о розничной торговле, и я считал его выводы настолько впечатляющими, что купил акции его Camreau Corporation, что стало очередной ошибкой. В северной части расположен Lord & Taylor, (теперь это филиал от May Department Stores — компании, испытавшей небывалый рост), а в западном крыле находится Sears, достигшая пика 20 лет назад и более не поднимавшаяся так высоко.

Центральная часть торгового центра напоминает мне площадь старого города, с прудами и парковыми скамьями, большими деревьями и прогулками влюбленных пар всех возрастов. Вместо обычного кинотеатра, выходящего в парк, там находится мультиплекс вдоль аллеи, а вместо аптеки, магазина скобяных изделий и магазина товаров со скидкой там расположены торговые точки 160 разнообразных компаний, занимающих 2 этажа торговых площадей, по которым неспешно прогуливаются покупатели. Но для меня это не просто прогулка: я провожу там фундаментальный анализ потенциальных вложений капитала. Такой обзор дает больше, чем целый месяц инвестиционных конференций.

Жаль, что в Burlington Mall нет брокерского офиса, потому как было бы очень удобно сидеть тут весь день и следить за торговлей различных

магазинов, затем спуститься к брокеру и заказать акции компаний, владеющих теми магазинами, которые наиболее популярны.

Эта далеко не простая, как может показаться, техника подводит нас к 14-му принципу Питера:

**Если вам нравится магазин, наверняка вы любите и его акции.**

Единообразие вкуса в еде и моде не только влечет за собой культурную деградацию, но и приносит успех владельцам розничных магазинов и ресторанов. То, что продается в одном городе, практически наверняка будет продаваться и в другом. Как это происходит, например, с орешками, безалкогольными напитками, гамбургерами, видеокассетами, услугами частных лечебниц, нижним бельем, платьями, садовым инвентарем, йогуртом и похоронными услугами. Инвестор, который сделал бы вклад в Westward Но компании Home Depot, основанной в Атланте, или в Eastward Но компании Taco Bell из Калифорнии, или Southward Но компании Lands' End из Висконсина, или Northward Но компании Wal-Mart из Арканзаса, или Coastward Но компании Gap или Limited, обе со Среднего Запада, сейчас имел бы достаточно денег, чтобы путешествовать по всему миру и посещать только бутики, а не универмаги и сетевые магазины.

В 50-х годах возможностей заработать деньги на акциях магазинов розничной торговли было меньше. Это было десятилетие, известное массовым производством и «печенюшными домиками», но все еще такое многообразное в отношении покупательских и вкусовых привычек людей. Когда Джон Стейнбек написал «Путешествие с Чарли в поисках Америки», то он и Чарли еще смогли бы отличить магазины друг от друга, но теперь, если закинуть их в Burlington Mall, а затем с завязанными глазами отвезти в галерею магазинов Spokane mall, Omaha mall или Atlanta mall, они бы решили, что не сдвинулись ни на сантиметр.

Я стал относиться предвзято к розничной торговле с тех пор, как познакомился с Levitz Furniture в начале их стократного подъема — опыт, который я никогда не забуду. Такие компании не всегда добиваются успеха, но, по крайней мере, легко отслеживать их развитие, что, безусловно, является еще одним плюсом. Вы можете спокойно ждать, когда сеть магазинов докажет свою жизнеспособность в одном регионе, затем проследить за их перемещением и посмотреть, как они работают в других регионах, прежде чем вложить в них деньги.

Работники торговых центров знают ситуацию изнутри. Они всегда в курсе всех дел, кроме того, они общаются с коллегами из других магазинов сети и знают, какие магазины работают более успешно, а какие менее.

Управляющие торговых центров имеют преимущество перед всеми — у них есть доступ к информации о месячных продажах и возможность просчитывать предстоящие расходы. Любого управляющего магазина Gap или Limited, кто не купил акции, из первых рук зная о том, как развиваются эти магазины из месяца в месяц, следует привязать скотчем к позорному столбу и выставить в витрину местного офиса Charles Schwab. Даже Айвен Боески\* никогда не имел столько полезной информации — поэтому ему приходилось обманывать.

У Линчей нет родственников, которые бы работали управляющими торговых центров, иначе я приглашал бы их пару-тройку раз в неделю на ужин. Но зато у нас в семье есть покупатели — следующие по значимости подсказчики. Моя жена Кэролин сейчас уже не так много времени тратит на магазины, как это было раньше (хотя у нее есть несколько подруг, имеющих «черный пояс» по шоппингу), зато наши три дочери с лихвой восполняют эти ее недоработки. Мне потребовалось некоторое время, чтобы извлечь из этого пользу.

Пару лет назад мы сидели за кухонным столом, когда Анни спросила: «А Clearly Canadian является акционерным обществом?» Подобная постановка вопроса в нашей семье заслуживает особого поощрения. Я уже знал, что они любят этот новый газированный напиток от Clearly Canadian, которым был забит наш холодильник, но вместо того, чтобы правильно истолковать такой намек, я посмотрел список акций индекса S&P, не увидел там эту компанию и тут же о ней забыл.

Оказалось, что Clearly Canadian была зарегистрирована на канадских биржах, но еще не успела попасть в индекс S&P. Очень печально, что я не разобрался в этом сразу. После того как Clearly Canadian стала акционерным обществом в 1991 году, ее акции подскочили с 3 долл. до 26,75 долл., что принесло девятикратную прибыль буквально за один год, прежде чем упасть до уровня в 15 долл. Такую прибыль за десять лет был бы счастлив получить любой инвестор. Clearly Canadian превзошла все те компании, которые я рекомендовал в *Vision's* в 1991 году.

Также я проигнорировал все их позитивные отзывы насчет ресторанов Chili's. Мои девочки часто ложились спать в зеленых футболках Chili's, и это каждый раз напоминало мне о том, какую глупость я совершил, не рассмотрев всерьез возможность вложить в Chili's средства. Многие

---

\* Айвен Боески находился в центре грандиозного скандала, который едва не уничтожил Уолл-стрит. Вместе с тремя другими выдающимися махинаторами: Майклом Милкеном, Мартином Зигелем и Деннисом Левином, Боески организовал преступную сеть, занимавшуюся биржевыми спекуляциями, при этом члены группы, имея доступ к конфиденциальной информации, разрабатывали потрясающие по своей изощренности схемы мошенничества, которые принесли им миллиарды долларов — *Прим пер.*



родители следуют плохим советам соседей и покупают акции золотодобывающих предприятия или агентств по сделкам с недвижимостью вместо того, чтобы сходить с детьми в торговый центр, где они тут же наткнулись бы на Gap с их 1000% чистой прибыли с 1986 по 1991 год. Даже если бы они сходили с детьми в Gap только в 1991 году, они бы удвоили любое вложение только за один этот год, что превзошло бы любое вложение во все известные крупные фонды.

Все мы любим думать, что наши дети каждый по-своему уникален, но все они также являются покупателями с похожими вкусами к бейсболкам, футболкам, носкам и искусственно мятым джинсам, поэтому, когда моя старшая дочь Мэри покупает себе одежду в Gap, логично думать, что все подростки этого поколения делают то же самое.

Мэри открыла для себя Gap летом 1990 года, когда покупала одежду для школы на втором этаже Burlington Mall (Вот еще одна подсказка опытного наблюдателя торгового центра: в двухъярусных центрах самые популярные розничные магазины расположены на втором этаже. Менеджеры располагают их таким образом, чтобы как можно больше посетителей прошло через другие магазины по пути в самое оживленное, а значит, и самое прибыльное место). Во времена, когда компания Gap специализировалась только на джинсах, мнение моей дочери о ней было не очень высокое, но, как и тысячи других подростков, ее привлекли красочные новые товары. И вновь я проигнорировал этот признак, также как с Chili's и Clearly Canadian. В 1992 году я принял решение больше не повторять подобных ошибок.

В канун Рождества я повез своих дочерей в Burlington на «Рождественское путешествие в страну подарков», как было указано на вывеске, но для меня это была исследовательская экспедиция. Я хотел, чтобы они сводили меня в свои любимые магазины. Основываясь на предыдущем опыте, я решил, что это будет самым безошибочным сигналом к покупке. Магазин Gap был переполнен как обычно, но туда они повели меня не сразу. Сначала мы пошли в Body Shop.

Body Shop торгует лосьонами и гелями для душа из бананов, орехов и ягод. Они продают восковую тушь, бальзам для губ из киви, жидкий крем из моркови, масло орхидей, очищающее молочко, скраб из меда и овсянки, лосьон из малины, шампунь на основе морских водорослей и березовой коры и что-то уж совсем загадочное под названием «Шампунь из ила Rhassoul» «Шампунь из ила Rhassoul» — это не то, что я обычно заносу в список необходимых покупок, но, очевидно, другие заносят, потому что магазин ломился от покупателей.

Вообще-то, Body Shop был одним из трех самых оживленных магазинов во всем торговом центре вместе с Gap и Nature Company, которым владеет CML. Они еще выпускают популярный NordicTracks, который

есть практически в каждой семье. По моим грубым подсчетам, Body Shop и Nature Company вместе занимают около 900 кв. метров, но, похоже, по торговле ничем не уступают Sears, который занимает 3000 кв. метров торговых площадей и выглядит совсем пустым.

Наблюдая, как мои дети тащат бутылки бананового геля для душа к кассе, я вспомнил, что молодой аналитик Fidelity Моника Кальмансон рекомендовала Body Shop на одной из еженедельных встреч еще в 1990 году. Я также вспомнил, что главный библиотекарь Fidelity Кэти Стивенсон впоследствии покинула свою хорошо оплачиваемую и ответственную работу (она руководила отделом из 30 человек), чтобы открыть магазин Body Shop на условиях договора франшизы на свои собственные деньги.

Я спросил у одного из служащих, является ли мисс Стивенсон хозяйкой конкретно этого магазина, и оказалось, что является, хотя на месте в момент нашего визита ее не было. Я оставил ей записку с предложением встретиться.

Молодые, полные энергии продавцы, которых было по меньшей мере 12 человек, очень неплохо управляли магазином. Мы купили несколько упаковок шампуня и мыла для тела, ингредиенты которых составляли впечатляющий список.

Вернувшись в офис, я поискал Body Shop в главном списке акций, который был в Magellan в день моего отъезда, — распечатка, в два раза большая телефонного справочника моего города. И там, к моему разочарованию, я увидел, что делал контрольную покупку акций этой компании и каким-то образом позабыл об этом. Акция Body Shop была одной из многих акций типа «поживем — увидим», которую я купил, чтобы следить за дальнейшим развитием компании, но, видимо, забросил это дело. До моего похода в Body Shop вы могли бы мне сказать, что это автомасстерская, и я бы поверил в это. Небольшая амнезия всегда случается, когда вы пытаетесь удержать в голове 1400 компаний.

Прочитав доклады аналитиков пары брокерских контор, я узнал всю ее историю. Это была английская компания, которую открыла одна честолюбивая домохозяйка, Анна Роддик. Ее муж часто уезжал из города по делам, и она, вместо того чтобы смотреть по телевизору мыльные оперы или ходить на занятия по аэробике, начала экспериментировать с травами в гараже. Ее составы стали так популярны, что она начала продавать их соседям, и вскоре ее предприятие на заднем дворе превратилось в серьезный бизнес. Компания стала акционерным обществом в 1984 году, и ее акции тогда продавались по 5–10 пенсов за штуку.

За скромным началом последовало быстрое превращение компания Body Shop в транснациональную франчайзинговую сеть, продающую составы для ухода за кожей из фруктов и трав. Несмотря на два серьезных

удара (акция потеряла половину стоимости во время Большой коррекции и во время войны в Персидском заливе), за шесть лет пятипенсовые акции стали стоить 362 пенса — более чем 70-кратное увеличение инвестиций счастливых друзей основателей компании, которые приобрели акции в момент ее создания.

Акции Body Shop продаются на Лондонской бирже, но их также можно продать и купить у большинства американских брокеров.

Это социально ориентированное предприятие типа Celestial Seasoning или Ben & Jerry's, торгующего мороженым. Body Shop работает с натуральными ингредиентами (включая компоненты, добываемые из тропических деревьев индейцами кайяпо, которые, если бы не имели такой работы, возможно, вырубил бы уже все деревья, чтобы как-то прожить), избегает рекламы, дает всем работникам один оплаченный выходной в неделю для общественной работы, пропагандирует здоровье вместо красоты (в конце концов, не всем нам быть красавцами!), пускает в переработку свои пакеты для покупок и платит по 25 центов за каждый маленький бутылек, возвращенный для повторного использования.

Пристрастие Body Shop тратить таким образом средства никоим образом не повлияло на доходы франчайзинговых магазинов. Кэти Стивенсон рассказала мне, что владелец компании-франчайзера может обернуть вложенные средства уже в первый год. Она так хорошо преуспела с магазином в Burlington, что готовилась открывать второй магазин на Гарвардской площади — и это при всеобщем финансовом упадке.

Несмотря на экономический кризис, магазины Body Shop, работающие по всему миру, заявили об увеличении объема продаж по «продажам на тех же площадях» в 1991 году («продажи на тех же площадях» — это один из двух или трех ключевых факторов, используемых при анализе розничных операций). Продукция Body Shop дороже шампуней и лосьонов, продающихся в магазинах уцененных товаров, но дешевле тех, что продаются в специализированных магазинах или в универмагах. Этот фактор позволил компании занять определенную ценовую нишу.

Лучшая часть этой истории заключается в том, что экспансия этой сети еще только началось, а сама концепция уже получила всемирное признание. Страна с самым большим количеством магазинов Body Shop на столицу — Канада (92 торговые точки). Сейчас Body Shop стал самым прибыльным проектом из всех предприятий розничной торговли в Канаде по продажам с квадратного метра площади.

Только один магазин Body Shop был в Японии, один в Германии и 70 — в США. Сдается мне, что если Канада, население которой равняется одной десятой населения США, может иметь 92 магазина Body Shop, то США могут вместить как минимум 920.

С годами компания развивалась более осторожно и расширяла свою сеть весьма осмотрительно. Следует избегать розничных предприятий, разрастающихся слишком быстро, особенно на деньги, взятые в кредит. А так как Body Shop представляла собой франчайзинговую структуру, то и развиваться она могла на деньги франчайзеров.

Кэти Стивенсон рассказала мне об осторожной, продуманной политике компании. Она уже доказала свое умение успешно управлять магазином в Burlington, но прежде чем ей подписали лицензию на второй магазин на Гарвардской площади, председатель совета директоров специально прилетел из Англии, чтобы осмотреть новый точку и оценить эффективность ее работы. Это не было бы столь примечательным, если бы Body Shop инвестировала свои собственные средства. Но это были кровные деньги мисс Стивенсон, и даже этого было недостаточно, чтобы автоматически удовлетворить ее прошение об открытии второго магазина под торговой маркой Body Shop.

По счастливой случайности, я знал владельца одного из магазинов Body Shop, но миллионы покупателей во всем мире могли бы также почувствовать присущий этой компании дух предпринимательства, посетив один из магазинов, получить те же факты и цифры, почитав годовые и ежеквартальные отчеты. Я рассказал своему партнеру по покеру, что ходил в Body Shop, и он признался, что его жена и дочь обожают это место. А когда люди разных возрастов отдают предпочтение одному и тому же, пора начинать расследование.

Результаты «продаж на тех же площадях» были хорошие, планы развития были достаточно реалистичными, баланс предприятия устойчивым, а сама компания за год росла на 20–30%. Так что же не так в этой истории? Это коэффициент «цена/прибыль», который по оценкам агентства Standard & Poor's равнялся 42 в 1992 году.

Цена любой акции, в 40 раз превышающая прогнозируемую прибыль на эту акцию в будущем году, чересчур завышена, а в большинстве случаев просто непомерна. Элементарный подсчет показывает, что акция должна иметь цену, не большую, чем темп роста — величина, на которую растет цена акции каждый год. Даже самые быстрорастущие компании очень редко достигают отметки, превышающей темп роста на 25%, а уж 40%-й рост — просто диковина. Такой неистовый прогресс не может длиться долго, поэтому компании, растущие слишком быстро, имеют склонность к саморазрушению.

Два аналитика, следящие за Body Shop, предсказывали, что темп роста компании продержится на 30%-м уровне еще пару лет. И здесь мы получаем 30%-й рост при 40-кратной стоимости. Если абстрагироваться, такие цифры выглядят не очень привлекательно, но с точки зрения перспективы текущего рынка акций они не такие уж и плохие.

В тот момент, когда я занимался исследованием этой компании, ее коэффициент «цена/прибыль» был равен 30. И если бы мне предстоял выбор между акциями Coca-Cola с их 15% роста при 30-кратной стоимости и Body Shop — 30% роста при 40-кратной стоимости — я бы предпочел последние. Компания с высоким коэффициентом P/E и быстрым ростом в итоге превзойдет компанию с низким коэффициентом и низким темпом роста.

Ключевой вопрос заключался как раз в том, как долго сможет Body Shop удерживать 25–30%-й темп роста, чтобы «догнать» завышенную текущую цену. Это было практически невероятно, но, тем не менее, я был поражен тем, как компания продолжала доказывать свою состоятельность, завоеывая все новые рынки, и тем, как быстро она обрела мировую популярность. Она вышла на международный рынок, едва встав на ноги. Компания работала уже на шести континентах. Если все пойдет по плану, то вскоре мы увидим тысячи магазинов Body Shop, и тогда ее акции вырастут еще на 7000%.

Эта глобальная и уникальная в своем роде компания воодушевила меня поддержать ее публично на «Круглом столе» в *Barron's*. Я бы не стал ее расхваливать как единственную компанию, акции которой должен иметь каждый, к тому же я понимал, что разница в цене акции и прибыли с нее могла обернуться в будущем проблемами. Лучший способ разрешить ситуацию, в которой вы любите компанию, но не текущую цену ее акции, это сделать небольшое вложение, а затем увеличить его на следующей распродаже акций.

Вопрос, который волнует всех в связи с быстрорастущими компаниями розничной торговли, такими как Body Shop, Wal-Mart или Toys "R" Us, — это сколько еще есть времени, чтобы успеть ухватиться за выгодную цену акции. Конечно, вы можете ждать, пока все не станет ясно само собой, прежде чем инвестировать что-либо. Вам не обязательно торопиться скупать акции, пока изобретательница лосьонов Body Shop все еще тестирует оригинальные смеси в своем гараже. Вы можете не покупать акции, когда открылись 100 магазинов Body Shop в Англии или даже 300 или 400 во всем мире. Восемь лет прошло с тех пор, как компания стала акционерной, а моя дочь привела меня в торговый центр Burlington, но все еще было не поздно сделать деньги на акциях компании, которой было далеко до финиша.

Если кто-нибудь скажет вам, что акция, цена которой увеличилась в 10 или 50 раз, не сможет подняться выше, покажите ему графики Wal-Mart. 23 года назад, в 1970, компания Wal-Mart стала акционерным обществом, имея на тот момент 38 магазинов, большинство из которых располагалось в Арканзасе. Через 5 лет, в 1975 году, компания Wal-Mart имела

104 магазина, а цена акции увеличилась в 4 раза. Через 10 лет после выпуска акций, в 1980 году, компания имела 276 магазинов, а цена акции достигла почти 20-кратного увеличения. Многие счастливые жители Бентонвилля, штат Арканзас, родного города основателя Wal-Mart, ныне ушедшего из жизни Сэма Уолтона, вложили свои средства на ранних стадиях и за первые 10 лет увеличили свой капитал в 20 раз. Может, наступило время не быть таким алчным, скажете вы, продать акции и вложиться в компьютерные технологии? Нет, если акции приносят доход. Акции все равно, кто ею владеет, а вопросы алчности лучше всего решать в церкви или в кабинете психиатра, но не при подсчете доходов.

Вопрос состоит не в том, накажут ли акции Wal-Mart их жадных владельцев, а в том, достаточно ли компания насытила рынок. Ответ был прост: даже в 70-х, когда акции уже приносили прибыль, магазины Wal-Mart работали только на 15% территории страны — 85% оставалось для роста.

Вы могли бы приобрести акции Wal-Mart в 1980 году, через десять лет после первого выпуска, после 20-кратного роста прибыли и после того, как Сэм Уолтон стал знаменитым как миллиардер, сам водивший пикап. Если бы вы продержали акции с 1980 по 1990, вы бы умножили свое состояние в 30 раз, а в 1991 получили бы еще 60% к своим деньгам, вложенным в Wal-Mart, что в конечном итоге составило бы пятидесятикратную прибыль за 11 лет. Первые терпеливые вкладчики очень жадные, но у них нет проблем с тем, чтобы заплатить психиатру.

В розничной компании или сети ресторанов рост, увеличивающий прибыль, и цена акции зависят главным образом от экспансии на рынке. До тех пор пока показатель «продаж на тех же площадях» растет (а эти цифры указываются в ежеквартальных и годовых отчетах), а компания твердо стоит на ногах и следует планам развития, о чем сообщает в отчетах акционерам, такие акции стоит покупать.

Биржевое сокращение	Компания	Цена акции на 13.01.92
BOSU*	Body Shop	325p

\* Traded on London Stock Exchange

## **ГЛАВА 9**

---

# **ПОИСК В ПЛОХИХ НОВОСТЯХ**

### ***КАК КРИЗИС НА РЫНКЕ НЕДВИЖИМОСТИ ПРИВЕЛ МЕНЯ К PIER 1, SUNBELT NURSERY И GENERAL HOST***

Добывать информацию о компании в местах тихих и спокойных может оказаться таким же бесполезным занятием, как работа детектива, безвылазно сидящего на одном месте. Нужно исследовать те компании, с которыми другие инвесторы, и особенно управляющие фондов, боятся работать, и не просто исследовать — в них стоит инвестировать. К концу 1991 года самыми проблемными, так или иначе, оказались рынки строительства и недвижимости.

Рынок недвижимости целых два года был самой большой головной болью всей страны. Ходили слухи, что знаменитый кризис коммерческой недвижимости распространится вскоре и на жилую. Говорили, что цена на жилые дома будет падать так быстро, что агентства недвижимости вскоре будут вынуждены прекратить свою деятельность.

Подобные панические настроения царили и в моем городе Марблхед, где таблички «продается» настолько заполнили округу, что казалось, будто это не таблички о продаже недвижимости, а новый официальный символ штата Массачусетс. В конце концов таблички начали исчезать, так как разочарованные агенты устали ждать приемлемых предложений. Люди жаловались, что цены, по которым им предлагали продать их недвижимость, были на 30–40% ниже, чем еще два-три года назад. Однако кто действительно в полной мере прочувствовал кризис на себе, так это владельцы роскошных особняков.

Поскольку владельцами шикарных особняков нередко являются крупные издатели, телевизионные комментаторы и финансисты с Уолл-стрит, нетрудно догадаться, отчего кризис на рынке недвижимости становится хитом вечерних новостей, а на утро появляется в заголовках газетных передовиц. Большинство статей касались кризиса именно коммерческой недвижимости, но слово «коммерческий» осталось за рамками заголовков, и создавалось впечатление, что вся недвижимость скоро будет стоять гроши.

Однажды мое внимание привлекла одна небольшая заметка от Национальной ассоциации риэлторов на последней странице газеты, в которой говорилось о росте стоимости жилья средней ценовой категории. Она росла в 1989 году, в 1990 и в 1991, как, впрочем, и каждый год с того момента, как Ассоциация впервые начала публиковать эти статьи в 1968 году.

Стоимость жилья средней ценовой категории — всего лишь один из множества «скрытых» фактов, которые могут стать прекрасным источником информации для инвесторов, жаждущих исследовать наиболее опасные сферы рынка. Другими скрытыми, но очень полезными фактами стали «индекс доступности» от Национальной ассоциации строителей жилья и доля ипотечных займов, по которым нарушены условия погашения.

Я обнаружил, что в некоторых случаях в течение этих лет «скрытые факты» рисовали несколько иную картину, чем та, о которой трубили в прессе. Безотказный инвестиционный метод — дожидаться, когда в обществе победит мнение о том, что в определенном секторе рынка дела идут из рук вон плохо и будут идти еще хуже, а затем скупить акции самых сильных компаний данного сектора. (Эта техника не так элементарна в применении, как может показаться: про нефтегазодобывающую промышленность говорили, что хуже, чем в 1984 году уже не будет, а с тех пор становилось все хуже и хуже. Поэтому, пока «скрытые факты» не дадут вам понять, что ситуация начинает улучшаться, не стоит спешить инвестировать в разваливающееся предприятие.)

Еще мало кто знал о повышении стоимости среднего жилья в 1991 и 1992 годах, поэтому, когда я рассказал об этом на встрече в *Barron's*, никто мне не поверил. Более того, падение процентных ставок сделало жилье более доступным, чем оно было в последние 10 лет. «Индекс доступности» был такой благоприятный, что, если, конечно, кризис не воцарится навеки, ситуация неизбежно должна улучшиться.

Тем не менее в то время, когда все «скрытые факты» указывали на улучшение ситуации на рынке, многие влиятельные люди все еще беспокоились насчет кризиса на рынке недвижимости, поэтому цены акций любого предприятия, даже отдаленно связанного со строительством или финансированием строительства жилых домов, отражали этот пессимистичный



настрой. В октябре 1991 года я обратил внимание на Toll Brothers, известную строительную компанию, которая появлялась время от времени в моих списках и блокнотах. Не секрет, что акции Toll Brothers обвалились с 12½ долл. до 2⅜ долл. — почти в пять раз. Должно быть, немало из тех, кто сбросил эти акции, были обладателями тех самых пресловутых роскошных особняков.

Я выбрал компанию Toll Brothers для дальнейшего изучения, потому что помнил о ней как о сильной структуре с достаточным запасом финансовых возможностей, чтобы пережить трудные времена. Кен Хибнер, талантливый управляющий фондом, рекомендовавший мне Toll Brothers несколькими годами раньше, сказал, что это было бы отличным вложением. Алан Ляйфер, коллега по Fidelity, также упомянул о ней как-то в лифте. Toll занималась исключительно строительством, а не была просто застройщиком, так что она не рисковала своими собственными деньгами, спекулируя на рынке недвижимости. Так как многие ее менее обеспеченные конкуренты разорялись, я решил, что Toll Brothers в итоге сможет захватить большую часть рынка жилищного строительства после кризиса. В долгосрочной перспективе недавний обвал цен будет ей только на руку.

И, тем не менее, что-то было не так в этой радужной картине, если стоимость акций Toll Brothers все же упала в пять раз. Чтобы выяснить это, я обратился к последним отчетам компании. Долги снизились на 28 млн долл., а наличные средства увеличились до 22 млн долл., так что баланс компании сдвинулся в лучшую сторону в тяжелые для всех времена. Об этом же свидетельствовал и портфель заказов. Они в Toll Brothers были расписаны на ближайшие 2 года. Если что-то и случится, компания не останется без работы.

Компания вышла на новые рынки и заняла достаточно устойчивые позиции, чтобы воспользоваться улучшением ситуации на рынке. Им и не нужен был огромный строительный рынок, чтобы бить рекорды по прибыли.

Вы не представляете мой восторг, когда я понял, что нашел компанию с очень незначительным долгом, достаточным количеством новых заказов (чтобы работать без перерыва в течение двух лет, в то время как их конкуренты только разорялись) и ценой акции в 5 раз меньше, чем в 1991 году.

В октябре я поместил компанию Toll Brothers во главу списка для январской встречи в *Barron's* со стойким желанием рекомендовать ее, но к этому времени цена акции возросла в 4 раза и составила 8 долл. К моменту созыва участников встречи она достигла 12 долл. Вот и подсказка для любителей аномалий конца года: действуйте быстро! Охотники за дешевыми акциями не заставили себя долго ждать, а к моменту, когда они закончат скупать, эти акции уже вряд ли можно будет считать дешевой покупкой.

Уже не раз я, казалось бы, стопроцентно вычислял компанию, акции которой осенью будут «сбрасываться» инвесторами за неуплату налогов (очень дешево, разумеется), но месяца два спустя ее акции снова поднимались в цене, так что я уже не мог их рекомендовать в *Barron's*. В 1991 году цена акций Good Guys, сети магазинов бытовой электроники, неожиданно резко поднялась за период с 14 января, датой встречи в *Barron's*, на которой я их рекомендовал, по 21 января, когда журнал должен был поступить в продажу. 19 января у меня состоялась беседа с издателями по поводу этого положения, и мы решили убрать Good Guys из списка.

Очевидно, я был не единственным инвестором, кто разглядел в Toll Brothers выгодную сделку осенью 1991 года. Несколько огорченный тем, что многие ликовали уже до того, как я смог опубликовать свои рекомендации, я обратил свое внимание на другие компании, которые, как я предположил, тоже смогут извлечь выгоду из кризиса, разразившегося на рынке недвижимости. И первая компания, которая пришла мне на ум, была Pier 1.

## PIER 1

Не нужно быть ясновидящим, чтобы понять, что люди, покупающие новые или подержанные дома, затем будут приобретать лампы, комнатные перегородки, ковры и сушилки для посуды, половики и шторы, просто безделушки и, возможно, несколько плетеных кушеток и кресел. Pier 1 торговала всем этим по ценам, которые люди с невысоким доходом могли себе позволить.

Естественно, у меня были акции Pier 1, когда я работал в Magellan. Эта компания отделилась от Tandy в 1966 году. О ней я впервые узнал от моей жены Кэролин, которая указала на достоинства их мебели в восточном стиле. Она любила бродить по магазину Pier 1, расположенному в самом конце торгового центра North Shore Shopping Center. Акции этой компании поднимались в цене в 70-х, затем сбавили обороты, а в 80-х вновь оказались наверху. Инвесторы, купившие акции Pier 1 во время последнего подъема, успели неплохо заработать до Большой коррекции 1987 года, когда эти акции обвалились с 14 долл. до 4. После этого они вновь поднялись до 12 долл. и оставались на этой отметке во время войны в Персидском заливе, после которой опустились до 3 долл.

Когда они привлекли мое внимание в третий раз, цена акции с 10 долл. упала до 7. И на этой отметке я решил, что, возможно, их оценочная стоимость занижена, особенно в свете наступающих улучшений на рынке недвижимости. Я открыл свою папку с Pier 1, чтобы освежить память.

В течение 12 лет компания поддерживала стабильный доход, пока не ударил кризис. Одно время промышленный конгломерат под названием Intermark владел 58% ее акций и так сильно ценил их, что, как утверждают, отказался продавать акции по цене 16 долл. за штуку. На Уолл-стрит ходила история, что Intermark ждал предложения в 20 долл., но позже, когда им срочно понадобились деньги, они были вынуждены продать акции Pier 1 по 7 долл. Впоследствии Intermark обанкротился.

Тот факт, что угроза «навеса» была уже не актуальна, явился хорошим началом. Я поговорил с исполнительным директором Pier 1 Кларком Джонсоном в конце сентября 1991 года и еще раз 8 января 1992. Он указал мне на несколько благоприятных факторов: во-первых, в 1991 году, в очень тяжелых обстоятельствах, компания принесла доход; во-вторых, ее торговая сеть расширяется на 25–40 новых магазинов в год, и, в-третьих, имея только 500 магазинов в США, компания была далека до насыщения рынка. Компании также удалось сократить расходы, несмотря на то что в 1991 году у них открылось 25 новых магазинов. Благодаря рвению Pier 1 к экономии, их капитал продолжал увеличиваться.

Что касается старого надежного индекса «продажи в расчете на один магазин», г-н Джонсон заявил, что в регионах, больше всего пострадавших от кризиса, продажи упали только на 9%, а в остальных районах страны они поднимались. Нет ничего необычного в том, что в моменты кризиса падают уровни продаж, поэтому в целом доклад мне показался позитивным. Я бы более беспокоился, если бы этот индекс упал в период всеобщего процветания, но здесь была другая ситуация.

Анализируя розничную компанию, в дополнение к тем факторам, что мы обсудили, я всегда интересуюсь материально-производственными запасами. Когда эти запасы превышают обычную норму роста, это тревожный признак, говорящий о том, что руководство, возможно, пытается таким образом скрыть плохие продажи. В конце концов предприятие будет вынуждено снизить цены на нераспроданный товар и обратиться к решению проблем. В Pier 1 товарный запас вырос, но только потому, что компании приходилось наполнять полки 25 новых магазинов. Принимая это во внимание, можно было сказать, что запас находился на приемлемом уровне.

Компания быстро развивалась, благо места для развития еще было достаточно. Она урезала расходы, улучшила размер прибыли, принесла доход в неудачный год, кроме того, повышала дивиденды пять лет подряд и имела устойчивые позиции именно в том секторе рынка, где ситуация улучшалась, — строительство жилых домов. Множество друзей Кэролин были в восторге от Pier 1. Еще одним замечательным дополнением была сеть магазинов Sunbelt Nursery.

В 1991 году Pier 1 выпустила 50,5% акций принадлежащей ей сети Sunbelt Nursery в продажу. Из выручки в 31 млн долл. 21 млн пошел на погашение долга компании, а оставшиеся 10 млн вернулись в Sunbelt на финансовую реструктуризацию и расширение. В общей сложности долг Pier 1 был сокращен на 80 млн долл. к 1991 году и составил около 100 млн долл. Судя по бухгалтерскому балансу, маловероятно, что компания может уйти с рынка в ближайшее время, как это происходит с большинством крупных должников в моменты кризиса.

Сумма в 31 млн долл., которую Pier 1 получила после продажи половины Sunbelt, была на 6 млн долл. больше, чем Pier 1 заплатила за полный пакет акций Sunbelt в 1990 году. Несложно подсчитать, что вторая половина Sunbelt, оставшаяся у Pier 1, также стоила порядка 31 млн долл. и являлась скрытым активом компании.

В то время как я со всем этим разбирался, акции Pier 1 продавались за 7 долл. с коэффициентом «цена/прибыль» 10, получившимся при расчете прибыли на акцию за 1992 год (70 центов). Притом что рост доходов компании равнялся 15% в год, коэффициент «цена/прибыль», равный 10, был многообещающим. Когда я полетел в Нью-Йорк на январскую встречу в *Bartron's*, цена акции выросла до 7,75 долл. Но я все еще считал, что собственная хорошая результативность компании и «локомотив» в виде Sunbelt делали приобретение их акций выгодной сделкой.

Каждый месяц еще несколько основных конкурентов Pier 1 по производству мебели, в большинстве своем местных семейных компаний, закрывались и уходили с рынка. Крупные универмаги закрывали мебельные отделы и отдавали их под одежду и модные товары. Когда экономика стабилизируется, Pier 1 будет владеть огромной долей рынка, в которой уже никто не захочет с ней конкурировать.

Я как надоедливая сваха. Когда меня интересует какая-нибудь компания, я сразу пытаюсь представить, какая еще компания может захотеть купить ее. В моих фантазиях я вижу, что покупка Pier 1 компанией K mart была бы так же логична, как ранее осуществленные K mart поглощения сетей аптек, книжных и канцелярских магазинов. Она всегда искала новые рынки для развития.

## SUNBELT NURSERY

Через 10 секунд, после того как я отложил папку с Pier 1, я открыл вторую — с материалами по Sunbelt Nursery. Такое часто случается, что при просмотре архивов одна компания ведет к другой и увлеченного

скупщика акций захватывает новое направление. Это как натасканная гончая берет по запаху новый след.

Специализация Sunbelt — розничная торговля садовым инвентарем. Мне пришло в голову, что садовый и газонный инструмент будет пользоваться спросом так же, как абажуры и сушилки для посуды. Каждому новому дому нужны деревья, кусты, цветы на подоконниках и т.д., чтобы усилить привлекательность.

Продолжая размышлять в этом направлении, я подумал о том, что садовый бизнес был одним из последних семейных предприятий, которых еще не вытеснили франчайзеры и сетевые магазины. Теоретически, была прекрасная возможность организовать региональную или национальную сеть магазинов — питомников для растений, как это сделали Dunkin' Donuts с торговлей пончиками.

Могла бы Sunbelt стать национальной сетью? Работая как Wolfe Nursery в Техасе и Оклахоме, Nurseryland Garden Centers в Калифорнии, Tip Top Nursery в Аризоне, Sunbelt утвердилась на 6 из 11 крупных садовых и газонных рынках США. Судя по исследовательскому отчету Смита Барни, который лежал на моем столе, компания планировала удовлетворить «требовательного потребителя высококачественных рассад, инвентаря и услуг, а не ориентироваться на розничную торговлю товарами со скидками».

Изначально Sunbelt отделилась от Tandy, так же как и Pier 1. Мое первое знакомство с ней как с независимой компанией состоялось в августе 1991 года, когда руководство Sunbelt посетило Бостон в рамках тура с целью продаж части из 3,2 млн акций, которые Pier 1 размещала для продажи. На этой встрече я взял пролистать проект предстоящей эмиссии, который еще называют «копченая селедка» из-за ярких красных полос, обычно используемых для выделения разного рода предупреждений. Читать такой проспект все равно что читать особые условия договора на обратной стороне авиабилета. Большая часть этого проспекта занудна, за исключением тех особенно захватывающих мест, прочитав которые, вы больше никогда не захотите сесть на самолет или купить еще одну акцию компании.

Тот факт, что первый публичный выпуск обычно быстро распродается, означает, что многие инвесторы игнорируют выделенные параграфы. Помимо таких мест, в проспекте есть масса полезной информации, которую нельзя пропускать.

Первоначальное предложение от Sunbelt прекрасно разошлось по цене 8,5 долл. за акцию. Благодаря этой выручке, компания начала независимую жизнь с отличным балансом — без долгов и с 2 млн долл. на счету. По плану предполагалось пустить эти средства на реконструкцию самых лучших

из 98 торговых центров, повысив, таким образом, их рентабельность, и избавиться от нескольких убыточных магазинов.

Магазины не менялись со времен Вьетнамской войны, так что предстояло много работы. Самая важная часть восстановительных работ заключалась в том, чтобы отгородить и утеплить часть питомника с тем расчетом, чтобы растения и цветы могли сохраниться в холодные месяцы года.

Pier 1 оставалась все еще самым крупным акционером Sunbelt с 49% акций, и этот момент мне казался очень благоприятным. Я знал, что у Pier 1 уже есть опыт управления розничной торговлей, так что это не было тем случаем, когда, например, страховая компания видит своим главным объектом вложения компанию по производству бумаги. Более того, Pier 1 уже провела реконструкцию магазинов, и я подумал, что их опыт очень пригодится Sunbelt. Руководство обеих компаний владело большинством акций, что сильно увеличивало шансы Sunbelt на успех.

В то время как я думал внести Sunbelt в коллекцию рекомендаций для встречи в *Barron's*, продажа акций за неуплату налогов в конце года сбросила акции до соблазнительной цены в 5 долл. После неудачного периода, длившегося целый квартал и вызванного чередой природных катаклизмов (ранние заморозки в Аризоне, осадки в 14 дюймов в Техасе), цена на акции Sunbelt упала вдвое.

Какая удача для инвесторов, имеющих мужество скупать помногу! Ведь это та же самая компания, акции которой были выпущены по цене 8,5 долл. два месяца назад. У них все так же имелись 2 млн долл., и планы по реконструкции были в силе. Цена в 5 долл. за акцию была даже меньше балансовой стоимости в 5,7 долл., а доход, по оценкам, должен был составить в 1992 году 50–60 центов на акцию. Таким образом, коэффициент «цена/прибыль» был чуть меньше 10. Рост составил 15%. Другие продавцы рассады продавали акции по цене, в два раза превышающей балансовую стоимость с коэффициентом «цена/прибыль» в 20 единиц.

Один из способов узнать реальную стоимость компании — это воспользоваться техникой скупщика недвижимости, в которой покупаемый дом сравнивается с недавно проданным домом в той же местности и примерно в том же состоянии. Умножая 5 долл. (цена акции) на количество всех акций — 6,2 млн, мы получаем рыночную стоимость предприятия, включая 98 торговых центров, которая составила 31 млн долл. (обычно при таком расчете еще требуется вычесть долг, но так как у Sunbelt не было долгов, я пропустил эту операцию).

Проверяя другие акционерные компании, я выявил, что *Calloway's*, которая владеет 13 магазинами на Юго-Востоке, похожими на магазины Sunbelt, имеет в активе 4 млн акций по цене в 10 долл. Таким образом, рыночная цена *Calloway's* составляла 40 млн долл.

Если Calloway's с их 13 магазинами стоила 40 млн долл., то как Sunbelt, имея 98 магазинов, могла стоить всего 31 млн долл.? Даже учитывая то, что Calloway's являлась лучшей компанией в данном секторе рынка и имела больший доход с магазина, чем Sunbelt, у Sunbelt было в семь раз больше торговых точек и в пять раз больший объем продаж, чем у Calloway's. При всем сходстве условий Sunbelt должна была бы стоить как минимум 200 млн долл. или иметь акции по цене в 30 долл. за штуку. А при всем различии условия — допустим, что цена акций Calloway's завышена, а Sunbelt плохо ведет дело — стоимость Sunbelt все равно была очень низкой.

К тому моменту, как мои рекомендации вышли в печать, стоимость акции Sunbelt поднялась до 6,5 долл.

## GENERAL HOST

Хоть я и не планировал свои дела таким образом, 1992 стал годом моей специализации в садоводстве. Как Pier 1 вывела меня на Sunbelt, так Sunbelt привела меня к компании General Host.

Кто бы мог подумать, что General Host занимается еще и растениями. Когда-то это был довольно необычный конгломерат, владевший всем и вся, что хоть как-то было связано с их названием (host — хозяин). В свое время они владели кондитерской Hot Sam's Pretzels, садоводческими магазинами и киосками Hickory Farms и American Salt. Им принадлежали All-American Gourmet (замороженные полуфабрикаты), Van De Kamp's (замороженная рыба), а также питомники Frank's Nursery & Crafts. Они владели Calloway's Nursery еще до того, как компания Calloway's стала акционерной, о чем рассказывалось выше.

В последнее время General Host отказалась от продажи кренделей, соли, замороженных полуфабрикатов, рыбы, рассады только для того, чтобы посвятить себя 280 торговым точкам Frank's Nursery, расположенным в 17 штатах. Поразило меня в этом начинании то, что компания составила долгосрочную программу для выкупа своих акций. Недавно они уже выкупили часть акций по цене 10 долл. за штуку, что по экспертному мнению самой компании говорило о том, что акции компании должны стоить больше 10 долл., иначе, зачем им тратить столько денег на самих себя?

Когда компания скупает свои акции, по которым выплачивает дивиденды, занимая для этих целей деньги, она получает двойное преимущество: заем не облагается налогом, а компания сокращает издержки на

выплату дивидендов, которые раньше приходилось платить после выплаты налогов. Несколько лет назад акционерный капитал Еххон был в таком упадке, что приносил всего 8–9%. В то же время Еххон смогла занять денег под эти 8–9%, чтобы скупить миллионы этих приносящих дивиденды акций. Так как кредитная ставка не облагается налогом, Еххон в действительности выплачивала около 5%, экономя 8–9% на дивидендах. Такой простой ход повышает доходы компании, не ограничивая ее в средствах.

Меня впечатлил тот факт, что акции General Host стоили гораздо меньше той цены, за которую их скупали. Когда имеется возможность купить часть компании за сумму, меньшую, чем компания сама готова за нее платить, эту возможность стоит рассмотреть. Также хорошим признаком является тот факт, что люди, имеющие в силу служебного положение доступ к конфиденциальной информации (так называемые «инсайдеры», например исполнительные директора и т.п.), готовы платить за акцию больше, чем оценивает ее рынок. Конечно, и инсайдеры могут ошибаться (особенно в тех многочисленных банках Техаса и Новой Англии, где они как сумасшедшие скупали акции компаний, которые, на самом деле, шли ко дну). Но все-таки есть умные деловые люди, которые знают, что делают, и не склонны тратить деньги на разные авантюрные затеи. Они готовы работать не покладая рук для того, чтобы их инвестиции приносили доход. Это приводит нас к 15-му принципу Питера:

**Когда инсайдеры покупают акции — это хороший знак, если только они не банкиры Новой Англии.**

Просматривая недавний документ с информацией о предстоящем ежегодном собрании акционеров компании General Host, я посчитал хорошим признаком, что Харрис Джей Астон, исполнительный директор и владелец миллиона акций, не продал ни одной во время последнего падения цены. Другой привлекательной особенностью было то, что балансовая стоимость акции General Host составляла 9 долл., что превышало рыночную цену в 7 долл. за акцию. Другими словами, приобретая акцию стоимостью в 7 долл., вы становились владельцем актива в 9 долл. На это, по моему мнению, стоило потратить деньги.

Каждый раз при повышении балансовой стоимости я задаю себе один и тот же вопрос, который все мы задаем себе во время просмотра художественного фильма: это выдумка или основано на реальных событиях? Балансовая стоимость любой компании может быть как выдумкой, так и правдой. Чтобы выяснить точно, я обращаюсь к балансовым отчетам.



Давайте взглянем внимательнее на балансовый отчет General Host. Мне хватило трех минут, чтобы во всем разобраться. Как правило, балансовый отчет делится на две половины: правую и левую. На правой стороне показаны задолженности компании (т.е. сколько она должна), а на левой активы компании (т.е. сколько у нее есть). На стр. 176 мы приводим левую сторону отчета (актив), на стр. 177 — правую (пассив). Смотрим на разницу между двумя частями отчета: все активы минус все задолженности дают нам разницу, которая и принадлежит вкладчикам. Это называется собственным капиталом компании. Он составил 148 млн долл. Справедливая ли это сумма?

Из всего капитала 65 млн долл. лежали на расчетном счете, так что эта часть, несомненно, справедливая. Деньги есть деньги. А вот можно ли верить оставшейся сумме в 83 млн долл., зависит от типа активов.

Левая сторона балансового отчета, та, где список активов, может быть очень неопределенной. Ведь активы включают недвижимость, машины и прочее оборудование, инвентарь, которые могут стоить того, что просят за них компания, а могут и не стоить. Сталеплавильный завод может иметь оценку в 40 млн долл., но если оборудование устарело, за завод не заплатят ни гроша. Или недвижимость, проходящая в бухгалтерском отчете по закупочной цене, может подешеветь, хотя чаще случается наоборот.

В случае с розничной торговлей сами товары тоже считаются активами и достоверность оценки зависит от их типа. Это могут быть мини-юбки, давно вышедшие из моды и не стоящие ни гроша сейчас, или это могут быть носки, всегда пользующиеся спросом. Складской запас General Host состоит из деревьев, цветов и кустов, которые, как я предполагаю, имеют приличную цену продажи.

Приобретение компанией других предприятий отражается также и в категории «Стоимость деловой репутации», или «Гудвилл» (в данном случае — «Нематериальные активы»). Здесь эта сумма составила 22,9 млн долл. Так называемый «гудвилл» — это сумма, которую заплатили при приобретении компании сверх балансовой стоимости ее материальных активов, иными словами — за ее имя, деловую репутацию и коммерческий опыт.

Например, Coca-Cola стоит куда как больше, чем сумма стоимости заводов бутылочного розлива, грузовиков и сиропа. Если бы General Host решила купить Coca-Cola, им пришлось бы заплатить миллиарды только за имя, торговую марку и другие нематериальные активы. Вот эта часть покупной цены и значится в балансе как «гудвилл».

Конечно, компания General Host слишком мала, чтобы купить Coca-Cola. Это я просто привел для примера. Балансовый отчет указывает,

какие предприятия были приобретены в прошлом. Сможет ли компания покрыть затраты на этот нематериальный актив в будущем — еще большой вопрос, а тем временем компания постепенно списывает часть своей прибыли на покрытие расходов на «гудвилл».

Я не уверен, что «гудвилл» компании General Host в действительности оценивается в сумму 22,9 млн долл. Конечно, если бы половина общей стоимости имущества General Host относилась к категории «гудвилл», я бы не делал ставку ни на ее нетто-капитал, ни на акционерный капитал. Однако, учитывая сумму в 148 млн долл. общей стоимости активов, сумма в 22,9 млн долл. вполне терпима.

Таким образом, можно считать, что балансовая стоимость акций General Host в 9 долл. вполне оправдана. Что касается второй стороны балансового отчета, то есть задолженностей, то мы видим, что долг компании составляет 167 млн долл. против 148 млн долл. собственного капитала. Вот это уже заставляет задуматься. Что хочется видеть в балансовом отчете — так это сумму капитала, превышающую долги как минимум в два раза, и чем больше сумма капитала и меньше сумма долга, тем лучше.

Такое соотношение долга к собственному капиталу в отдельных случаях заставляет меня убрать компанию из списка потенциальных приобретений, но было одно смягчающее обстоятельство. Большая часть этого долга была не подлежащей выплате вот уже несколько лет и не была банковской ссудой. В компаниях, берущих кредит под финансовые операции, банковский долг очень опасен. Если компания попадает в неприятности, банк потребует свои деньги назад. Так вполне управляемая ситуация может стать потенциально фатальной.

Вернемся к левой колонке. Я говорил, что торговый запас — это всегда повод для беспокойства, когда речь идет о розничных компаниях. Нежелательно, чтобы компания имела слишком большой торговый запас. Иначе это может означать, что руководство пытается отсрочить убытки, не продавая товар по низким ценам в попытке как можно быстрее избавиться от него. Когда запасам на складах позволяют накапливаться, это формально увеличивает показатель прибыльности компании. Запасы же General Host уменьшились, как видно из табл. 9-1.

Нет ничего страшного в больших счетах, подлежащих оплате. Видно, что General Host оплачивала счета не торопясь, заставляя наличные средства работать на благо компании. Насколько позволяло терпение кредиторов, разумеется.

В годовом отчете General Host описывает, как они решительно бросили все силы на уменьшение производственных издержек, становясь, таким образом, более конкурентоспособными и, соответственно, приносящими большую прибыль, то есть делая то, что пытаются делать все в Америке.

Таблица 9-1.  
 Консолидированный баланс компании General Host Corporation  
 (тыс. долл.)

Финансовые годы, завершившиеся 27.01.1991 г. и 28.01.1990 г.	1990 год	1989 год
<b>Активы</b>		
<i>Краткосрочные активы:</i>		
Денежные средства и их эквиваленты	<b>\$65 471</b>	\$110 321
Прочие ликвидные ценные бумаги	119	117
Счета и векселя к получению	4 447	2 588
Федеральный налог на прибыль к возмещению	4 265	13 504
Товарные запасы	<b>77 816</b>	83 813
Авансовые выплаты	7 517	7 107
<b>Всего краткосрочные активы</b>	<b>159 635</b>	<b>217 450</b>
Основные средства за вычетом накопленной амортизации в размере 77 819 и 61 366	245 212	246 316
Нематериальные активы за вычетом накопленной амортизации в размере 5 209 и 4 207	<b>22 987</b>	23 989
Прочие активы и расходы будущих периодов	17 901	18 138
	<b>\$445 735</b>	<b>\$505 893</b>

Финансовые годы, завершившиеся 27.01.1991 г. и 28.01.1990 г.	1990 год	1989 год
<b>Пассивы</b>		
<i>Краткосрочные обязательства:</i>		
Кредиторская задолженность	47 944	63 405
Накопленные обязательства	41 631	38 625
Текущие платежи по долгосрочным займам	9 820	24 939
<b>Всего краткосрочные обязательства</b>	<b>99 395</b>	<b>126 969</b>
<i>Долгосрочные обязательства:</i>		
Старший долг	119 504	146 369
Субординированный долг за вычетом дисконта с первоначального выпуска	48 419	50 067
<b>Всего долгосрочные обязательства</b>	<b>167 923</b>	<b>196 436</b>
Отложенный налог на прибыль	20 153	16 473
Прочие обязательства и доходы будущих периодов	9 632	12 337
<i>Резервы и условные обязательства</i>		
<i>Акционерный капитал:</i>		
Обыкновенные акции с номинальной стоимостью 1 доллар (разрешено к выпуску 100 000 000 акций, выпущено 31 752 450 акций)	31 752	31 752
Дополнительно оплаченный капитал	89 819	89 855
Нераспределенная прибыль	158 913	160 985
	280 484	282 592
Чистый нереализованный убыток по долгосрочным ликвидным долевым ценным бумагам		(2 491)
Стоимость 13 866 517 и 12 754 767 выкупленных собственных обыкновенных акций	(131 738)	(125 545)
Векселя к получению по исполненным фондовым опционам	(114)	(878)
<b>Всего акционерный капитал</b>	<b>148 632</b>	<b>153 678</b>
	445 735	505 893

Таблица 9-2.  
 Консолидированный отчет о прибылях и убытках компании General Host Corporation  
 (в тыс. долл., за исключением показателей прибылей и убытков на одну акцию)

Финансовые годы, завершившиеся 27.01.1991 г., 28.01.1990 г. и 29.01.1989 г.	1990 год	1989 год	1988 год
<i>Выручка:</i>			
Продажи	515 470	495 767	466 809
Прочие доходы	4103	13 179	11 661
	519 573	508 946	478 470
<i>Расходы:</i>			
Себестоимость продаж, включая себестоимость приобретения и владения	355 391	333 216	317 860
Затраты на распространение, общехозяйственные и административные расходы	145 194	156 804	147 321
Процентные платежи прочие расходы по долговым обязательствам	21 752	26 813	21 013
	522 337	516 833	486 194
Убыток от продолжающейся деятельности до налогообложения	(2 764)	(7 887)	(7 724)
Льготы по налогу на прибыль	(6 609)	(8 768)	(3 140)
Прибыль (убыток) от продолжающейся деятельности	3 845	881	(4 584)
Убыток от прекращенной деятельности		(3 424)	(12 200)
Прибыль (убыток) до чрезвычайных убытков	3 845	(2 543)	(16 784)
Чрезвычайные убытки			(4 500)
Чистая прибыль (убыток)	3 845	(2 543)	(21 284)
<i>Прибыль на акцию:</i>			
Прибыль (убыток) от продолжающейся деятельности (долл.)	0,21	0,05	(0,23)
Убыток от прекращенной деятельности (долл.)		(0,18)	(0,61)
Прибыль (убыток) до чрезвычайных убытков (долл.)	0,21	(0,13)	(0,84)
Чрезвычайные убытки (долл.)			(0,23)
Чистая прибыль (убыток) (долл.)	0,21	(0,13)	(1,07)
Среднее число акций в обращении (тыс.)	18 478	19 362	19 921

Несмотря на то что большинство компаний делают подобные заявления, подтверждение следует искать в отчете о прибылях и убытках (см. табл. 9-2) в категории «Торговые, общие и административные издержки». Вы увидите из таблицы, что эти издержки падали и такая тенденция сохранялась до 1991 года.

Как выяснилось, General Host предприняла несколько шагов как на земле, так и в космосе, чтобы улучшить свое благосостояние. На земном уровне компания приобрела новые сканирующие устройства для автоматизации системы кассовых расчетов. Запись о каждой покупке должна отсылаться на спутник, а затем собираться на центральном компьютере. Спутниковая система при исправной работе отслеживает все продажи во всех магазинах. Эта информация необходима для своевременного пополнения складских запасов или перевозки товаров из одного магазина в другой, когда лучше, скажем, перевезти кусты гибискуса из отделения в Форт-Лаудердейле в отделение в Джексонвилле.

К тому же за счет быстрой работы кассовых аппаратов была ускорена авторизация кредитных карт с 25 до 3 сек, что, безусловно, понравилось покупателям.

Следуя тому же курсу, что и Sunbelt Nursery, General Host планировала отгородить специальную секцию в каждом из магазинов Frank's Nursery, чтобы продлить сезон продаж растений. Плюс к этому они открыли рождественские киоски в торговых центрах на время праздников. И это не было чем-то новым для них. Они уже занимались подобным, когда установили более 1000 киосков по продаже продукции Nickory Farm.

Киоски — это недорогой способ для розничного торговца завладеть большим торговым пространством. General Host установила также более 100 киосков Frank's Nursery с подарочной оберткой, рождественскими елками, гирляндами и ветками в 1991 году. Более того, компания планировала увеличить число киосков до 150 к рождеству 1992 года. Также они рассматривали вопрос о введении киосков в свою торговую сеть на более длительные периоды.

На тот момент General Host осуществляла открытие новых торговых точек Frank's Nursery очень осторожно. Их целью было открыть 150 новых киосков Frank's к 1995 году, доведя таким образом общее число киосков до 430. Компания также запустила линию новой марки удобрений и семян.

Любая компания любит рассказывать своим акционерам о том, что обороты будут расти, но вот что заставляет меня верить заявлениям General Host, так это то, что у руководства есть четкий план. Компания не ждет, пока продажи бегоний повысятся, они будут принимать конкретные шаги (киоски, ремонт, спутниковая система), чтобы повысить свои доходы. Когда такой старомодный бизнес, как магазины Frank's, претерпевает

модернизацию на всех фронтах и продолжает постоянно развиваться, можно быть уверенным, что доходы возрастут.

Последней вселяющей уверенность деталью стали сделки, проводимые Calloway's. В 1991 году General Host распродала сеть садоводческих магазинов Calloway's в Техасе, а вырученную сумму потратила на погашение долгов, укрепляя, таким образом, бухгалтерский баланс.

Так как General Host ограничилась садоводческим направлением деятельности, как и Calloway's, мы можем сравнивать эти два похожих предприятия. И вновь я воспользовался своим замысловатым инвестиционным прибором — калькулятором, которому было не менее 15 лет, чтобы высчитать следующее:

Calloway's с 13 магазинами имела стоимость в 40 млн долл., или, грубо говоря, 3 млн долл. за магазин. General Host имела 280 магазинов Frank's Nursery — в 21 раз больше, чем у Calloway's. Магазины Frank's были старше, меньше и менее прибыльные, чем магазины Calloway's, но даже если мы предположим, что они стоят в два раза меньше (1,5 млн долл. за магазин), то все 280 магазинов Frank's должны тогда стоить 420 млн долл.

Таким образом, мы получаем актив General Host, равный 420 млн долл. Вычитаем долг компании в 167 млн долл. и получаем стоимость предприятия в 253 млн долл.

В обращении находятся 17,9 млн акций, что означает, что одна акция должна продаваться по 14 долл. или даже в два раза больше, если верить расчету калькулятора. Итак, очевидно, что компания недооценена.

Биржевое сокращение	Компания	Цена акции на 13.01.92 (долл.)
GH	General Host	7,75
PIR	Pier 1 Import	8,00
SBN	Sunbelt Nursery	6,25

# ОПАСНАЯ СИТУАЦИЯ С SUPERCUTS

В декабре 1991 года я подстригался в одном из салонов сети Supercuts, которая преобразовалась в акционерное общество с биржевым обозначением CUTS. Если бы проспект этой компании по оказанию парикмахерских услуг не попал однажды ко мне на стол, я бы ни за что не продал своего постоянного парикмахера Винни ДиВинченцо, который за 10 долл. стриг меня, развлекая приятной беседой, у него в мастерской в Марблхед, штат Массачусетс.

Мы болтаем с ним о детях и о том, может ли претендовать мой АМС Concord на эпитет «античный» или «классический». Я верю, что Винни, который не превратился в акционерное общество, простит одно мое отсутствие ради такого исследования.

Та парикмахерская Supercuts, которую я посетил, находилась на втором этаже дома 829 на улице Бойльстон в Бостоне. Внизу одинокий плакат извещал о ценах, которые я предусмотрительно записал в еще одном важном инвестиционном инструменте — желтом блокноте. Стандартная стрижка стоила 8,95 долл., стрижка и мытье головы шампунем — 12 долл., просто мытье головы — 4 долл.

Эти цены совпадали с расценками Винни, но были гораздо меньше растущих цен в салонах красоты, где делали себе прически моя жена и дочери и где даже можно взять банковский кредит на покраску волос или химическую завивку

Когда я пришел в Supercuts, меня встретил администратор. Три человека в тот момент подстригались, еще четверо ждали своей очереди в



приемной. Эти четверо были мужчинами. Потом к нам присоединились еще несколько женщин. Позже, общаясь с представителями компании, я выяснил, что 80% клиентуры составляли мужчины, в то время как стилисты (по-моему, слово «парикмахер» уже не используется в таких местах) салона на 95% были женщинами. Я занес свое имя в список очереди и отметил для себя одну вещь: похоже, многие считают, что стрижка в Supercuts стоит затраченного на ожидание времени.

Я сел и начал изучать проспект и брошюру, которые принес из офиса. Нет ничего лучше, чем изучать компанию, находясь на ее территории. В октябре 1991 года компания Supercuts выпустила акции с первоначальной ценой в 11 долл. за штуку. Выкупив сеть парикмахерских, состоящую из 650 салонов McTrims, Supercuts начала мощную кампанию по расширению под единой торговой маркой. Они уговорили Эдда Фабера, бывшего главу Computerland, который уже был на пенсии, стать координатором этого проекта.

Я вспомнил, что Фабер, который был когда-то моряком, творил чудеса для Computerland в самый успешный для компании период, до того как она развалилась. Он ушел, компания разорилась, он вернулся вновь. Было неожиданностью увидеть моряка в парикмахерском деле, но, в действительности, специализация компании не имеет значения. Опыт Фабера был использован для «раскручивания» нескольких салонов местного значения в национальную сеть под торговой маркой Supercuts.

Реальность такова, что индустрия ухода за волосами, оцененная в 15–40 млрд долл., практически полностью принадлежит независимым парикмахерам, как Винни, и небольшим местным салонам. Парикмахеры — это исчезающий вид (в штате Нью-Йорк, к примеру, число лицензированных парикмахеров сократилось вдвое за последний квартал). Волосы растут на полтора сантиметра в месяц, и если не Винни, то кто-то все же должен их стричь. Существовала отличная возможность для хорошо управляемой эффективной сети компаний завладеть рынком по всей стране.

Это напоминало ситуацию, когда несколько лет назад Service Corporation International начала захватывать рынок похоронных услуг. Люди умирают каждый день, хоронить их совершенно необходимо, а рынок был представлен сотнями малоэффективных операторов, чьим детям нужно было «поступать на юриста».

Согласно брошюре Supercuts, каждый стилист проходил курс по быстрой и умелой стрижке «без затей», что вполне отвечало духу 90-х. Вооруженный маленькими ножницами и модной расческой, стилист Supercuts обслуживает в среднем 2,8 головы в час. Стрижка, которую вам сделали в Supercuts в Альбукерке, будет полностью соответствовать стрижке в салоне Supercuts в Майами.

В такие посещения всегда узнаешь что-то новое. Например, вы знали, что любой их парикмахер обязан иметь лицензию? Я не знал, но, тем не менее, они у них были, чего нельзя сказать о фондовых управляющих. На свете нет инструкций о том, как управлять миллиардами долларов, но прежде чем кто-то подравняет ваши бакенбарды, он должен пройти определенное тестирование. Учитывая результативность среднестатистического управляющего фондом, надо заметить, что не мешало бы и им проходить какие-нибудь курсы.

Стилист из Supercuts получает 5–7 долл. в час — зарплата небольшая, однако дополняется бесплатным медицинским обслуживанием, а работая со скоростью 2,8 головы в час, она (я говорю «она», потому что подавляющее большинство работающих там — женщины) может удвоить свои доходы при помощи чаевых.

В настоящий момент каждый стилист приносит сети около 30 долл. в час, поэтому так выгодно владеть Supercuts. Это не алюминиевая промышленность, где половина прибыли «съедается» модернизацией оборудования и завода. Помимо платы за аренду, второй по значимости расходной статьёй в салонах причёски являются ножницы и расчески.

В проспекте я также прочитал, что средний владелец салона-франчайзера Supercuts вкладывает 100 тыс. долл. — эти деньги идут на оплату франшизы, а также на мойки, кресла, оформление, шампуни и т.п. Примерно через два года работы салон возвращает 50% без вычета налогов, что бьет все рекорды возможных вложений капитала и объясняет, почему компания так легко находит желающих приобрести лицензию на торговую марку Supercuts.

Что хорошо для владельцев — хорошо для акционеров. Следующая часть брошюры заинтересовала меня больше всего. Компания имеет 5% валового дохода и 4% с продаж продукции Nexxus, выставленной в салонах сети (я видел полки с продукцией Nexxus у дальней стенки). Административные затраты минимальны. А самые большие затраты — обучение стилистов. Supercuts нанимает нового преподавателя (с зарплатой 40 тыс. долл. в год) для каждых десяти новых магазинов, но затем эти 10 магазинов принесут 300 тыс. долл. годового дохода.

Первое, что вы должны знать о работе розничной сети и о чем мы уже говорили, — это имеет ли она ресурсы для расширения. Один взгляд в бухгалтерский баланс показал, что их долг составляет 31% общего капитала — тревожащие цифры, с которыми следует разобраться. Поэтому я сделал себе пометку в блокноте.

В этот момент мои размышления (сотрудники, которые видели, как я разгуливаю и делаю пометки в блокноте, могли заподозрить во мне

шпиона из профсоюза парикмахеров) были прерваны тем, что назвали мое имя и проводили меня мимо раздвижных кресел в комнату с раковинами и шампунем. Миловидная молодая специалистка быстро вымыла мне голову и направила назад в комнату стрижки. Там она укрыла меня халатом и начала стричь волосы, включая бачки. Это произошло так быстро, что у меня не было времени даже возразить. Я чувствовал себя как куст бирючины в фильме «Эдвард — руки-ножницы».

Как правило, я никогда не могу сказать точно, выгляжу я хорошо или плохо. Даже когда я видел себя в зеркале в Supercuts, я не возражал, предпочитая дожидаться вердикта, который единственный имел для меня значение, — мнение моей семьи. И я сделал вид, что не ходил подстригаться.

Когда дома Кэролин и мои дочери встретили меня фразой: «Что с тобой случилось?», я понял, что мне не удалось скрыть «вид свежестриженного человека». Несколько знакомых сказали, что я стал моложе, но только потому, как мне казалось, чтобы просто сказать что-то приятное, стараясь не соврать при этом слишком сильно, а слово «моложе» более всего подходило для такого случая. Когда люди мне говорят, что я стал моложе, я начинаю понимать, что раньше они считали меня старым и просто не говорили этого.

Вот вам и исключение из правила, что нужно полюбить магазин прежде, чем купить его акции. После стрижки в Supercuts я полюбил акции (или, по крайней мере, их перспективы) гораздо больше, чем саму парикмахерскую. Я пообещал себе больше никогда не предавать Винни ДиВинченцо и его стандартную 10-долларовую стрижку.

Своими впечатлениями «бирючинного куста» я поделился со старшим вице-президентом и финансовым директором Supercuts Стивеном Томпсоном по телефону. Он посочувствовал мне за потерянные бачки, а затем сказал: «Хорошая новость в том, что волосы отрастают со скоростью полтора сантиметра в месяц». Что ж, только этот факт, о котором я прочел в их брошюре, и вселял в меня надежду.

Мы также обсудили то, что все стилисты Supercuts — лицензированные профессионалы, обязанные проходить переподготовку раз в семь месяцев, и что бесплатная медицинская страховка и чаевые являются неплохим стимулом для работников. В данной связи меня беспокоило, насколько велика текучесть кадров из-за так называемых «летунов» и «страховщиков» (устраивающихся на работу исключительно из-за медицинской страховки) среди низкоквалифицированных сотрудников. Я спросил об этом господина Томпсона, и он сказал, что на данный момент «текучка» довольно низкая.

Большая часть собранных мною данных создавала благоприятное впечатление. Долг, о котором я упоминал выше как о потенциальной

угрозе, оказался не таким большим. Ежегодный доход Supercuts был равен 5,4 млн долл., большая часть которых, как сказал господин Томпсон, должна была пойти на покрытие долгов. К 1993 году компания собиралась полностью рассчитаться с долгами, а расходы в 2,1 млн долл. на покрытие процентов должны были исчезнуть в 1991 году.

Так как салоны Supercuts работали на основе франчайзинга, деньги на открытие нового салона Supercuts платил сам франчайзер. И это был еще один большой плюс: Supercuts могла быстро расширяться, не расходуя при этом свой собственный капитал и не используя кредиты.

Но самый большой плюс заключался в том, что 250 млн американцев ходят подстригаться ежемесячно, семейные парикмахерские постепенно исчезали, а крупная сеть мастерских так и не появилась. Основными конкурентами Supercuts, включая MEI-Regis с их Mastercuts в супермаркетах, где арендная плата высока, а клиентура состоит в основном из женщин, были: Fantastic Sam's, имеющая в два раза больше точек, чем Supercuts, большинство из которых были франчайзерами, приносящими в два раза меньший доход, чем мастерские Supercuts, и парикмахерские J. C. Penney, работающие только в магазинах J. C. Penney.

Салоны Supercuts выгодно отличались еще и тем, что были открыты по субботам и работали допоздна. Supercuts развернула рекламную кампанию, чтобы создать узнаваемый бренд, чего не было ни у одного из их конкурентов. На первоначальном этапе запуска рекламной кампании Supercuts испытала 20%-й рост, а на момент, когда я стал рекомендовать их акции, доходы компании увеличились в 16 раз.

В конечном итоге отличные показатели компании одержали победу над потерянными бачками, и на встрече в *Barron's* я уже расхваливал Supercuts. «Я сделал себе стрижку там, я испытал их работу на себе», — сказал я собравшимся. «Это та, которая у вас сейчас?», — спросил Марио Габелли, и я ответил утвердительно. «ЭТО мы рекламировать не станем», — сказал Абельсон.

Биржевое сокращение	Компания	Цена акции на 13.01.92 (долл.)
CUTS	Supercuts	11,33

# ГЛАВА 11

---

## ЦВЕТЫ В ПУСТЫНЕ

### **КРУПНЫЕ КОМПАНИИ В СЛАБЫХ ОТРАСЛЯХ**

#### **SUN TELEVISION & APPLIANCES**

Я всегда слежу за крупными компаниями в периферийных непопулярных секторах. Компании быстроразвивающихся отраслей, таких как компьютерные или медицинские технологии, привлекают слишком много внимания и провоцируют большую конкуренцию. Как сказал однажды Йоги Берра о знаменитом ресторане Miami Beach: «Он такой популярный, что никто туда уже не сунется». Когда отрасль становится слишком популярной, никто не может заработать там денег.

В качестве объекта для вложения капитала я всегда предпочитал непопулярную отрасль лидирующей. В периферийных отраслях, где компании растут медленно, если вообще растут, слабые компании быстро уходят с рынка, но оставшиеся захватывают бóльшую долю на рынке. Компания, способная захватить строго возрастающую долю инертного рынка, гораздо привлекательней, нежели та, которая вынуждена бороться за уменьшающуюся долю существующего рынка. Это ведет нас к 16-му принципу Питера:

**В бизнесе конкуренция никогда не будет приносить столько же пользы, сколько приносит монополия.**

Крупные компании в периферийных отраслях имеют схожие признаки. Все они низкочатратные и очень экономные. Они не залезают в долги. Они отвергают систему корпоративных каст, разделяющую сотрудников

на «беловоротничковых браминов» и «синеворотничковых неприкасаемых». Работники таких компаний получают хорошую зарплату и имеют свою долю в деле. Они находят ниши, части рынка, не замеченные другими компаниями. Они быстро растут — гораздо быстрее, чем многие компании в «раскрученных» быстрорастущих отраслях.

Помпезные залы заседаний, чрезмерные зарплаты управленческого состава, деморализованные рядовые сотрудники, непомерные долги и средние показатели производительности идут рука об руку. Но все может быть совершенно наоборот: скромные залы заседаний, умеренные зарплаты управленческого состава, мотивированный персонал и низкая задолженность уравновешены высочайшими показателями производительности.

Я позвонил Джону Вайсу, аналитику из *Montgomery Securities* в Калифорнии. Он писал доклады по нескольким сетям магазинов бытовой техники по сниженным ценам. Я хотел услышать его мнение о *Good Guys*, за чьими акциями я слежу с 1991 года. Вайс сказал, что конкуренция с *Circuit City* нанесла урон доходам *Good Guys*. Когда я спросил его, что он может посоветовать мне из данной отрасли, он назвал *Sun Television & Appliances*.

Рассказ Вайса про *Sun TV* был таким убедительным, что, повесив трубку, я тут же позвонил в штаб-квартиру корпорации в Огайо, чтобы переговорить с руководством. Когда вам удастся переговорить с генеральным директором по телефону без длительного ожидания, не имея личного знакомства, вы понимаете, что компания не страдает излишней иерархичностью. Меня соединили с Бобом Ойстером, весьма дружелюбным парнем. Мы немного повосхищались достоинствами курсов по гольфу в Огайо, прежде чем перейти к цели звонка.

*Sun TV* управляет магазинами в Огайо по продаже бытовой техники с большими скидками. Они торгуют всеми видами этой продукции, включая холодильники, посудомоечные машины и сушильные аппараты. Ойстер сказал, что в Коламбусе все 7 магазинов бытовой техники принадлежат *Sun TV*. Самый прибыльный находился в Чилликоте, штат Огайо. Мои приятели по *Barron's* позже восхищались моему умению быстро произносить название этого города. Магазины *Sun TV* занимали доминирующее положение и в округе Питтсбурга.

Любители статистики и акционеры *Sun Television & Appliances* будут рады узнать, что 50% населения США проживает в радиусе 500 миль от Коламбуса. По сути, Коламбус единственный крупный город к востоку от Миссисипи и к северу от Мэйсон-Диксона, где население увеличилось с 1950 по 1990 годы.

Рост населения в этой части Огайо, новость о котором еще не достигла Восточного побережья, предвещает хорошее будущее для *Sun TV*. Компания энергично развивала программу по расширению (7 новых магазинов в 1991 году, еще 5 в 1992), стремясь довести общее число магазинов до 22. Долг компании был менее 10 млн долл. При цене акции в 18 долл. коэффициент

«цена/прибыль» был равен 15. При этом прирост коэффициента составлял 25–30%. Несколько конкурентов Sun TV боролись за выживание.

Sun TV продолжала зарабатывать прибыль даже во время кризиса 1990–1991 годов, когда состояние экономики было ужасным, недвижимость продавалась вяло, а люди не покупали новую бытовую технику. Доходы компании возросли и в 1991 году. И у меня нет причин сомневаться, что в 1992 году дела пойдут еще лучше.

Тем не менее мне еще предстояло многое узнать, прежде чем занести Sun TV в «звездную команду» крупных компаний в периферийных отраслях. Результаты просчетов различных вариантов по этой «великолепной семерке» (плюс Green Tree, которая является временным членом) приведены в табл. 11-1. Большинство рассматриваемых акций были выпущены совсем недавно, что послужило поводом убрать их из моего списка рекомендаций к 1992 году. Но все они были достойными кандидатами, чтобы войти в список позже.

## SOUTHWEST AIRLINES

В 80-х годах самым худшим бизнесом были авиалинии. Eastern, Pan Am, Braniff, Continental и Midway стали банкротами, и еще несколько компаний были на грани разорения. И, тем не менее, в этот катастрофический десятилетний период акции Southwest Airlines выросли с 2,4 долл. до 24 долл. Почему? В основном из-за того, чего они НЕ делали. Они не летали в Париж, они не экспериментировали с блюдами, они не занимали слишком большие суммы на покупку большого числа самолетов, они не переплачивали руководству, и они не давали повода простым рабочим возненавидеть компанию.

Таблица 11-1. «Великолепная семерка» (+одна)

Компания	Суммарный годовой доход на вложенный капитал (%), 1990–1991
Southwest Airlines	115
Bandag	46
Cooper Tire	222
<i>Green Tree Financial</i>	188
Dillard	75
Crown Cork & Seal	69
Nucor	50
Shaw Industries	17
Portfolio Average	87
S&P 500	26

Southwest Airlines (биржевое обозначение LUV) были самой низкозатратной компанией в отрасли гражданских авиаперевозок. Как мы это узнали? Самая впечатляющая статистика — это «производственные расходы на одно пассажироместо на милю полета». Уровень Southwest составлял от 5 до 7 центов, тогда как средняя цена в этой отрасли была равна 7–9 центам.

Один из способов оценить склонность компании к экономии — посетить корпоративную штаб-квартиру. «Если компания, в которую вы вкладываете деньги, строит себе большое здание — это еще не значит, что люди, работающие там, толковые ребята, но это точно значит, что вы оплатили часть расходов на строительство», — говорит инвестиционный советник Уильям Донахью. По моему опыту, так оно и есть. В Калифорнии чемпионом по скаредности и минимальным затратам в ссудо-сберегательном бизнесе стала компания Golden West Financial, где роль служащего в приемной играл черный старомодный телефон и табличка «Снимите трубку». Здание Southwest Airlines, просуществовавшее в Love Field в Далласе в течение 10 лет, напоминало барак. Самым нейтральным описанием этого строения могло бы быть слово «древний». В 1990 году компания потратилась на строительство нового трехэтажного здания. Был нанят декоратор для оформления интерьера, но он допустил ошибку и вместо табличек с наградами сотрудников и фотографий с корпоративных вечеринок увешал стены дорогими картинами. Увидев это, Херб Келлехер, генеральный директор, пришел в ярость, уволил декоратора и потратил свои выходные, развешивая награды и фотографии.

Корпоративный дух, устанавливаемый Келлехером, был несколько эксцентричным. Его кабинет был обставлен чучелами индейек. Годовые собрания превращались в пикники на природе. Повышения зарплат у менеджмента проходило в том же процентном соотношении, что и у рядовых сотрудников. Один день в месяц все большие «шишки» компании работали за грузчиков или кассиров.

Стюардессы Southwest носили голубые джинсы, футболки и кроссовки. Подаваемые на борту блюда состояли из арахиса и коктейлей. Между пассажирами разыгрывались призы на самую большую дырку в носке и на лучшее исполнение информации о безопасности в стиле рэп.

В то время как другие авиакомпании летали по одним и тем же маршрутам в Лос-Анджелес, Нью-Йорк и Европу, Southwest нашли нишу — короткие перелеты. Они сами называли себя: «единственная авиакомпания, совершающая частые, короткие и недорогие перелеты». Другие авиакомпании банкротились, а Southwest, имея в 1978 году всего 4 самолета, поднялась до 8-го места среди крупнейших авиаперевозчиков страны. Это была единственная авиакомпания, приносящая доход ежегодно, начиная с 1973 года.

Конкуренты совершали ошибки, а Southwest была готова завладеть инициативой, что обычно и случается с крупными компаниями в



периферийных отраслях. Недавно они подхватили маршруты, оставленные USAir и America West. Обе эти компании были вынуждены прекратить часть полетов из-за финансовых проблем.

Акционеры, наблюдавшие, как их вложения выросли в 10 раз в период с 1980 по 1985 год, вынуждены были сохранять терпение в течение следующей пятилетки — с 1985 по 1990 год, когда цена акций постепенно стала падать. Могло быть и хуже — ведь они могли вложиться в Pan Am или Eastern. После 1990 года их терпение было вознаграждено, акции Southwest снова увеличились в цене вдвое.

## **BANDAG**

Что может быть более скучным, чем компания, занимающаяся восстановлением протекторов на шинах в Мускатине, штат Айова? Я никогда не был в Мускатине и искал этот город на карте. Он оказался маленькой точкой на реке Миссисипи к юго-западу от Дейвенпорта и к юго-востоку от Москвы, Аталиссы и Вэст-Либерти.

Современный мир Канзас-сити еще не добрался до Мускатина, что вполне может быть в пользу последнего. На Уолл-стрит Мускатин тоже замечен не был. Только три аналитика следили за восхождением Bandag с 2 до 60 долл. в течение 15 лет.

Генеральный директор Bandag Мартин Карвер в свою очередь тоже предпочитает держаться подальше от Нью-Йорка. Ему принадлежит рекорд скорости для дизельных грузовиков. Вы не увидите его потягивающим шампанское во дворе отеля Trump Plaza.

Одним из их клиентов является Southwest Airlines. Каждый год в США происходит замена 12 млн изношенных протекторов грузовиков и автобусов. Около 5 млн этих замен делаются в Bandag.

Bandag увеличивает дивиденды каждый год начиная с 1975. Прибыль выросла на 17% с 1977 года. Балансовый отчет немного слабоват, в основном из-за того, что часть прибыли ушла на вложения в развитие зарубежных представительств (сейчас они владеют 10% иностранного рынка по замене протекторов) и на скупку 2,5 млн собственных акций.

В то время как прибыль предприятия продолжала увеличиваться, цена акций резко упала в период кризиса во время войны в Персидском заливе и сопутствующей ему распродажи. Такая реакция на Уолл-стрит дала прекрасную возможность скупить акции. Оба раза акции возвращались к первоначальной цене.

## COOPER TIRE

Cooper Tire работает на том же рынке, где и Bandag. Они нашли свою нишу на рынке замены покрышек. В то время как гиганты индустрии теряли деньги в конкурентных сражениях за установку новых шин на новые машины, Cooper стояла в стороне и устанавливала новые покрышки на старые машины. Это производитель с низкими издержками производства, поэтому независимые продавцы шин предпочитают покупать их у Cooper.

В конце 80-х, когда «Великолепная тройка» (Michelin, Goodyear и Bridgestone) задыхалась в конкурентной борьбе, Cooper зарабатывала деньги. Их доходы росли начиная с 1985 года и побили новый рекорд в 1991. Цена акций выросла втрое с 1987 года и достигла 10 долл. перед «Саддамовской распродажей», а затем упала до 6 долл. Инвесторы проигнорировали базисные показатели и забыли про светлое будущее шин, приготовившись к концу света. Поскольку этого не случилось, акции вновь выросли в 5 раз и стали стоить 30 долл.

## GREEN TREE FINANCIAL

Эта компания входит в Enchanted Forest Portfolio наряду с Cedar Fair, Oak Industries, EQK Green Acres, Maple Leaf Foods и Pinelands, Inc. Компания Green Tree имеет очень большие задолженности и генерального директора, у которого зарплата выше, чем у высококлассного бейсболиста, и поэтому не является одной из достойных компаний в периферийных отраслях. Я включил ее в рассказ, чтобы показать, что даже такая компания может преуспеть в периферийной отрасли.

Периферийная отрасль, о которой пойдет речь, — это займы под залог жилых фургонов. Green Tree специализируется по таким залогам, а этот вид деятельности становится все более и более малоперспективным. Каждый год начиная с 1985 продажи жилых фургонов сокращались. В 1990 покупателей нашлось так мало, что было продано всего 200 тыс. новых фургонов.

Картина ухудшалась еще и тем, что большинство владельцев жилых фургонов не выплачивали займы и покидали свою собственность, оставляя записки кредиторам: «Наш трейлер теперь ваш трейлер». Количество перепродаж 10-летних трейлеров очень мало.

Кризис в этой отрасли явился для Green Tree настоящим подарком, потому что остальные конкуренты уже сдались. Valley Federal, злополучная

калифорнийская ссудо-сберегательная ассоциация, заработала 1 млрд долл. на кредитах под залог жилых фургонов, потеряла все деньги и исчезла. Примерно то же произошло и с Financial Services Corporation, филиалом страховой компании в Мичигане. Похожая ситуация была с Citicorp, крупнейшим кредитором в этой отрасли. Green Tree ничего не оставалось, как извлечь выгоду из сложившейся ситуации, если она начнет улучшаться.

Наверное, было немало сомневающихся, что ситуация когда-либо изменится, раз цена акций упала до 8 долл. к концу 1990 года. Журнал *Forbes* опубликовал статью в мае этого года о безнадежном положении дел. Ее заголовок гласил: «Сохнут ли корни Дерева?», что было уже достаточным стимулом пойти и продать свою долю акций Green Tree. Журналист не пожалел сил пересчитать все бедствия, обрушившиеся на компанию: отсутствие покупателей жилых фургонов, проблемы с займами, судебные иски, угрожающие активам Green Tree. «Даже при увеличении доходов компании в семь раз, Green Tree все еще не станет привлекательной для инвесторов», — писал *Forbes*.

Но инвесторы проигнорировали этот пессимистичный прогноз, и через 9 месяцев акции выросли до 36 долл. Как ситуация из ужасной могла стать такой замечательной? В отсутствие конкурентов Green Tree прибрала к рукам ссудный бизнес. Это привело к резкому скачку объема займов. Компания стала предлагать займы на вторичном рынке, так же как Fannie Mae поступали с кредитами на недвижимость. Они давали выгодные займы на ремонт домов и покупку подержанных фургонов и собирались заняться ссудами на мотоциклетном рынке.

Если бы вы купили акции Green Tree сразу после прочтения журнала *Forbes*, то ваше вложение утроилось бы менее чем за девять месяцев. Я не хочу оскорбить хороший журнал: в моей карьере были сотни таких, как Green Tree. Суть в том, что выживший в захиревшей отрасли может очень быстро нажить состояние, как только исчезают конкуренты.

## DILLARD

Это еще одна группа управленцев из народа, крепко держащихся за корпоративные активы. Семья Диллардов (77-летний Уильям и его сын Уильям Второй) держит 8% и почти все голосующие акции компании, представляющей сеть универсальных магазинов. Они управляют компанией из Литл-Рока.

С пылом Скруджа они изучают учебники в поисках новых способов урезать расходы, но не за счет работников. Работники Dillard получают относительно немало. На чем Dillard действительно экономит, так это на долгах. В балансовом отчете их почти нет.

Дилларды поняли важность компьютеров достаточно рано и с их помощью не только отслеживают денежные потоки, но и управляют товарами. Если какая-то рубашка быстро распродается в одном из магазинов Dillard, компьютер магазина посылает сообщение о заказе складскому компьютеру. Складской компьютер затем передает заказ поставщикам. Менеджеры магазинов и головного офиса всегда знают, что и где продается, поэтому компании совсем необязательно нанимать армию специалистов для выработки рекомендаций по закупкам.

Диллард держался в стороне от привлекательных рынков, где большие сети розничных магазинов спотыкаются друг о друга. Магазины Диллардов находятся в небольших и средних городках, таких как Уичита и Мемфис. В то время как такие шикарные сети, как Federated, Allied, Macy, реструктурировались или разорялись, Dillard расширялась, скупая их магазины и заноса в свои компьютеры. Среди прочих они выкупили Joske's у Allied и J.V. Ivey у B.A.T. Industries.

Сумма в 10 тыс. долл., вложенная в акции Dillard в 1980 году, сейчас составила бы 600 тыс. долл.

## **CROWN CORK & SEAL**

Crown Cork & Seal напоминает мне New England Wire & Cable — компанию, которую Денни Де Вито пытался купить в фильме «Чужие деньги». Офис New England Wire представлял собой грязную комнату, обклеенную календарями и расположенную прямо на фабрике. Офис Crown Cork & Seal располагался на чердаке над сборочным конвейером. New England Wire делали провода, Crown Cork & Seals выпускали банки для содовой, пива, краски, еды для домашних животных, емкости под антифриз, бутылочные пробки, промыватели, споласкиватели, машины для укупоривания крончатыми колпачками и нагреватели для жестяных банок.

В обеих компаниях генеральные директора были предпринимателями со старомодными идеями. Разница состояла в том, что New England Wire & Cable была на грани банкротства, а Crown Cork & Seal была самым процветающим в мире производителем банок.

Пожалуй, не нужно вам говорить о том, что производство жестяных банок — это периферийный сектор с очень невысоким чистым доходом или что производственные затраты Crown Cork & Seal невысоки. Отношение издержек к продажам составляет 2,5%, что гораздо ниже средней величины в 15%.

Такой незначительный уровень расходов, граничащий буквально с монашеским, был достигнут генеральным директором Джоном Коннелли, недавно ушедшим из жизни. Его неприятие к расточительству приводит нас к 17-му принципу Питера:

**При прочих равных, вкладывайте деньги в компанию с наименьшим количеством цветных фотографий в годовом отчете.**

Годовые отчеты Коннелли вообще не содержали фотографий. Куда он не гнушался вкладывать деньги — так это в новые технологии производства жестяных банок, что еще больше укрепляло статус CC&S как самого низкозатратного производителя.

Часть прибыли, не инвестированная в улучшение процессов производства жестяных банок, шла на скупку собственных акций. Доход на невыкупленные акции тут же возрос, что, в свою очередь, подняло цену акций. Создавалось впечатление, что г-н Коннелли работает на акционеров, что было довольно странно для большинства компаний.

После смерти Коннелли компания изменила тактику. Теперь она пускает свои немалые наличные средства на скупку конкурентов, продолжая, таким образом, укрупняться. Возросли затраты капитала, вырос долг компании, но, тем не менее, новая тактика была не менее выгодней старой. Цена акций Crown Cork & Seal к 1991 году поднялась с 54 до 92 долл.

## NUCOR

В наше время никто уже не хочет связываться со сталелитейным производством из-за конкуренции со стороны Японии и больших сумм, требуемых на оборудование, которое очень быстро устаревает. Такие именитые промышленники, как U.S. Steel (иначе называемая USX) и Bethlehem Steel, когда-то являвшиеся символами американского могущества, испытывали терпение акционеров в течение 12 лет. Акции Bethlehem упали до 5 долл. за штуку в 1986 году и очень долго выбирались «из ямы», но даже

сейчас при цене акции в 13 долл. еще далеко до уровня 1981 года в 32 долл. за акцию. USX также предстоит долгий путь до уровня 1981 года, тогда как 6 долл., инвестированные в акции Nucor в 1981 году, сейчас превратились бы в 75 долл. и вы бы считали сталеплавильный бизнес самым прибыльным из всех. А купив акции Nucor стоимостью в 1 долл. в 1971 году, вы были бы уверены, что сталь — это лучшее изобретение человечества. Однако вряд ли вы думали бы то же самое, приобретя акции Bethlehem в 1971 году за 24 долл., потому как сейчас их цена составляет 13 долл. Подобными результатами славятся вложения в казначейские векселя.

Здесь опять мы имеем дело со «скрягой» Ф. Кеннетом Айверсоном, который не любит приглашать корпоративных клиентов на ланч в «Филз Дели», что напротив штаб-квартиры корпорации в Шарлотте, штат Северная Каролина.

В здании Nucor вы не найдете шикарной столовой, на стоянке не увидите лимузинов, в аэропорту нет реактивного самолета, принадлежащего компании. В компании нет различия между менеджерами и простыми рабочими: если доходы падают, и тем и другим начисляется меньше. Когда прибыль возрастает (как это обычно и бывает), все получают прибавку.

5500 рабочих компании Nucor не объединены в профсоюз, тем не менее их зарплаты выше, чем зарплаты их коллег на других сталелитейных предприятиях. Они имеют долю в доходах компании и не могут быть уволены. Их дети получают стипендию в колледже. Если экономика ослабеет и производство стали снизится, всем сотрудникам сократят рабочий день, так что пострадают от временной приостановки на всех уровнях.

За свою историю Nucor занимала две производственные ниши. В 70-х она специализировалась на превращении металлического лома в конструкционную сталь. Позже, когда другие компании овладели этой технологией, Nucor сделала шаг вперед, освоив процесс производства высококачественного стального проката. Такая сталь используется для изготовления кузовов автомобилей. Овладев этой новой технологией литья слябов, Nucor теперь может напрямую конкурировать с Bethlehem и USX.

## SHAW INDUSTRIES

Результат поиска в базе данных журнальных статей об этой компании составил 2 записи. Был абзац в журнале *Textile World* и пара предложений в журнале новых технологий *Datamation*. Также я нашел две статьи в *The Wall Street Journal* и одну в *PR Newswire*. Очевидно, что об этом владеющем 20%

коврового рынка США предприятия, которое стоило 1 млрд долл. и скоро подорожает до 2 млрд долл., написано было очень мало.

Продолжая тему Великих-Возможностей-в-Богом-Забытых-Местах, Shaw построила свою штаб-квартиру в Дальтоне, штат Джорджия, что на южном возвышении Голубого хребта Аппалачей, в двух часах от ближайшего аэропорта. Известность этому городу принесла девочка, в 1895 году нашедшая способ изготовления ворсовых покрывал. Эта новая технология производства ворсовых покрывал произвела настоящий бум в продаже покрывал, что, в свою очередь, привело к буму в производстве ковров, но в то время еще не существовало компании Shaw.

Shaw открылась в 1961 году. Основателю Роберту Шо сейчас 58 лет. И он все еще является генеральным директором, а его брат Джей Си занимает пост председателя совета директоров. В различных новостных обзорах Роберта Шо представляют как человека немногословного и весьма серьезного. В кабинете президента висит плакат с лозунгом: «Необходимо удерживать такую часть рынка, чтобы на 100% использовать производственные ресурсы».

Однажды он рассмешил общественность, заявив, что Shaw Industries вскоре заработает миллиард долларов. Хохот был особенно громким вблизи офисов West Point–Pepperell — гиганта индустрии, продажи которого превышали продажи Shaw в два раза. Смеяться они перестали в день, когда Shaw выкупил все их предприятия.

В конкурирующей Америке трудно было найти бизнес хуже этого. В 60-х годах братья Шо вошли в этот бизнес, так же как и все, кто имел 10 тыс. долл. для покупки ковровой фабрики. Пригороды Дальтона были буквально утыканы мелкими фабриками, когда 350 новых производителей ковров запустили свои ткацкие станки, чтобы удовлетворить запросы нации. Спрос был велик, но предложение еще больше, и вскоре производителям ковров пришлось снижать цены. Это окончилось тем, что ни они, ни их конкуренты уже не получали прибыль.

Затем в 1982 году в моду вновь вошли деревянные покрытия, и ковровый бум сошел на нет. С тех пор ковровая отрасль не росла, а Shaw урезала расходы и продолжала процветать. С каждым новым банкротством конкурента она захватывала все большую долю рынка.

Shaw вкладывала каждый наличный доллар в модернизацию производства, продолжая уменьшать издержки. Устав платить высокие цены за сырье, она приобрела фабрику по изготовлению пряжи и избавилась от посредников. Была создана торговая сеть с собственным парком грузовиков. В погоне за экономией Shaw предпочла не содержать выставочный зал в Атланте. Вместо этого она посылала в Атланту автобус и привозила покупателей в Дальтон.

В самые худшие для коврового бизнеса времена Shaw смогла сохранять 20%-й ежегодный прирост. Цена акции выросла в 50 раз с 1980 года, немного упала в 1990–1991 годах, а затем вновь выросла в два раза в 1992 году. Кто бы мог подумать, что ковровый бизнес принесет 50-кратную прибыль?

В мае 1992 года Shaw выкупила Salem Carpet Mills, продолжая укреплять свои позиции в отрасли. Сейчас Shaw предсказывает, что к концу тысячелетия 3 или 4 крупные компании будут доминировать на мировом ковровом рынке. А конкуренты беспокоятся, что это будет одна компания, и они знают, какая именно.

Биржевое сокращение	Компания	Цена акции на 13.01.92 (долл.)
SNTV	Sun Television & Appliances	18,5



# ОТЛИЧНАЯ ПОКУПКА

Акции ссудо-сберегательных ассоциаций (ССА) — это низшая «каста неприкасаемых» среди ценных бумаг. Стоит только упомянуть о ССА, как люди сразу же хватаются за свои кошельки. И все потому, что у них возникает мысль о 500-миллиардном поручительском билле, который мы все должны оплачивать, о 675 обанкротившихся сберегательных учреждениях, закрывшихся с 1989 года, о расточительных тратах директоров и должностных лиц ССА, о 10 000 банковских махинаций, расследуемых ФБР. Когда-то словосочетание «сберегательное учреждение» напоминало нам о книге Джимми Стюарта «Жизнь прекрасна». А сейчас — о Чарльзе Китинге в наручниках.

Начиная с 1988 года практически невозможно было купить газету и не прочитать в ней о банкротстве ССА, или о гражданских исках, или об уголовных преследованиях, или о борьбе Конгресса с Биллем о поручительстве. По меньшей мере 5 книг было написано по данной теме, и ни одна из них не была названа «Как сделать состояние на акциях ССА».

Как бы то ни было, для части учреждений, переживших все иски, уголовные преследования и избежавших банкротства, жизнь по-прежнему прекрасна. Если основываться на отношении собственного капитала к общей сумме активов — важнейшем показателе финансового состояния бизнеса, то окажется, что свыше 100 ссудо-сберегательных ассоциаций являются сегодня более устойчивыми на рынке, чем самый сильный национальный банк J. P. Morgan. К примеру, у банка People's Savings Financial of New Britain, штат Коннектикут, этот коэффициент равен 12,5, в то время как у J. P. Morgan — 5,17.

И по другим показателям J. P. Morgan имеет статус надежного банка, которым он и является, поэтому сравнение его с People's Savings Financial

весьма условно. При этом следует подчеркнуть: многие ССА находятся в ужасном финансовом состоянии, что противоречит тому, что мы о них слышим.

Конечно, существуют ССА и в гораздо более плачевном финансовом состоянии, поэтому так важно различать их между собой. Я выделил три основных типа: «плохие парни, совершившие мошенничество», «жадные парни, разрушившие хорошую вещь» и «Джимми Стюарты». Давайте рассмотрим все три вида по отдельности.

## 1. ПЛОХИЕ ПАРНИ

Хорошо отработанная схема, широко применявшаяся по всей стране, работала следующим образом. Собиралась группа людей, для простоты примера — человек 10, которые складывались, скажем, по 100 тыс. долл., чтобы купить акции ССА In God We Trust на улице Мэйн-стрит. Имея миллион долларов собственного капитала, они могут привлечь депозитов на 19 млн долл. и предоставить ссуды примерно на 20 млн.

Чтобы получить эти 19 млн долл., они предлагают исключительно высокие процентные ставки депозитных сертификатов, а для управления средствами нанимают брокеров, таких как Merrill Lynch и Shearson. Несколько лет назад, вы, наверное, видели подобные рекламные объявления в газетах: «Ассоциация In God We Trust предлагает гарантируемые Федеральной корпорацией страхования сбережений и ссуд США депозитные сертификаты под 13% годовых». Так как государство являлось гарантом сделок, у ассоциации In God We Trust не было никаких проблем с продажей депозитных сертификатов: они продавались с такой скоростью, с какой их успевали печатать. Брокеры наслаждались большими комиссионными.

Вскоре владельцы и директора In God We Trust начали предоставлять ссуды от полученной с продажи сертификатов 20-миллионной выручки друзьям, родственникам и компаньонам под строительные проекты сомнительного характера. Все это спровоцировало строительный бум в разных районах, которые, на самом деле, в застройке не нуждались. Тем временем ССА выглядела вполне рентабельно на бумаге из-за огромной авансовой платы, взимаемой по этим ссудам.

Эти «доходы» были добавлены к собственному капиталу ССА, и на каждый доллар роста собственных средств владельцы и управляющие могли предоставлять дополнительные ссуды на 20 млн долл. Система кормила

сама себя. Таким способом ССА маленького городка Вернон в Техасе проворачивала операции на миллиарды долларов. Росли суммы кредитов, рос собственный капитал, и уже появилось достаточно средств на оплату отступных бухгалтерам и аудиторам и на «откат» полномочным представителям и сенаторам могущественных банковских комитетов, и еще оставались средства на реактивные самолеты и вечеринки с девочками по вызову и экзотическими слонами.

За несколькими значительными исключениями, такими как фирмы Чарльза Китинга, бóльшая часть подобных мошеннических ССА находится в частной собственности. Их владельцы и директора, участвующие в грязных махинациях, не смогли бы выдержать тщательных проверок, которым в обязательном порядке подвергаются публичные акционерные компании

## 2. ЖАДНЫЕ РЕБЯТА

Не надо быть мошенником или жуликом, чтобы разорить ССА. Надо просто быть жадным. Проблемы начинаются, когда, например, директора First Backwater Savings, оглядываясь по сторонам, видят своих конкурентов, например, в In God We Trust или какой-нибудь другой ассоциации, которая получает большие комиссионные от крупных коммерческих кредитов, предоставленных своим же друзьям. В то время как другие организации зарабатывают миллионы за день и хвастаются об этом на вечеринках, First Backwater в поте лица и не покладая рук, работает по старинке: предоставляет кредиты под залог жилой недвижимости.

Тогда директора из First Backwater нанимают на работу эксперта с Уолл-стрит господина Саспендерса, чтобы он посоветовал им, как максимизировать прибыль. У Саспендерса всегда только один совет: взять займы непосредственно у Federal Home Loan Bank столько денег, сколько разрешено законом, и вложить их в замечательные коммерческие сделки, осуществляемые другими ССА.

Поэтому First Backwater занимает денежные средства у Федерального банка по кредитованию жилищного строительства, а также продает депозитные сертификаты, и ее рекламные объявления появляются в газетах рядом с рекламой In God We Trust. First Backwater получает деньги и дает их застройщикам для возведения новых приофисных парков, кооперативных квартир и торговых центров. Для извлечения большей прибыли First Backwater может даже стать партнером по нескольким проектам. Затем

наступает экономический кризис, и потенциальные арендаторы пресловутых приофисных парков, кооперативных квартир и торговых центров исчезают, а застройщики оказываются неспособными выполнить обязательства по займам. И так весь собственный капитал First Backwater, накапливаемый в течение 50 лет, исчезает менее чем за 5.

В сущности, это повторение истории In God We Trust, за исключением того, что директора First Backwater не одалживали денег своим друзьям и не давали взятки.

### 3. «ДЖИММИ СТЮАРТЫ»

Ссудо-сберегательные учреждения типа «Джимми Стюарт» — мои самые любимые. Они полегоньку-потихоньку приносят постоянный доход. Эти недорогие, без особых затей компании принимают вклады у людей, живущих по соседству, и довольствуются выдачей старомодных ипотечных кредитов. Такие конторы можно найти в любом маленьком городке Америки и в нескольких больших городах, на которых коммерческие банки не обратили внимания. У многих есть крупные филиалы с многочисленными депозитными отделениями. Это более эффективно, чем иметь множество мелких филиалов.

Придерживаясь своих основных простых функций, ассоциации «Джимми Стюарты» могут избежать необходимости нанимать на работу высокооплачиваемых кредитных аналитиков и других дорогостоящих просиживателей кресел, работающих в крупных банках. Таким же образом они могут избежать крупной траты средств на постройку головного офиса, по архитектуре напоминающего греческий храм и набитого мебелью эпохи королевы Анны, на рекламные щиты, знаменитых спонсоров и на подлинники картин на стенах — будет достаточно и обычных туристических плакатов.

Банк в ведущем финансовом центре, такой как Citicorp, регулярно тратит суммы, эквивалентные 2,5–3% от суммы всего кредитного портфеля, только на покрытие накладных и прочих расходов. Поэтому, для того чтобы достигнуть уровня безубыточности, между тем, что компания платит по депозитам, и тем, что получает от займов, должен быть лаг как минимум 2,5%.

ССА «Джимми Стюарт» может быть жизнеспособной и при меньшем лаге. Ее точка безубыточности составляет 1,5%. Теоретически, компания может получать прибыль и без выдачи ипотечных кредитов. Если учреждение платит 4% дохода держателям банковских вкладов, оно может вложить

выручку в 6%-е казначейские облигации и получать доходы. Когда речь заходит о 8–9%-х кредитах под залог недвижимого имущества, это означает, что акционеры смогут получить сверхприбыли.

На протяжении многих лет примером для подражания для ССА типа «Джимми Стюарт» была ассоциация Golden West, расположенная в Окленде, штат Калифорния. Golden West владеет и управляет тремя дочерними ССА, которыми руководят замечательная пара Герб и Мэрион Сэндлер. Им присуще душевное спокойствие Оззи и Гарета и ловкость Уоррена Баффета, что являет собой наилучшую комбинацию для ведения успешного бизнеса. Как Оззи и Гарет, они смогли избежать немалого количества разных модных увлечений: не вкладывали в бросовые облигации, которые обесценились, не ввязывались в рискованные сделки с коммерческой недвижимостью, по которым прекратились платежи. Все это дало им возможность избежать тенденции быть поглощенными корпорацией Resolution Trust.

Сэндлеры всегда отличались нежеланием тратить деньги впустую. Их недоверие ко всему новомодному привело к тому, что они так и не установили автоматические кассовые аппараты. Они никогда не заманивали вкладчиков тостерами или ведерками мороженого. Они пропустили бум кредитов на бесконтрольное строительство. Они занимались выдачей кредитов под залог жилых домов, что до сих пор составляет до 96% портфеля Golden West.

Когда речь заходит об экономии в головном офисе, Сэндлеры становятся настоящими скрягами. Я посетил их штаб-квартиру, но не в Сан-Франциско, где расположено большинство офисов самых модных банков, а в менее дорогом районе Окленда. Посетители оповещают о своем приходе, звоня по черному телефону из приемной.

Сэндлеры охотно вкладывают деньги в филиалы, основной целью которых является сделать покупателя как можно более счастливым в как можно более комфортных условиях. Команды из «законспирированных покупателей», как их называют сами Сэндлеры, периодически посылаются для проверки уровня обслуживания.

В известном случае, произошедшем на конференции ССА в Западной Вирджинии в середине 80-х годов, Мэрион Сэндлер обратилась к коллегам со своим излюбленным вопросом о «контроле производительности и расходов». Тема для других директоров ССА была настолько «захватывающей», что треть их покинула аудиторию. Они рассчитывали услышать о новых увлекательных компьютерных системах или счетных машинах, но никак не о сокращении расходов, о которых говорила госпожа Сэндлер. Может быть, если бы они остались и внимательно прослушали ее лекцию до конца, то большая их часть осталась бы сегодня в деле.

До 80-х годов Golden West была одной из немногих ССА, функционирующих в форме открытого акционерного общества. Затем из-за лихорадки акционирования, охватившей ССА в середине 80-х, сотни ранее частных сберегательных учреждений, осуществлявших свою деятельность как «банки взаимного страхования», более или менее одновременно превратились в акционерные компании. Я приобрел многие из них для Magellan Fund. Я был настолько «придирчив» в своем выборе, что покупал все, что имело в названии слово «первый» или «трест». Однажды я признался на собрании в *Barron's*, что я инвестировал в 135 из 145 сберегательных учреждений, проспекты которых оказались на моем столе. Ответ Абельсона был типичен: «Оплошал — осталось-то еще целых 10».

Есть два объяснения моей неразборчивости, которая иногда превращается в пагубное пристрастие к сберегательным учреждениям. Первое заключается в том, что мой фонд был настолько велик, а они были такими маленькими, что, для того чтобы выжать хоть что-то из них, я должен был поглотить как можно большее их количество, то есть вести себя как кит, вынужденный питаться планктоном. Вторым объяснением является уникальность способа, посредством которого ССА стали акционерными компаниями, что автоматически сделало операции с ними выгодной сделкой с самого начала. (Для того чтобы понять, как самостоятельно можно сделать деньги из ничего, посмотрите на стр. 223).

Эксперты компании SNL Securities в Шарлотсвилле, штат Вирджиния, ведущей учет всех существующих сберегательных учреждений, представили мне уточненный отчет о том, что произошло с 464 ССА, ставшими акционерными компаниями после 1982 года. Девяносто девять из них были впоследствии скуплены более крупными банками и ССА, обычно — с огромной прибылью для акционеров (типичный пример — окружной сберегательный банк Morris County Savings Bank в Нью-Джерси: первоначальная предлагаемая цена в 1983 году составляла 10,75 долл. за акцию, а уже через три года акции этого банка были выкуплены за 65 долл.). Шестидесят пять акционированных ССА обанкротились, обычно с полной потерей средств акционеров (я это знаю из собственного опыта, так как сам владел несколькими акциями этой категории). Однако остальные 300 ССА все еще на плаву.

## КАК ОЦЕНИТЬ ССА

Всякий раз, когда мне хотелось вложить средства в какую-нибудь ССА, я подумывал о Golden West, но после того, как в 1991 году ее цена возросла

в два раза, мне пришлось искать более приемлемые варианты. Когда я в 1992 году просматривал список ССА, готовясь к встрече в *Barron's*, нашлось несколько таких вариантов. Надо сказать, что для приобретения по хорошей цене ситуация тогда была самая подходящая.

Истории мошенничества с ССА сошли с первых страниц газет и журналов, уступив место историям о крахе рынка жилья. Эти истории были модными на протяжении двух лет: рынок жилья должен был рухнуть и утянуть с собой и банковский рынок тоже. Люди помнили, как после обвала рынка недвижимости в Техасе в начале 1980-х годов несколько банков и ССА также приостановили свою деятельность, и поэтому предполагали, что такая же судьба постигнет и ССА на Северо-Востоке и в Калифорнии, где сектор дорогостоящего элитного жилья уже давно страдал от кризиса.

Последние «скрытые факты», озвученные Национальной ассоциацией строителей жилья, свидетельствовали о том, что средняя цена дома выросла в 1990 году, а затем еще увеличилась в 1991. Это окончательно убедило меня в мысли, что крах рынка жилья всего лишь вымысел владельцев роскошных особняков. Я знал, что лучшие из ССА категории «Джимми Стюарт» имеют лишь незначительную долю в строительстве дорогих домов, коммерческой недвижимости или в ссудах на строительство. По большей части, в их портфелях было кредитов под залог жилого дома на сумму в 100 тыс. долл. Их прибыль стабильно росла, у них было большое количество лояльных вкладчиков и доля собственного капитала в общей сумме активов превышала аналогичный показатель, чем у J. P. Morgan.

Однако достоинства ССА типа «Джимми Стюарт» были безнадежно потеряны. Цены на их акции на Уолл-стрит стремительно падали, как и желание среднего инвестора вкладывать в них. Средства собственной ссудо-сберегательной ассоциации Fidelity Fund сократились с 66 млн долл. в феврале 1987 года до 3 млн долл. к октябрю 1990 года. Брокерские фирмы сократили свои гарантийные фонды покрытия сберегательной отрасли, а некоторые совсем закрыли их.

У Fidelity в штате на постоянной основе было два аналитика, которые вели ССА. Дэйв Элисон работал с крупными сберегательными учреждениями, а Алек Мюррей — с меньшими. Мюррей поступил в Дартмутский университет, и его место пока пустовало. Элисону же в нагрузку были даны для работы другие крупные компании, включая Fannie Mae, General Electric, Westinghouse, т.е. он работал по ССА неполный рабочий день.

В стране около 50% аналитиков работают по Wal-Mart, а другие 46% занимаются Philip Morris, и лишь единицы посвящают себя работе с ССА, ставшими акционерными компаниями. Все вышесказанное ведет к 18-му принципу Питера:

## **Когда даже аналитики начинают скучать, наступает время покупать.**

Заинтригованный низкой ценой, по которой многие акции ССА продавались, я начал чтение *The Thrift Digest*, сборника ссудо-сберегательных учреждений, — мое представление об идеальном чтении перед сном. Он издается компанией SNL Securities, о которой я говорил выше, под редакцией Рейда Нагя, отлично знающего свое дело. Эта книга такая же большая, как и Бостонский городской телефонный справочник, и для ежемесячного обновления нужно платить 700 долл. в год. Я специально заговорил о цене, чтобы вы сразу же не соскочили с дивана и не побежали заказывать книгу, а вместо этого могли бы купить два билета на Гавайи в оба конца.

Если вы все же решите продолжить заниматься этой темой — недооцененными ССА, что, по моему мнению, гораздо более увлекательно, чем поездка на Гавайи, — я бы вам посоветовал обязательно найти сборник *The Thrift Digest* в ближайшей библиотеке или взять у вашего брокера. Свой экземпляр я взял в Fidelity.

Я проводил столько времени за чтением этой книги до ужина, во время ужина и даже после, что Кэролин начала относиться к ней как к Ветхому завету. С этим «заветом» в руках я разработал свой собственный протокол результатов ССА с перечислением 145 сильнейших организаций, кратко описывающий следующие основные детали. По сути, это все, что вы должны знать о ССА:

**Текущая цена.** Думаю, объяснений не требуется.

**Первоначальная запрашиваемая цена.** Когда акции ССА продаются по цене ниже, чем при акционировании, это признак того, что эти акции могут быть недооценены. Конечно, другие факторы тоже следует рассмотреть.

**Доля собственного капитала в общей сумме активов.** Самый важный аспект. Измеряет финансовую устойчивость и жизнеспособность фирмы. Чем выше этот показатель, тем лучше. Соотношение имеет небывалый размах — от 1 или 2 (у кандидатов на свалку) до 29 (в четыре раза сильнее, чем у J.P.Morgan). Показатель от 5,5 до 6 является средним, но если он ниже 5, то кандидат скорее мертв, чем жив.

Перед тем как вкладывать в какую-либо ССА, я предпочитаю увидеть соотношение, не меньшее 7,5. Мне это нужно не только для защиты от любого бедствия, но также потому, что ССА с высоким показателем становится привлекательным кандидатом для поглощения. Большой собственный капитал означает дополнительные объемы кредитования, что для крупных банков или ССА очень заманчиво.



**Дивиденд.** Дивиденды многих ССА больше среднего. Когда учреждение соответствует всем другим критериям и при этом имеет еще и высокую доходность, это большой плюс.

**Балансовая стоимость.** Большая часть активов банка или ССА — кредиты. Если вы убедились в том, что ССА избегает высокорисковых займов (смотрите ниже), можете быть уверены, что их балансовая стоимость, указанная в финансовом отчете, является точным отражением реальной стоимости компании. Множество наиболее высокодоходных ассоциаций категории «Джимми Стюарт» сегодня продаются по несколько заниженной балансовой стоимости.

**Коэффициент «цена/прибыль».** Чем ниже этот показатель, тем лучше. У некоторых ССА с годовым уровнем роста в 15% этот коэффициент находится в пределах от 7 до 8 (при подсчете берется прибыль за предыдущие 12 месяцев). Это очень обнадеживает, особенно в свете того факта, что, когда я проводил это исследование, предельное соотношение цены и прибыли индекса S&P 500 было равно 23.

**Высокорисковые недвижимые активы.** Имеются в виду определенные проблемы (в особенности это касается коммерческих кредитов и кредитов на строительство), которые привели к разорению очень большого числа ССА. Когда высокорисковые активы превышают 5–10%, я начинаю нервничать. При прочих равных я предпочитаю вкладывать в ССА с меньшей долей активов высокорисковой категории. Из-за невозможности для среднего инвестора со стороны анализировать портфель коммерческих кредитов, самым безопасным способом будет избегание инвестирования в ССА, которые выдают такие кредиты.

Даже без прочтения вышеуказанного сборника, вы можете самостоятельно просчитать размер высоко-рисковых активов. Проверьте отчет денежной стоимости всех кредитов на строительство и коммерческую недвижимость (указывается в графе «Активы»). Затем проверьте стоимость непогашенных кредитов. Разделите последнюю на первую, и вы получите с достаточной степенью точности долю высокорисковых активов.

**90-дневные нефункционирующие активы.** Под этим понятием подразумеваются просроченные кредиты. При проверке вы должны увидеть как можно меньшее число — желательно ниже 2% от общего количества активов ССА. Также лучше, чтобы наблюдалось снижение, а ни в коем случае не рост этого показателя. Дополнительная пара процентов реально не функционирующих кредитов — и все собственные средства ССА можно считать потерянными.

**Отчужденная собственность.** Это заложенное имущество, которое перешло к ССА в возмещение долга. Категория «отчужденная собственность»

является индексом вчерашних проблем, так как все, что здесь указывается, было списано по бухгалтерским книгам как убытки.

Так как финансовый удар уже перенесен, высокий процент отчужденной собственности не так тревожен, как высокий процент реально не функционирующих кредитов. Однако если процент отчужденной собственности растет, это является поводом для беспокойства. Так как недвижимость не является основным видом деятельности ССА, то последнее, что ССА хотела бы делать — это отчуждать большее количество кооперативных квартир или приофисных парков, когда содержать на балансе все это является делом дорогостоящим, и при этом их тяжело продать. На самом деле, если вы видите, что у ССА много отчужденной собственности, то можно предположить, что у компании есть определенные проблемы с ее реализацией.

\* \* \*

Свои рекомендации для *Barron's* я закончил выбором семи ССА, что свидетельствует о том, как сильно мне нравилась данная группа. Пять из них были сильными учреждениями типа «Джимми Стюарт», и два были долгосрочными (я называю их «заново рожденными»), поскольку вернулись к деятельности после разбирательства по Главе 11 Кодекса о банкротстве. Две из пяти сильных ССА — *Germantown Savings* и *Glacier Bancorp* — были повторно рекомендованы мною в 1991 году.

Все пять учреждений типа «Джимми Стюарт» получили отличные оценки по ряду категории: балансовая стоимость (четыре проданы с дисконтом), отношение собственного капитала к активам (у всех 6,0 или выше), высокорисковые ссуды (ниже 10%), 90-дневные реально не функционирующие займы (2% или ниже), отчужденная собственность (менее 1%) и коэффициент «цена/прибыль» (ниже 11). Другим положительным моментом стало то, что за последние несколько месяцев две компании из вышеуказанных стали выкупать свои акции. Что касается конкретно *Germantown* и *Glacier*, процент их коммерческого кредитования был немного выше, но даже эта новость стала не такой тревожной после того, как я услышал объяснения банкиров.

Показатели двух «заново рожденных» — достаточно мрачные, именно такие, каких консервативный инвестор должен попытаться избежать. Я назвал их «долгоиграющими», так как они все еще поддерживали высокое соотношение доли обыкновенных акций в общей сумме активов, несмотря на все их проблемы. Имея такой запас прочности, они получают большой оперативный простор для решения своих проблем. Регион неподалеку от границы Массачусетс — Нью-Хэмпшир, где эти две ССА осуществляют свою деятельность, начинает демонстрировать признаки стабильности.

Я не могу гарантировать, что эти «заново рожденные» продолжат свое существование, но цены на их акции упали настолько низко (в случае Lawrence Savings — с 13 долл. до 75 центов), что «придонные рыбаки» (инвесторы, покупающие ценные бумаги, курс которых достиг «дна») при благоприятном развитии события смогут заработать на них уйму денег.

Десятки ССА по всей стране являются такими же сильными или даже сильнее, чем компании из моей «великолепной пятерки». Вы сами могли уже найти одну или даже несколько по соседству. Большинство инвесторов будут вознаграждены за то, что сконцентрировались именно на этой группе. Учреждения типа «Джимми Стюарт» или продолжат процветать, работая сами по себе, или же будут скуплены другими более крупными организациями по ценам значительно выше, чем текущие.

ССА с высоким показателем собственных средств, кредитоспособностью и базой лояльных вкладчиков является наилучшим призом, о котором мечтают коммерческие банки. Они привлекают вклады только в том штате, где осуществляют свою деятельность (этот закон сейчас пересматривается), но могут выдавать кредиты где угодно. Именно поэтому поглощение ССА является таким заманчивым.

Если бы, например, я был в руководстве Bank of Boston, я бы слал любовные письма в ссудо-сберегательную ассоциацию Home Port Bancorp of Nantucket, штат Массачусетс. У Home Port 20% собственного капитала в общей сумме активов, что делает ее, наверное, самой сильной финансовой организацией в современном мире. У нее есть также островной бесконкурентный рынок с консервативными вкладчиками из Новой Англии, которые не собираются менять свои банковские предпочтения и бежать в новомодный фонд денежного рынка.

Может быть, Bank of Boston и не хочет выдавать кредиты Nantucket, но как только он покупает Home Port с ее депозитной базой, то сразу может использовать избыточную кредитоспособность для выдачи кредитов в Бостоне или где-либо еще по стране.

В течение 1987–1990 годов, ужасного периода для ССА, больше сотни их были скуплены более крупными организациями, которые видели в них тот же потенциал, что и Bank of Boston в Home Port. Банки и ссудо-сберегательные ассоциации будут продолжать с большой скоростью консолидироваться, и этому есть веская причина. На данный момент в США существует более 7000 банков и ссудо-сберегательных ассоциаций, а также разнообразных депозитариев, количество которых достигает 6500.

В моем небольшом городке Марблхед насчитывается 6 различных депозитариев, а на всю Англию наберется только половина.

Таблица 12-1

Название	Цена в третий квартал 1991 года (долл.)	Первоначальная цена выпускаемых акций (долл.)	Доля собственного капитала в общей сумме активов	Дивиденд (центы)	Балансовая стоимость (долл.)	90-дневные нефункционирующие займы (%)	Отчужденная собственность (%)	Коммерческие кредиты на недвижимость и др. кредиты (%)
<b>СИЛЬНЫЕ СБЕРЕГАТЕЛЬНЫЕ УЧРЕЖДЕНИЯ</b>								
Germantown	14+	9+	7,5	40	26½	0,5	0,0	7,0
Glacier	12	8+	11,0	40	11½	0,9	0,2	9,2
People's	11	10+	13,0	68	18½	2,0	0,9	2,7
Eagle	12	11+	9,7	60	19½	1,8	0,7	2,9
Sovereign	9+	4+	6,0	16	10¼	0,9	0,4	3,9
<b>«ЗАНОВО РОЖДЕННЫЕ»</b>								
First Essex	2	8	9,0	-	7%	10,0	3,5	13,0
Lawrence	0,75	13+	7,8	-	6½	9,6	7,5	21,0

Источник: SNL Quarterly Thrift Digest (Ежеквартальный сборник ссудо-сберегательных ассоциаций)

# ССА ПРИ БЛИЗКОМ РАССМОТРЕНИИ

Обычный покупатель акций мог остановиться на этом: выбрать пять ССА, подходящих под категорию «Джимми Стюарт», инвестировать равные суммы в каждое сберегательное учреждение и ожидать хороших доходов. Одна ССА сработает лучше, чем от нее ожидали, три — нормально и одна — хуже, а общий результат будет значительно лучше, чем инвестирование в переоцененные Coca-Cola или Merck.

Однако, будучи более любознательным и не полагаясь на информацию не из первых рук, я обычно пытаюсь увеличить свои шансы путем обзвона компаний, в которые я собираюсь вложить деньги. Это, конечно же, увеличивает плату за телефон, однако в конце концов окупается.

Обычно я дохожу до президента компании, или генерального директора, или какого-либо другого менеджера из высшего руководства. В основном я или пытаюсь найти что-нибудь особенное, или выуживаю какие-либо новости, которые еще не дошли до аналитиков на Уолл-стрит. Glacier Bancorp, например, выдавала больше коммерческих кредитов, чем я бы хотел видеть со стороны крупного сберегательного учреждения. Я никогда не купил бы акции компании и не порекомендовал бы ее без тщательного изучения этого вопроса непосредственно в компании.

Не надо быть экспертом, чтобы общаться с ССА, однако нужно обязательно иметь представление о том, как работает та или иная отрасль. ССА нужны лояльные вкладчики, имеющие денежные сбережения и проверяющие свои счета. Учреждению необходимы денежные средства для дальнейшей выдачи кредитов, но, конечно, не тем заемщикам, которые

не выполняют обязательств. Также учреждению для максимизации прибыли необходимы небольшие текущие расходы. Банкиры любят жить по правилу «3 и 6»: займи деньги под 3%, выдай ссуду под 6% и играй в гольф в 3 часа дня.

Так или иначе, для сбора важной информации я сделал шесть телефонных звонков в шесть учреждений (четыре сильных и два «заново рожденных»). Я не стал беспокоить Eagle Financial звонками по телефону, так как у них финансовый год заканчивался в сентябре, поэтому годовой отчет лежал у меня на столе уже распечатанным и содержащим все необходимые сведения. О таком отчете мог мечтать любой банковский инспектор. Годовые же отчеты других ССА не придут до февраля или даже марта. Вот что я узнал из моих разговоров.

## GLACIER BANCORP

Я позвонил в Glacier на следующий день после Рождества. В свой офис в Бостоне я пришел в брюках в шотландскую клетку и в трикотажной рубашке. В здании не было никого, кроме меня и охранника.

Праздники являются прекрасным временем для работы такого рода. На меня всегда производят благоприятное впечатление исполнительные директора, сидящие на своем рабочем месте 26 декабря.

Покопавшись в бумагах на столе, я нашел и открыл папку «Glacier Bancorp». Акции продавались по цене 12 долл. за штуку, с 60%-м приростом за последний год. Была 12–15%-я продажа с 10-кратной прибылью, что, конечно, не являлось особо выгодной сделкой, но в то же время она не была и слишком рискованной.

Раньше Glacier Bancorp носила название First Federal Savings and Loan of Kalispell. На мой взгляд, лучше бы Glacier сохранила свое прежнее название, звучащее достаточно старомодно и незатейливо, что, по крайней мере для меня, всегда было утешительным моментом. Я бы предпочел иметь устаревшее и незатейливое, чем модное и изощренное. Последнее обычно означает, что компания отчаянно старается улучшить свой имидж. Я же предпочитаю компании, которые занимаются своим делом, не заботясь об имидже. В настоящее время в среде финансовых учреждений появилась неприятная тенденция заменять слово «банк» в своих названиях на «банковская корпорация» (bancorp). Я понимаю термин «банк», а вот термин «банковская корпорация» приводит меня в замешательство.

Между тем, сотрудник ответивший мне по телефону в Glacier Bancorp в Калиспелл, рассказал о торжественном мероприятии в честь выхода на пенсию одного из служащих, однако этот человек пообещал сообщить председателю правления г-ну Чарльзу Меркорду о моем звонке. Должно быть, они его вытащили прямо с вечеринки, так как через несколько минут Меркорд мне перезвонил.

Задавая вопросы президенту или исполнительному директору о прибыли компании, находишься в щекотливой ситуации. Вы не добьетесь успеха в беседе, если просто спросите: «Какую прибыль вы ожидаете получить в следующем году?» Сначала вы должны достичь взаимопонимания. Мы разговаривали о горах. Я рассказал ему о том, что вся семья Линчей выезжает в западные штаты, чтобы посетить национальные парки, и что нам очень понравилась Монтана. Мы также разговаривали о лесной промышленности, пятнистых совах, горнолыжной зоне Big Mountain, о большой медеплавильной печи, принадлежащей Anaconda, компании, которую я часто навещал, работая аналитиком.

Затем я начал плавно переходить на более серьезные, касающиеся инвестиций вопросы, такие как: «Какая высота города над уровнем моря?» и «Какая там численность населения?», ведущие в свою очередь к еще более существенным вопросам типа: «Вы открываете новые отделения или не меняете своих позиций и остаетесь с тем, что у вас есть?» Я пытался ощутить настрой Glacier.

«Произошло ли что-нибудь необычное в третьем квартале? — продолжил я. — Вы зарабатываете 38 центов, понятно». Лучше сопровождать ваши вопросы небольшим количеством информации, чтобы ваш собеседник понял, что вы хорошо подготовились к разговору.

Настроение в компании было приподнятое. Необеспеченные кредиты практически отсутствовали. За весь 1991 год этой «bancorp» пришлось списать только 16 тыс. долл. в качестве непогашенных кредитов. Она повышала свои дивиденды на протяжении всех 15 лет и только что выкупила два других сберегательных учреждения с прекрасными названиями, — First National Bank of Whitefish и Eureka.

Это и есть тот механизм, с помощью которого многие ССА собираются ускорить свой рост в течение ближайших нескольких лет. Они скупают ценные депозиты проблемных или разорившихся ССА. Glacier может вовлечь First National of Whitefish в свою систему и начать выдавать ссуды с учетом дополнительных депозитов Whitefish. Она может также осуществить несколько административных мероприятий по снижению затрат, так как два объединившихся сберегательных учреждения смогут существовать на меньшие средства, чем одна ССА.

«Вы, я вижу, собираете у себя неплохой актив, — сказал я, вводя тему Whitefish. — Я уверен, это хороший ход, просчитанный». Волновало меня то, что Glacier могла переплатить за это приобретение, — эту тему я затронул исподволь. «Как я предполагаю, вам пришлось заплатить значительно большую сумму, чем та, которая указана в балансовой стоимости», — сказал я, приглашая президента Glacier согласиться с худшим. Однако нет, Glacier не переплатила.

Мы говорили о 9,2%-х коммерческих кредитах Glacier, об исключительно тревожных статистических данных, которые я тщательно искал в сборнике сберегательных учреждений *The Thrift Digest*. Если бы это сберегательное учреждение было из Новой Англии, такой высокий процент спугнул бы меня, но Монтана — это не Массачусетс. Президент Glacier уверил меня в том, что ССА не выдавала ссуды застройщикам пустых офисных зданий или не пользующихся спросом кооперативных квартир. Большая часть коммерческих кредитов Glacier была выдана под многосемейные застройки, пользующиеся огромным спросом, так как население Монтаны росло. Каждый год тысячи беглецов от калифорнийского смога и налогов покупают жилье в Биг Скай, небольшом округе в провинции.

Я никогда не отпускал свой «источник информации» без вопроса: какие компании, помимо вашей, вам нравятся? Конечно, немногие говорят мне, как исполнительный директор Bethlehem Steel, что восхищаются Microsoft, но когда глава одной из ССА говорит, что он восхищается другой ССА, это обычно обозначает, что другая ССА что-то делает правильно. Именно таким образом я и нашел много хороших акций. Поэтому, когда Меркорд упомянул United Savings и Security Federal, я прижал трубку шеей, открыл лежавший под рукой справочник по акциям индекса S&P, чтобы записать биржевое сокращение UBMT и SFBM, и пока он их описывал, набрал их на Quotron. Оба этих сберегательных учреждения были из Монтаны, а их показатель отношения собственного капитала к активам был впечатляющим — 20% у Security Federal. Я внес их в свой список «озвучить позже».

## GERMANTOWN SAVINGS

Я позвонил в Germantown Savings в январе, за день до отъезда в Нью-Йорк на встречу «Круглого стола». Я рекомендовал их в прошлом году. Их акции тогда стоили 10 долл., а сейчас — 14 долл. Germantown зарабатывал



2 долл на акцию, что давало коэффициент P/E, меньший 7. Балансовая стоимость составляла 26 долл. за акцию, доля собственного капитала в активах — 7,5, а кредиты с невыплаченными процентами — меньше 1%.

Головной офис Germantown располагался в пригороде Филадельфии. В активах учреждения было 1,4 млрд долл. и рекорд, который ни одна из брокерских фирм в истории не смогла перекрыть. Я подготовился к своему телефонному звонку, прочитав последний годовой отчет компании. Количество вкладов росло, и это говорило о том, что клиентам нравится хранить здесь свои деньги, однако уровень кредитования был низким. На стороне «Активы» бухгалтерского баланса был небольшой спад. Это, в свою очередь, говорило о консервативности банкиров и их попытках сдерживать выдачу кредитов.

Я обнаружил еще больше доказательств дальновидности банкиров в строке «Инвестиционные ценные бумаги», которые увеличились на 50 млн долл. с прошлого года. Инвестировать можно в казначейские векселя, облигации, акции и денежные средства. США, беспокоящиеся об экономии или о кредитоспособности своих заемщиков, вкладывают свои средства в облигации, так же как и обычные индивидуальные инвесторы. Как только экономическое состояние улучшится и станет безопасно выдавать кредиты, Germantown продаст свои ценные бумаги и сможет выдавать больше кредитов, что приведет к повышению прибыли.

Именно в связи с этим я и потратил время на изучение отчета о доходах, чтобы посмотреть, могут ли какие-нибудь необычные факторы создавать неправильное впечатление у инвестора. Вы же не хотите быть обманутым при покупке акций компании, которая сообщает о росте доходов. Неприятно вдруг обнаружить, что прирост капитала был всего-навсего заблуждением, спровоцированным неким одноразовым событием, таким как продажа инвестиционных ценных бумаг. Именно здесь я их и нашел, однако дело на этот раз обстояло прямо противоположным образом: Germantown понес небольшую потерю от продажи ценных бумаг, что уменьшило ежегодную прибыль, но не настолько, чтобы об этом стоило беспокоиться.

Когда я дозвонился до исполнительного директора Мартина Клеппе, он сказал мне, что их история довольно скучная. Он должен был знать, что это как раз тот вид рассказов, которые больше всего мне нравятся. «У нас также сильный балансовый отчет. Когда появляются проблемы, в отставку уходят другие ребята».

Начнем с того, что потери по ссудам и непогашенные обязательства были незначительными и становились все меньше с каждым месяцем.

Тем не менее Germantown защитила себя путем добавления резервов на случай ссуд с потерями для кредитора, которые сокращают прибыль в краткосрочной перспективе, но увеличивают прибыль в будущем, когда неиспользованные резервы возвращаются в банк.

Район вокруг Germantown нельзя назвать процветающим краем, хотя жители этих мест всегда были лояльными вкладчиками и славилась бережливостью. Germantown Savings не собиралась растрачивать деньги по пустякам. Я был уверен, что это экономичное, рассудительное учреждение переживет многих даже самых сильных конкурентов и обязательно получит хорошую прибыль.

## SOVEREIGN BANCORP

Читая выпуск *Barron's* от 25 ноября 1991 года, я наткнулся на статью с названием «Родной город — кредитор для богачей». В ней описывается, как Sovereign Bancorp обслуживает небольшое количество богатых людей в юго-восточной части Пенсильвании из головного офиса, расположенного в Ридинге. Мне особенно понравилась та часть, в которой говорилось о колоколе, оповещающем об одобрении займа под залог недвижимости в филиале Sovereign.

Это не первый в моей деятельности случай, когда я узнаю о подходящей для покупки акции компании из еженедельника. Я проверил годовой и квартальные отчеты. По каждому ключевому пункту Sovereign имела хорошие показатели. Займы с невыплаченными процентами составляли 1% от всех средств. Коммерческие и строительные кредиты составляли 4%. Sovereign имела значительные резервы для 100%-го покрытия своих нефункционирующих займов.

Sovereign приобрела у Resolution Trust Corporation два сберегательных учреждения в Нью-Джерси, поднявших объемы вкладов и со временем способных увеличить прибыль. Для лучшего понимания некоторых деталей я позвонил Джею Сидху, президенту Sovereign индийского происхождения. Мы поговорили о Бомбее и Мадрасе, которые я посетил год назад, совершая благотворительную поездку.

Когда мы подошли к серьезным вопросам, г-н Сидху сказал, что администрация поставила целью расширение бизнеса на 12% в год. Между тем, по последним оценкам аналитиков за 1992 год, акции компании продавались с коэффициентом P/E, равным 8.

Единственным негативным моментом была продажа учреждением Sovereign дополнительных 2,5 млн акций в 1991 году. Мы с вами уже обсудили, насколько это хорошо, когда компания выкупает обратно свои акции (конечно, если она может себе это позволить). И наоборот плохо, когда компания увеличивает количество своих акций. Это приводит компанию к тому же результату, к какому приходит страна, когда правительство начинает печатать дополнительные денежные знаки, — к девальвации национальной валюты.

По крайней мере, Sovereign не потратил впустую вырученную сумму от продажи акций, а использовал для покупки проблемных сберегательных учреждений у Resolution Trust.

Я был приятно удивлен новостью, что моделью успеха для г-на Сидху была компания Golden West. Он хотел скопировать скупых Сэндлеров путем увеличения кредитных инициаций и сокращения расходов. С зарплатами, выплачиваемыми служащим, которых Sovereign получил благодаря последним поглощениям, накладные расходы составили 2,25% — значительно больше, чем у Golden West (1%), однако г-н Сидху, кажется, согласен жертвовать собой, чтобы их снизить. Тот факт, что он владеет 4% акций, был хорошим стимулом для него продолжать запланированную работу.

Вместо того чтобы придерживаться процедуры заклада, как это делает большинство сберегательных учреждений, Sovereign решила специализироваться на выдаче кредитов и дальнейшей их перепродаже многопрофильным организациям, таким как Fannie Mae и Freddie Mac. Эта стратегия дала возможность Sovereign быстро вернуть свои деньги и превратить их в новые закладные, получая прибыль от основного вида деятельности и других авансовых платежей. Риск владения закладными был перенесен на других

Даже при этих условиях Sovereign выглядел консерватором по видам выдаваемых кредитов. Sovereign был предан кредитам под залог жилых домов. Начиная с 1989 года он не выдал ни одного коммерческого кредита. Средний кредит под залог жилого дома не превышал 69% стоимости имущества, под которое он был выдан. Несколько безнадежных кредитов были тщательно изучены, так что Sovereign смог понять, что пошло не так, чтобы в дальнейшем не повторять своих ошибок.

Как это часто происходит в моих разговорах с представителями компаний, я научился чему-то новому у г-на Сидху. Он рассказал мне о подлом методе, которым пользуются недобросовестные банки и США, чтобы скрыть свои проблемные кредиты. Если, предположим, застройщик просит вас одолжить ему 1 млн долл. для коммерческого проекта, банк на основе инфляционной оценки предлагает ему 1,2 млн долл. Дополнительные 200 тыс. долл. удерживаются в банке в качестве резерва. Если

застройщик не сможет выплатить кредит, банк использует дополнительную сумму денег для частичного покрытия платежей застройщика. Таким образом, непогашенный кредит, по крайней мере на бумаге, может временно проходить как действительный, выплачиваемый кредит. Я, к сожалению, не знаю, насколько широко распространилась эта практика, но если верить г-ну Сидху, это станет еще одним доказательством того, что нужно избегать инвестирования в банки и ССА с большими портфелями коммерческой недвижимости.

## PEOPLE'S SAVINGS FINANCIAL

Я позвонил исполнительному директору г-ну Джону Медведу в главное управление корпорации в Новой Англии, штат Коннектикут, близ Хартфорда. Г-н Медвед рассказал о многих слабых банках, закрывшихся в этом районе, что в итоге усилило позиции People's и зарекомендовало ее как надежное место для хранения денег. People's нажили определенный капитал на этой ситуации благодаря рекламе, суть которой сводилась к тому, что существует такое надежное учреждение с отношением собственного капитала к общим активам, равным 13. Результатом рекламы стало увеличение объемов вкладов People's с 220 млн долл. в 1990 году до 242 млн долл. в 1991 году.

Доля собственного капитала в активах у People's могла быть еще выше, если бы компания не потратила часть собственного капитала на выкуп своих акций. В два этапа эта ССА в Коннектикуте выкупила 16% своих акций, потратив 4,4 млн долл. Если это учреждение и дальше продолжит выкупать акции такими темпами, то очень скоро их акции станут чрезвычайно дефицитными и ценными. С меньшим числом выпущенных в обращение акций прибыль на акцию увеличится, даже если деловая активность будет вялой. А когда дело развивается, то цена акций стремительно растет.

Корпоративные управленцы зачастую на словах признаются в любви к «увеличению биржевой стоимости акций», а на деле безрассудно тратят деньги на всевозможные прихотливые приобретения, игнорируя самый простой и непосредственный способ вознаграждения акционеров — выкуп акций. Представители модной индустрии, такие как International Dairy Queen и Crown Cork & Seal эффектно смотрелись на фондовом рынке, так как их руководители были просто одержимы выкупом своих акций. Именно так акции Teledyne стали стоять в 100 раз больше.

Когда People's Savings Financial впервые стала акционерной компанией в 1986 году, ее акции продавались по 10,25 долл. Пять лет спустя более масштабная и с большей прибылью операция с меньшим объемом акции прошла по цене 11 долл. за акцию. Как я и предполагал, угнетающим фактором для роста акций было то, что компания работала в депрессивных условиях. Я не имею в виду эмоции, я имею в виду Коннектикут.

Принимая во внимание все вышеперечисленное, я бы лучше инвестировал в США, которая в состоянии работать в депрессивном штате, чем в одно из тех учреждений, осуществляющих свою деятельность при растущей экономике, которые никогда не видели плохих времен.

Из своего сборника сберегательных учреждений *The Thrift Digest*, я узнал, что просроченные займы были сравнительно скромными — всего 2%, однако я хотел глубже в этом разобраться. Г-н Медвед объяснил мне, что большая часть этой 2%-и проблемы была вызвана единственным строительным кредитом и что People's больше не выдает кредиты подобного рода.

People's уже получил удар по прибыли, когда эти просроченные кредиты были списаны. Следующим шагом был залог имущества без права выкупа. Г-н Медвед повторил то, что я слышал где-то еще: процесс лишения права выкупа закладной обычно затягивается и слишком дорог. Чтобы выселить заемщика, который не выполняет своих обязательств по кредиту, может понадобиться два года. Ситуация у People's Savings не похожа на ситуацию Скруджа, который легко увольняет Боба Крэтчита, выгоняя его и Тинни Тима на улицу, потому что большая часть неуплат в People's Savings возникла из-за коммерческих различий или потому что неплательщики могут занимать дома очень богатых людей несколько месяцев абсолютно бесплатно, пока все их легальные средства не исчерпаются.

В конечном счете заложенное имущество без права выкупа переходит в категорию «отчужденная собственность», и только тогда пострадавший кредитор может попытаться его продать и вернуть себе хоть что-нибудь за свой непогашенный кредит.

Мы с г-ном Медведом также обсудили деловую конъюнктуру региона. Вполне понятно мое беспокойство по этому поводу, поскольку речь идет о Коннектикуте 1992 года. Он рассказал мне, что основными работодателями в Новой Англии были производители оборудования, однако сейчас остался работать только Stanley Works. Государственный университет штата Коннектикут и больница общего типа Новой Англии немного смягчили напряженность, но проблема безработицы все еще велика.

Перед тем как положить трубку, я задал свой обычный прощальный вопрос: назовите, пожалуйста, вашего конкурента, производящего на вас самое сильное впечатление. Г-н Медвед отметил American Savings Bank

of New Milford с 12%-м соотношением собственного капитала к общим активам, пока еще не ставший акционерным. Я испытал непреодолимое желание отправиться туда и открыть в этом банке счет — таким образом я мог бы оказаться в деле с первой секунды возможного выпуска акции. Если вы обратитесь к стр. 223, то поймете почему.

## FIRST ESSEX

Это было первое учреждение из группы «заново рожденных» — как раз тот случай, когда компании нет смысла выкупать свои акции обратно. First Essex преобразовался в акционерную компанию в 1987 году, продав 8 млн акции по цене 8 долл. за акцию, а спустя 2 года, осознав, что этот выпуск не работает, администрация компании скупила 2 млн акций по той же цене. Если бы руководство подождало до 1991 года, оно могло бы получить дисконт в 75%, так как к тому времени цена упала до 2 долл. за акцию.

В моей папке «First Essex» было несколько устрашающих цифр: 10% непогашенных средств, 3,5% отчужденной собственности, 13% коммерческих и строительных кредитов. Эта маленькая ССА в Лоуренсе, штат Массачусетс, ставшая жертвой жаждущих предоставления кредитов застройщиков кооперативных квартир и магнатов недвижимости, исчезнувших во время рецессии, потеряла 11 млн долл. в 1989 году и еще 28 млн — в 1990. Лоуренс расположен на границе с Нью-Хэмпширом, в одном из самых депрессивных районов Новой Англии.

«Придонная ловля на глубине 600 футов» (покупка ценных бумаг, цена которых достигла «дна») — вот как охарактеризовал свое затруднительное положение главный администратор First Essex г-н Леонард Вилсон, когда я позвонил ему. На протяжении трех ужасных лет эта компания сталкивалась лицом к лицу с процессами потери права выкупа заложенного имущества, каждый из которых бил по прибыли и приводил к покупке First новой недвижимости. Все это в конечном итоге превратило эту ССА в компанию без достаточного объема свободных денежных средств, владеющую пустыми зданиями, которые никто не хочет приобретать. First Essex стала самым крупным «освобожденным» домовладельцем в регионе — освобожденным от жильцов.

First Essex по-прежнему поддерживает балансовую стоимость на уровне 7½ долл. и обладает достаточным объемом оставшихся в собственности средств для поддержания соотношения собственного капитала к общим активам, равного 9, а акции так и стоят 2 долл.

Тяжелые времена выпали на спекулятивные сделки с такими ССА, как First Essex. Если рынок коммерческой недвижимости стабилизируется и процессы лишения права выкупа закладной прекратятся, учреждение сможет выжить и в конечном счете компенсировать потери. Все это может легко привести к росту стоимости акций до 10 долл. Проблема, однако, заключается в том, что невозможно узнать, когда вообще коммерческий рынок стабилизируется или насколько глубокой будет рецессия.

Основываясь на ежегодном отчете, я смог определить, что First Essex к концу 1991 года имела 46 млн долл. в коммерческих кредитах. Также у нее было 46 млн долл. собственных средств. Это соотношение 1:1 между собственными средствами и суммой коммерческих кредитов было достаточно обнадеживающим. Даже если 50% из имеющихся коммерческих кредитов окажутся невыплаченными, First Essex потеряет только 50% собственных средств, но останется жизнеспособной.

## LAWRENCE SAVINGS

Lawrence является еще одним «долгоиграющим» учреждением, пришедшим из той же части Мерримакской долины. Эта организация столкнулась с той же проблемой, что и First Essex, — непотребный уровень местной экономики. Их истории также одинаковы: приносящая прибыль ССА попадает в крепкие лапы коммерческого кредитования, теряет миллионы долл., и цена его акций падает.

В соответствии с данными годового отчета (за 1990 год) доля собственного капитала компании составляла 7,8. Но все проанализировав, я пришел к выводу, что ситуация здесь была более рискованной, чем с First Essex. У Lawrence коммерческие кредиты на недвижимость составляли 21% от всего кредитного портфеля, в то время как у First Essex они составляли 13%. Lawrence выдала большее количество коммерческих кредитов (на сумму в 55 млн долл.) и имела меньший объем собственных средств (27 млн долл.) по сравнению с First Essex. Очевидно, что это значительно меньшая маржа, которая может привести к ошибке. Как только половина из имеющихся коммерческих кредитов Lawrence превратятся в просроченные, учреждение можно считать «умершим».

Вот каким образом нужно смотреть на общий план ССА: определите объем собственных средств, а затем сравните его с объемом непогашенных кредитов. И предположите самое худшее.

Биржевое сокращение	Компания	Цена акции на 13.01.92 (долл.)
EAG	Eagle Financial	12,06
FESX	First Essex Bancorp	2,13
GSBK	Germantown Savings	14,50
GBCI	Glacier Bancorp	11,14
LSBX	Lawrence Savings Bank	1,00
PBNB	People's Savings	11,00
SVRN	Sovereign Bancorp	6,95

## **ПРЕДЛОЖЕНИЕ, КОТОРОЕ НЕЛЬЗЯ УПУСТИТЬ, НО КОТОРОЕ ЧАРЛЬЗ ГИВЕНЗ ВСЕ ЖЕ УПУСТИЛ**

Только представьте себе такую картину: вы покупаете дом и обнаруживаете, что прошлые хозяева обналичили ваш чек на уплату в рассрочку и оставили деньги в конверте в ящике кухонного гарнитура вместе с запиской, в которой говорится: «Оставьте эти деньги себе, они в первую очередь принадлежат вам». Вы приобрели дом, и это вам абсолютно ничего не стоило.

Это как раз тот вид приятных сюрпризов, который ожидает инвесторов, купивших акции какой-либо ССА, которая впервые превращается в акционерную компанию. А так как 1178 ССА этот шаг еще предстоит сделать, то у инвесторов есть много возможностей оказаться приятно удивленными.

Впервые я узнал о скрытой процентной скидке «деньги в столе» в начале своей карьеры в Magellan. Это объясняет, почему я приобрел акции практически всех ССА и взаимно-сберегательных банков (другое название того же вида учреждений), которые появлялись на моем Quotron.

По традиции, местные ССА, или взаимно-сберегательные банки, не имеют акционеров. Они находятся в кооперативной собственности и принадлежат вкладчикам. Таким же образом сельские электроэнергетические компании общественного пользования организованы как кооперативные общества и принадлежат потребителям их услуг. Собственный капитал нескольких взаимно-сберегательных банков, который постепенно накапливался на протяжении 100 лет, принадлежит каждому, кто имеет депозитный счет или счет до востребования в одном из филиалов.



До тех пор пока совместная форма владения поддерживается, тысячи вкладчиков не получают ничего за свою ставку на предприятие. На все это плюс 1,5 долл. они смогут купить себе стакан минеральной воды.

Когда взаимно-сберегательный банк придет на Уолл-стрит и начнет продавать свои акции на фондовом рынке, произойдет удивительная вещь: директора ССА и будут основными покупателями, то есть сами директора начнут скупать выпущенные ими акции, и вы сможете определить их количество в проспекте о выпуске ценных бумаг, сопровождающем сделку.

Как директора оценят акции, которые сами же собираются купить? Ясное дело, низко.

Вкладчикам, так же как и директорам, будет дан шанс приобрести акции по начальной цене продавца. Что интересно, каждый доллар, полученный от размещения за вычетом сборов по гарантии размещения ценных бумаг, закончит свое существование в сейфе ССА.

Однако, когда компании другого типа становятся акционерными, все происходит по-другому. В этих случаях солидная сумма денег забирается учредителями и держателями акций первого выпуска, которые впоследствии становятся миллионерами и покупают замки в Италии и особняки в Испании. Но в этом случае из-за того, что взаимно-сберегательные банки принадлежат вкладчикам, было бы затруднительно делить вырученную сумму от продажи акций между тысячами продавцов, которые в то же время выступают и в роли покупателей. Вместо этого деньги возвращаются обратно в учреждение, чтобы стать в итоге частью собственного капитала ССА.

Предположим, что ваше местное сберегательное учреждение перед тем, как стать акционерной компанией, имеет балансовую стоимость 10 млн долл. Затем эта компания продает акции на 10 млн долл. в публичном предложении, то есть 1 млн акций по 10 долл. за штуку. Когда эти 10 млн долл. от продажи акций возвращаются в хранилище организации, балансовая стоимость компании удваивается. То есть компания с ценой акций в 20 долл. по балансовой стоимости продала свои акции по 10 долл.

Это, конечно, не гарантирует, что все, что вы приобрели бесплатно, будет стоящей вещью. Это может оказаться ССА типа «Джимми Стюарт» или неудачник с никудышным уровнем управления, постоянно теряющий денежные средства и в конце концов потерявший всю свою собственность и обанкротившийся. Даже в самой что ни на есть «невозможно потерять»-ситуации, вы должны получить как можно больше сведений о ССА, прежде чем инвестировать в нее.

Следующий раз, когда вы пройдете мимо взаимно-сберегательного банка или ССА, находящейся в кооперативной собственности, подумайте о том, чтобы зайти и открыть счет. При таком раскладе у вас будет

Таблица 13-1. Первоначальное размещение акций  
взаимно-сберегательных учреждений в 1991 году  
(в результате которого они стали публичными компаниями)

Тикер	Краткое название	Штат	Дата первоначального размещения	Цена предложения (долл.)	Цена на 31.08.92 (долл.)	Изменения от реального предложения (%)
MGNL	Magna Bancorp, Inc.	MS	3/8/91	8,500	34,000	300,00
FFBS*	FedFirst Bancshares	NC	3/27/91	10,000	37,000	270,00
COOP	Cooperative Bank for Savings	NC	8/16/91	8,000	22,000	175,00
DKBC	Dakota Bancorp, Inc.	SD	4/16/92	8,000	20,500	156,25
CRGN*	Cragin Financial Corp.	IL	6/6/91	10,000	23,500	135,00
FFSB	First Federal Bancorp	FL	7/2/91	10,000	22,500	125,00
KOKO	Central Indiana Bancorp	IN	7/1/91	10,000	18,250	82,50
KFSB	Kirksville Bancshares, Inc.	MO	10/3/91	10,000	18,250	82,50
AFFC	AmeriFed Financial Corp.	IL	10/10/91	10,000	17,500	75,00
UFBI*	UF Bancorp, Inc.	IN	10/18/91	10,000	16,625	66,25
FCVG	FirstFed Northern Kentucky	KY	11/19/91	10,000	16,000	60,00
AMBS	Amity Bancshares	IL	12/16/91	10,000	15,750	57,50
LBCI*	Liberty Bancorp	IL	12/24/91	10,000	15,750	57,50
CRCL	Circle Financial Corp.	OH	8/6/91	11,000	16,000	45,45
BELL*	Bell Bancorp	IL	12/23/91	25,000	35,125	40,50
CENF	CENFED Financial Corp.	CA	10/25/91	10,000	13,625	36,25

\* Выкуп акций самими компаниями.

Источник: SNL Securities, L.P.

гарантированный шанс приобрести акции по первоначальной цене продавца. Без сомнения, вы всегда можете подождать и купить эти акции на открытом рынке, и все равно получить прибыль.

Однако не стоит ждать слишком долго. На Уолл-стрит трюк с наличностью в ящике стола становится модным. Из 16 взаимно-сберегательных банков, которые в 1991 году были преобразованы в акционерные компании, самый худший игрок увеличил свою стоимость на 40%, а лучший — в 4 раза.

Таблица 13-2. Первоначальное размещение акций  
взаимно-сберегательных учреждений в 1992 году  
(в результате которого они стали публичными компаниями)

Тикер	Краткое название	Штат	Дата перво- начального размещения	Цена предложе- ния (долл.)	Цена на 31.08.92 (долл.)	Изменения от реаль- ного пред- ложения (%)
UPBI	United Postal Bancorp	MO	3/11/92	10,000	20,250	102,50
FBPC	First Financial Bancshares of Polk	FL	1/10/92	6,500	12,500	92,31
HFBS	Heritage Federal Bancshares	TN	4/8/92	11,500	20,000	73,91
RESB	Reliable Financial Corp.	PA	4/1/92	10,000	17,000	70,00
HFFC	HF Financial Corp	SD	4/8/92	10,000	15,750	57,50
CTZN	CitFed Bancorp, Inc	OH	1/10/92	9,000	14,000	55,56
ABCW	Anchor BanCorp Wisconsin	WI	7/16/92	10,000	14,625	46,25
FFWM	First Financial-W Maryland	MD	2/11/92	10,000	14,500	45,00
AADV*	Advantage Bancorp, Inc	WI	3/23/92	11,500	16,500	43,48
CFBC	CF Bancorp	IA	7/1/92	10,000	13,875	38,75
PSFC	Plains Spirit Financial Corp.	IA	3/10/92	11,500	15,750	36,96
LGFB	LGF Bancorp, Inc.	IL	6/18/92	10,000	13,500	35,00
MWFD	Midwest Federal Financial	WI	7/8/92	10,000	13,375	33,75
FFDP	FirstFed Bancshares	IL	7/1/92	10,000	13,250	32,50
OSBF	OSB Financial Corp.	WI	7/1/92	11,500	15,000	30,43
SFSB	SuburbFed Financial Corp.	IL	3/4/92	10,000	13,000	30,00
CBCI*	Calumet Bancorp, Inc.	IL	2/20/92	15,000	19,500	30,00
MSBK	Mutual Savings Bank	MI	7/17/92	8,750	11,375	30,00
ALBK*	ALBANK Financial Corp.	NY	4/1/92	10,000	12,875	28,75
SWBI	Southwest Bancshares	IL	6/24/92	10,000	12,750	27,50
ABCI	Allied Bank Capital, Inc.	NC	7/9/92	11,500	14,250	23,91
WCBI	Westco Bancorp	IL	6/26/92	10,000	12,250	22,50
HNFC	Hinsdale Financial Corp.	IL	7/7/92	10,000	11,625	16,25
CNIT	CENIT Bancorp, Inc.	VA	8/5/92	11,500	11,750	2,17

\* Выкуп акций самим компаниями.

Источник: SNL Securities, L.P.

Между тем, два других игрока выросли в стоимости в три раза, два — вдвое, а еще 10 организаций — на 60 и более процентов.

Такая же ситуация наблюдалась на протяжении первой половины 1992 года, когда все 24 из последних сберегательных банков во время трансформации принесли прибыль своим акционерам. Восемнадцать выросли в цене на 30 и более процентов по сравнению с первоначальной ценой продавца, а одна компания (United Postal Bancorp of Missouri) удвоила свою стоимость всего за полгода.

# ОБЩИЕ ТОВАРИЩЕСТВА С ОГРАНИЧЕННОЙ ОТВЕТСТВЕННОСТЬЮ

## *ДОХОДНАЯ СДЕЛКА*

В этой главе мы рассмотрим группу компаний, преимущества которых игнорируются Уолл-стрит. Само название «товарищество с ограниченной ответственностью» возвращает нас к воспоминаниям о мучениях тысяч инвесторов, которые были вовлечены в деятельность хорошо раскрученных, освобожденных от налогообложения, крайне неэффективно использующих рабочую силу контор — нефтяных и газовых товариществ, товариществ по недвижимости, других товариществ, связанных с киноиндустрией, с сельским хозяйством, с похоронным делом, убытки которых значительно превышали суммы налогов, так успешно ими избегаемых.

Из-за плохой репутации подобных организаций страдают надежные, хорошо зарекомендовавшие себя товарищества, паи которых обращаются на фондовом рынке (так называемые «общие товарищества с ограниченной ответственностью», или ОТОО). Эти компании являются действующими предприятиями, основная цель которых — получить прибыль и не потерять ее в попытках перехитрить Службу внутренних доходов. Долевые паи более сотни ОТОО котируются на различных фондовых биржах. Каждый год я нахожу одну-две выгодные сделки в этой группе.

Держатель паев ОТОО должен проделать дополнительную бумажную работу, заполнив специальные налоговые формы. Сейчас этот процесс доставляет меньше хлопот, чем раньше, так как в настоящее время отделы ОТОО по работе с инвесторами сами заполняют все необходимые бумаги. Один раз в год вы получаете письмо, в котором вас просят подтвердить

количество паев, которыми вы владеете, и факт покупки или непокупки вами дополнительного количества паев.

Довольно сложно, однако, отговаривать инвесторов, в особенности управляющих фондами, от инвестирования в долевою собственность ОТОО. Я даже ответил бы на вопросы анкеты, написанные на санскрите, если бы знал, что это поможет ОТОО стать менее популярными, чем сейчас, потому что недостаток популярности держит цены на низком уровне и нередко обеспечивает выгодное инвестирование в компании этой группы.

Другая важная особенность ОТОО в том, что эти компании имеют тенденцию заниматься практическими, всегда востребованными видами деятельности, такими как баскетбол (команда Boston Celtics — ОТОО) или добыча нефти и газа. ServiceMaster предлагает услуги по чистке-уборке, Sun Distributors продает автомобильные запчасти, Cedar Fair управляет парком с аттракционами, EQK Green Acres владеет торговым центром на Лонг-Айленде.

А названия ОТОО кажутся старомодными и не созвучными нашей высокотехнологичной культуре. Название Cedar Fair с легкостью могло принадлежать перу Вильяма Тэккерея, Green Acres — Джейн Остин, и я бы не удивился встретить персонаж с именем Tenega в произведениях Томаса Харди.

Все вышеперечисленное соответствует группе компаний, имеющих странные романтические названия, вовлеченных во вполне земные виды деятельности, организованных сложным образом и требующих в связи с этим дополнительной бумажной работы. Лишь мечтатель может увлечься идеей владения паями товарищества с ограниченной ответственностью. Но потом он столкнется с такими сложными требованиями по оформлению документации, которые не сможет осилить подавляющее большинство этих впечатлительных натур. И только небольшое количество людей, одаренных богатым воображением и склонных доводить начатое до победного конца, пожнут плоды своих усилий.

Самое большое различие между ОТОО и обычной корпорацией заключается в том, что ОТОО распределяет все свои доходы между держателями паев — и дивиденды, и прибыль на капитал. Дивиденды, как правило, оказываются необыкновенно высокими. Специфика прибыли на капитал для ОТОО позволяет освободить определенную ее долю от федерального налога.

Первые публично торгуемые ОТОО появились в 1981 году, а большинство вступили в игру в 1986 году, после того как изменения в налоговом законодательстве превратили эту организационную форму в еще более выгодную, чем прежде. Тогда как компании, работающие с недвижимостью и природными ресурсами, продолжают свое существование

бесконечно, все остальные, скорее всего, закроются в 1997–1998 годах, когда потеряют свои налоговые преимущества. ОТОО, зарабатывающее сегодня 1,80 долл., в 1998 году сможет заработать только 1,20 долл. Вот о чем надо будет беспокоиться через три-четыре года. Но не сейчас.

Паи большинства моих любимых ОТОО котируются на Нью-Йоркской фондовой бирже. В 1991 году на встрече специалистов в *Barron's* я рекомендовал EQK Green Acres и Cedar Fair, а год спустя я рекомендовал Sun Distributors и Tenera. Краткое описание причин моей привязанности к каждой из этих компаний следует ниже.

## GREEN ACRES

Компания EQK Green Acres (EQK обозначает партнеров в этом товариществе: EQ — Equitable Life Assurance Society, а K — Kravco) привлекла мое внимание после так называемой «Саддамовской распродажи» во время войны в Персидском заливе. Компания стала публичной с ценой пая 10 долл. в 1986 году, и однажды стоимость пая поднялась до 13,75 долл. Но летом 1990 года, когда инвесторы были обеспокоены сдачей в аренду торговых центров и мест розничной торговли, цена упала до уровня 9,75 долл. При такой цене EQK Green Acres имела 13,5%-й доход — такой же высокий, как доход по некоторым из бросовых облигаций, и я считал, что этот вид инвестиций более безопасен, чем инвестиции в бросовые облигации. Основным активом компании был гигантский торговый центр на Лонг-Айленде.

С тех пор как компания стала публичной, паи выросли в цене, руководство выкупило большое количество паев, а дивиденды росли каждый квартал.

Я помню все эти детали, поскольку приобрел несколько паев EQK Green Acres для Magellan. Впервые я услышал об этом товариществе от управляющего одним из фондов Fidelity Стюарта Вильямса, однако на Лонг-Айленде такие же подсказки получили еще 750 тыс. хорошо осведомленных о ситуации «инсайдеров», живущих в радиусе пяти миль от торгового центра Green Acres, расположенного в центре густонаселенного округа Нассау.

Это как раз тот вид финансовых историй, которые я всегда обожал, — историй, которые всегда можно изучить непосредственно на месте, в данном случае — в торговом центре. Я посетил Green Acres, приобрел там пару ботинок и убедился, что это очень популярное место. Во всей стране существует

всего около 450 таких универсальных торговых центров, и, вопреки общему мнению, не слишком уж много подобных магазинов сейчас строится. Если вы хотите построить конкурирующий универмаг таких же размеров, у вас появятся проблемы с районированием и будет довольно тяжело найти 92 акра незастроенной земли под место для стоянки автомобилей.

«Торговые улицы» встречаются во всех районах, а гигантским универсальным торговым центрам, вынесенным за черту города, еще только предстоит занять свою нишу на рынке. Если вы верите в потенциал этого рыночного сектора и хотите инвестировать в универмаг, Green Acres является единственной публичной компанией, которая, насколько я знаю, уделяет время исключительно управлению подобными торговыми центрами.

Самой неприятной проблемой для владельцев торговых центров являются незакрытые вакансии. Именно этот показатель я и проверил в первую очередь, когда читал годовой отчет Green Acres. Такие центры в среднем имеют 4%-ю недоукомплектованность штатов, однако этот уровень у Green Acres был ниже. Истинный инсайдер (в данном случае это местный житель округа Нассау, который регулярно отоваривается в Green Acres) имеет отличную возможность проверять наличие вакансий каждую неделю, я же был удовлетворен разовой проверкой, показавшей, что недостаток рабочей силы для Green Acres не является проблемой.

Кроме того, в здание универсального торгового центра переезжали супермаркет Waldbaum и торговый центр Pergament Home, которые должны были увеличить доходы от аренды. В 1992–93 годах для одной трети магазинов — арендаторов площадей универсального торгового центра увеличилась арендная плата, что, разумеется, положительно повлияет на будущую прибыль Green Acres.

Несколько беспокоили меня сумма займов в балансовом отчете (компания должна была выплатить все свои долги в 1997 году), высокий коэффициент «цена/прибыль», а также чувствительность торговых центров к любому кризису. Однако эти тревожные признаки можно было не принимать во внимание, по крайней мере в краткосрочной перспективе, так как выплачиваемые дивиденды были просто отличными, а цена паев — заниженной. Что касается высокого значения коэффициента «цена/прибыль», то это вообще характерно для ТОО.

Когда я начал готовить список рекомендаций на 1992 год, паи Green Acres стоили 11 долл. Если добавить сюда еще и процентный доход, то общая выручка за 1991 году должна была превысить 20%, что является отличным показателем доходности, однако после перепроверки финансовой истории компании я нашел причины для беспокойства. Из-за мертвого для предприятий розничной торговли сезона отпусков была снижена



арендная плата, которая рассчитывается с учетом объема продаж. Если магазин-арендатор зарабатывает мало, то и центр получает меньше прибыли в виде арендной платы.

По-видимому, все универсальные торговые центры и все предприятия розничной торговли были в затруднительном положении, поэтому нельзя сказать, что Green Acres работала хуже, чем все остальные. Я пришел к выводу, что общий кризис в отрасли является менее тревожным признаком, чем борьба отдельной компании за жизнь на фоне преуспевающих конкурентов. Несмотря на это, в одной из граф отчета за третий квартал 1991 года Green Acres признала, что может отказаться от годового прироста своих дивидендов на один пенни.

На самом деле, как я уже отмечал во второй главе, это безобидное замечание заслуживало пристального внимания. Если компания сразу увеличивает свои дивиденды на 3,25 долл., как сделала Green Acres, это означает, что намерения компании двигаться в этом направлении чрезвычайно серьезны. Перерыв же или даже шаг назад в этом созидательном движении, совершаемый ради одного пенни, или итоговых 100 тыс. долл., в моем понимании выглядел как симптом будущих более серьезных проблем.

Другим основанием для моего решения вторично не рекомендовать Green Acres были приближающиеся тревожные события. Компания заявила, что ведет переговоры с двумя такими крупными потенциальными арендаторами, как Sears и J. C. Penney. Суть переговоров заключалась в сдаче в аренду площадей ввиду расширения второго этажа универмага. Однако это не выглядело как фактическое заключение контракта. Если бы компания объявила о подписании соглашения с Sears и J. C. Penney, я бы купил столько ее паев, сколько смог. Реальная же возможность подписания соглашения была весьма сомнительной.

Известная рекомендация «Покупай при звуке артиллерийского орудия, продавай при звуке трубы» может быть советом, вводящим в заблуждение. Покупка при плохих прогнозах и новостях может стать дорогостоящей стратегией, в особенности если учесть тот факт, что плохие новости имеют тенденцию становиться еще хуже. Сколько людей потеряли значительные суммы инвестированных средств, когда покупали на момент поступления дурных новостей из Bank of New England, после того как цены на акции уже упали с 40 долл. до 20 долл., или с 20 долл. до 10, или с 10 до 5, или с 5 до 1 долл., только для того, чтобы посмотреть, как эти цены дойдут до нуля и ликвидируют 100% их инвестиций! Приобретение на основе хороших новостей выглядит более здоровым в долгосрочной перспективе, и, ожидая подтверждения, вы значительно улучшаете свои шансы. Вы, может быть, и потеряете доллар за ожидание

объявления о подписанном контракте между Seats и Green Acres, не купившись на слухи, но если реальная сделка произойдет, то она сможет добавить значительно больше денег к цене акции в будущем. А если реальной сделки нет, вы защитили себя ожиданием. Я откладываю все дальнейшие рассуждения и делаю себе пометку дожидаться обещанного подтверждения.

## **CEDAR FAIR**

Это ОТОО было вторым в списке повторно мною рекомендованных товариществ в 1991 году. Cedar Fair является постоянно действующей ярмаркой в центре Америки. Компания владеет и управляет двумя парками с аттракционами: один Cedar Point в Огайо на берегу озера Эри, а другой — Valley Fair в Миннесоте. Они открыты для посетителей с мая до Дня труда и всю осень по выходным.

Cedar Point владеет 10 различными аттракционами «американские горки», включая «Магнум» с самым высоким в мире падением, а так же «Мин Стрик» — самую высокую деревянную американскую горку в мире. На дальней стене напротив моего стола висит плакат с изображением «Мин Стрик». Этот плакат и фотография штаб-квартиры Fannie Mae в Вашингтоне являются единственными корпоративными сувенирами, которые делят пространство стены с живописными произведениями моих детей и фотографиями моей семьи.

Парку Cedar Point уже более 120 лет, а американскими горками он владеет на протяжении 100 лет. Семь президентов США посещали этот парк, и Кнут Рокн работал летом в парке Cedar Point. И однажды летом г-н Рокн изобрел абонемент. Мемориальная доска напоминает об этом событии.

Вполне вероятно, что кто-нибудь разработает новое лекарство от СПИДа, и компании, производящие аналогичные препараты, потеряют половину своей стоимости за одну ночь, но никто не собирается незаметно подкрасться и вложить в аттракционы на берегу озера Эри 500 млн долл.

Одним из дополнительных преимуществ владения акциями парка аттракционов, в отличие от, скажем, акций нефтяной компании, является то, что ежегодный визит в парк для всестороннего анализа всех американских горок, завершаемый тестовой поездкой на «Чертовом колесе», можно интерпретировать как исследование в инвестиционных целях. Это

дает взрослым, обожающим парки с аттракционами, хороший предлог часто их посещать.

Мне также пришло на ум, что в условиях экономического кризиса 6 млн человек, живущих на расстоянии не более чем трех часов езды от Cedar Point, могли бы отказаться от поездки во Францию ради того, чтобы остаться в гостинице Cedar Point и сделать несколько поездок на самых высоких в мире американских горках. Cedar Point относится к тому виду компаний, которые могут получать прибыль даже при экономическом спаде.

В 1991 году паи Cedar Fair выросли в цене с 11,50 долл. до 18 долл., которые вместе с дивидендами дали пайщикам годовой доход в 60%. В начале 1992 года я спросил себя, являются ли эти паи все еще выгодным приобретением? Доходность в размере 8,5% — неплохой результат, однако какими бы хорошими ни были дивиденды, компания не будет процветать в долгосрочной перспективе, если не будет расти ее прибыль.

В конце года каждому инвестору следует проверить весь свой портфель, компанию за компанией, и попытаться найти причину, по которой следующий год будет для каждой из компаний лучше, чем прошедший. Если такой причины нет, то возникает вопрос: зачем я продолжаю владеть этими акциями?

С этой идеей в голове я позвонил напрямую в Cedar Fair и поговорил с ее президентом г-ном Диком Кинзелом. Если нельзя поговорить с президентом, то можно получить информацию из отдела по работе с инвесторами. Благосклонное внимание руководства не всегда означает, что вы станете удачливым инвестором, так же как и благосклонное внимание владельца скаковой лошади не сделает вас победителем в скачках с препятствиями. Владелец приведет миллион аргументов, пытаясь убедить вас, что его лошадь обязательно выиграет, и в 90% случаев этого не произойдет.

Используя свою технику «предварительной подготовки», я не стал прямо спрашивать г-на Кинзела: «На сколько ожидается увеличение доходов?» Сначала я спросил его о погоде в Огайо, об условиях членства в гольф-клубе, об экономическом положении в Кливленде и Детройте в этом году. Только разогрев своего собеседника, я выложил интересующие меня вопросы.

Когда я звонил в Cedar Fair в прошлом, у них ежегодно появлялись какие-нибудь новые аттракционы, что увеличивало прибыли. В 1991 году неплохие прибыли принесло открытие самых высоких деревянных американских горок, однако в 1992 году в этом парке не произошло ничего нового, кроме расширения гостиницы. Количество посетителей Cedar Fair обычно уменьшается на следующий год после открытия нового аттракциона.

Закончив наш разговор, я пришел к выводу, что в 1992 году Cedar Fair вряд ли увеличит свои доходы. Мне больше нравились Sun Distributors.

## SUN DISTRIBUTORS

Sun Distributors ничего общего с солнечной энергией не имеют. Это товарищество, отделившееся от Sun Oil в 1986 году, продает стекла для автомобилей, листовое стекло, кабели, зеркала, ветровые стекла, зажимы, шарикоподшипники и гидравлические системы для строителей и автосервисов. Это как раз тот вид деятельности, который так «напрягает» выпускников наших бизнес-школ. Финансовые аналитики скорее предпочтут пересчитывать потолочную плитку, чем отслеживать деятельность компании, продающей запчасти.

И действительно, этой компанией занималась только аналитик из Wheat First Securities Карэн Пэйн, однако ее апрельский отчет в 1990 году оказался ее последним отчетом. (Даже президент Sun Дон Маршал, которому я позвонил 23 декабря 1991 года, казалось, не знал, что с ней случилось.)

Первое очко в пользу Sun Distributors: Уолл-стрит ее игнорировала.

У меня в Magellan были ее паи (ясное дело!), и плохие показатели на конец 1991 года снова привлекли мое внимание. На самом деле, было два вида паев этой компании: паи класса А, по которым получились большие дивиденды, и паи класса В, по которым дивидендов вообще не было. Оба класса котировались на Нью-Йоркской фондовой бирже. Это было дополнительным осложнением к обычным трудностям с ОТОО: два вида паев плюс дополнительная бумажная работа. «Sun Distributors представляет собой простой, хорошо управляемый бизнес, затерянный в сложной финансовой структуре», — вот как г-жа Пэйн изложила свое видение предмета в своем последнем сообщении.

За исключением дивидендов, паи класса А предлагают очень небольшое преимущество: в конечном счете, компания купит обратно свои паи по цене 10 долл. за штуку, а они уже продавались по 10 долл. Предпринимать что-либо имело смысл с паями класса В. Их цена упала с 4 до 2 долл. в 1991 году.

Из последнего отчета г-жи Пэйн я узнал, что 52% паев класса В принадлежат Shearson Lehman и что у руководства товарищества Sun Distributors есть возможность приобрести половину этой половины паев по фиксированной цене. Это давало руководителям мощный стимул для повышения цены этих паев путем превращения компании в преуспевающую. Президент компании был в офисе и принимал телефонные звонки 23 декабря, за два дня до Рождества, — явное свидетельство того, что руководство серьезно подходит к выполнению своих целей и задач.

Г-н Маршал принадлежал к тому неприметному типу людей, чьи жизнеописания не публикуются в журнале *Vanity Fair*, но вполне могут

оказаться в книге под названием «The Service Edge». Его девиз — экономия, поэтому топ-менеджеры Sun Distributors не получали премий до тех пор, пока компания хорошо не сработает в определенном году. Реальный успех, а не формальный статус — вот основа для вознаграждения.

Мое расследование было таким же, как и в случае с любой компанией, акции которой были на рынке лучшими. Выживет ли Sun Distributors? Заслужила ли она это наказание или просто стала жертвой годовой распродажи компаний из-за неуплаты налогов, которая и создает столько выгодных сделок из года в год?

Очевидно, что компании до сих пор удавалось зарабатывать деньги, так как она все еще получала прибыль. Sun Distributors каждый год начиная с 1986, когда она приобрела самостоятельность, получала прибыль. Она заработала прибыль даже в 1991 году, несмотря на то что весь стекольный бизнес был в упадке, так же как и сектор, связанный с производством запчастей для электрооборудования. Кроме того, компания не участвовала в шумихе по поводу создания подразделения, занимающихся разработкой новых видов энергии. Это был еще один пример того, как производитель с низкими издержками производства уцелел в тяжелые времена, которые только пошли ему на пользу, в то время как конкуренты находились в замешательстве, а затем и вовсе уходили со сцены.

Как я узнал, что у них низкие производственные издержки? Я вычислил это, пользуясь данными отчета о прибылях и убытках (см. табл. 14-1). Путем деления себестоимости реализованной продукции на чистую сумму продаж я подошел к валовой прибыли компании Sun Distributors, или к ее прибыли от продаж. На протяжении последних двух лет этот показатель держался на постоянном уровне в 60%. Тем временем Sun увеличивала объемы продаж и общий уровень доходов. Компания с 60%-й валовой прибылью приносила 40 долл. прибыли на каждые 100 долл. производимой продукции и была лидером среди распространителей стекла, зеркал, запчастей и т.д.

*Таблица 14-1. Sun Distributors L.P. и дочерняя компания: консолидированный отчет о доходах (суммы указаны в тыс. долл., для партнерских счетов — в процентах)*

	1990	1989	1988
Чистые продажи	\$ 594 649	\$ 561 948	\$ 484 376
Себестоимость реализованной продукции	357 561	340 785	294 640
Валовая прибыль	237 088	221 163	189 736

	1990	1989	1988
Текущие расходы			
Расходы, связанные с продажами, общие и административные расходы	187 762	175 989	151 784
З/п административного персонала основного партнера	3 330	3 330	3 330
Износ	5 899	6 410	7 024
Амортизация	4 022	3 920	3 282
Общая сумма текущих расходов	201 013	189 649	165 420
Доход от осуществляемых операций	36 075	31 514	24 316
Доход в виде процента	352	283	66
Проценты уплаченные	(12 430)	(12 878)	(11 647)
Другие виды доходов (расходов), конечные	173	678	(384)
Доход до отчислений на уплату государственных и иностранных налогов на прибыль	24 170	19 597	12 951
Отчисления на уплату государственных и иностранных налогов на прибыль	1 024	840	637
Чистая прибыль	\$ 23 146	\$ 18 757	\$12 314
Чистая прибыль, распределенная на партнеров			
основной партнер	\$ 231	\$ 188	\$ 123
партнер с ограниченной имущественной ответственностью (Класс А)	\$ 13 820	\$ 18 569	\$ 12 191
партнер с ограниченной имущественной ответственностью (Класс В)	\$ 9 095	-	-
Средневзвешенное количество невыплаченных процентов.			
- проценты класса А	11 099 573	11 099 573	11 099 573
- проценты класса В	22 127 615	22 199 146	22 199 146
Доходы с процентов товарищества на вере			
- проценты класса А	\$ 1,25	\$ 1,67	\$ 1,10
- проценты класса В	\$ 0,41	-	-
Предварительная прибыль с процентов товарищества на вере			
- проценты класса А	\$ 1,10	\$ 1,10	\$ 1,10
- проценты класса В	\$ 0,48	\$ 0,29	-

Этот вид деятельности не требует больших капитальных затрат — еще один плюсики при оценке. Расходы на средства производства губительны для многих основных производителей, как, например, сталелитейные компании, которые способны заработать 1 млрд долл. за год, однако для этого должны потратить 950 млн долл. Такая проблема не стоит перед местным магазинчиком, специализирующимся на продаже ветровых стекол или запчастей. На второй странице годового отчета значилось, что капитальные издержки Sun Distributors составляют 3–4 млн долл. в год. В сравнении с величиной доходов, эта сумма была ничтожной.

Как узкоспециализированное предприятие в растущей отрасли, захватывающее все большую и большую долю рынка, в то время как конкуренты выходят из борьбы, Sun Distributors заслужила, чтобы я включил ее в мою категорию «цветы в пустыне». Если бы даже эта компания не была ОТОО, я обязательно отнес бы ее к этому типу.

Более важным — даже важнее, чем прибыль, — было движение денежных средств. Я акцентирую внимание на ситуации с потоком денежных средств в любой компании, которая осуществляет много поглощений. Начиная с 1986 года Sun Distributors приобрела не менее 36 смежных предприятий и пыталась встроить их в свою деятельность, сокращая их накладные расходы, то есть делая их более прибыльными. Такова была стратегия развития компании Sun. Целью компании, как объяснил г-н Маршал, было превращение ее в супермагазин по продаже электропроводов, стекол, запчастей и др.

Обычно, покупая компанию, вы должны заплатить за нее сумму, превышающую балансовую стоимость. Эта премия связана с деловой репутацией компании, или «гудвиллом», и она должна быть отражена в бухгалтерском балансе.

До 1970 года компаниям не нужно было возмещать расходы на гудвилл в ущерб прибылям. По старой системе учета, когда компания X покупала компанию Y, компания X могла отразить в балансе всю покупную цену компании Y как актив. Вследствие чего, например, если компания X заплатила слишком много за компанию Y, то безрассудство покупки было скрыто от акционеров, у которых не было возможности узнать истинную стоимость приобретения компании Y.

Для решения этой проблемы система отчетности была изменена. Сейчас, когда компания X покупает компанию Y, сумма, которую она выплачивает или переплачивает сверх стоимости материальных активов, то есть премия за гудвилл, должна удерживаться из прибыли компании X на протяжении нескольких лет.

Это возмещение за счет прибылей представляет собой сделку на бумаге, результатом которой является тот факт, что суммы объявляемых

компаниями прибылей меньше, чем их реальные прибыли. Следовательно, компании, осуществляющие поглощения, кажутся со стороны менее прибыльными, чем они на самом деле являются. Это как раз та ситуация, которая ведет к заниженной цене акций.

В этом случае Sun Distributors имела 57 млн долл. в гудвилле для списания, и этот учетный прием сократил отчетную прибыль паев второго класса до 1,25 долл., хотя на самом деле Sun заработала в два раза больше. Эти фантомные прибыли, которые компания получает, но не может (или не хочет) объявить, называются потоком свободных денежных средств.

Большой поток свободных денежных средств придает компании гибкость для изменения курса в хорошие или плохие времена. Это было в особенности важно в случае с Sun Distributors, так как долговое бремя компании было слишком высоким — 60% от общей капитализации. Поток денежных средств, как я смог обнаружить, был достаточным для четырехкратного покрытия процентов по долгу.

Будучи в силе, Sun Distributors использовала свой денежный поток для расширения сферы деятельности, скупив различные предприятия на сумму более 41 млн долл. В 1991 году, отметил г-н Маршал, компания ответила на спад на рынке путем сокращения объемов поглощений и направила свой денежный поток на погашение кредита; 110 млн долл., которые компания заняла под 9,5%, могли быть возвращены через два года, если бы Sun использовала избыток денежных средств на эти цели. Очевидно, именно это компания и решила сделать.

Если времена станут еще более тяжелыми, Sun сможет продать несколько из своих приобретений, например подразделение по продаже запчастей для автомобилей, значительно уменьшив таким образом сумму долга.

Временный мораторий на поглощения, скорее всего, приведет к снижению ранее запланированного темпа роста доходов, но, с другой стороны, бухгалтерский баланс укрепитя. Движение в сторону сокращения задолженности убедило меня в том, что руководство реально смотрит на вещи и что компания выживет и в будущем продолжит успешные поглощения.

Sun Distributors сможет выжить даже при неблагоприятной ситуации в экономике, поэтому если все станет на свои места, то компания превратится в преуспевающую. В конечном счете, когда срок соглашения по ОТОО закончится, все предприятие может быть продано с молотка: 11 миллионов акционеров, имеющих пай класса А, получают свои 10 долл. за пай, как и было обещано, а 22 млн акционеров класса В получают все оставшиеся деньги, что примерно составляет 5–8 долл. за пай. Если это произойдет, то акционеры класса В более чем удвоят свои инвестиции.



## TENERA LIMITED PARTNERS

Это была компания с изъянами. Единственным ее достоинством стало то, что цена пая упала с 9 долл. до 1,25 летом 1991 года. Компания занималась компьютерными программами и консультированием. Первая сфера деятельности связана с высокими технологиями, которые для меня остаются непостижимыми и поэтому являются ненадежным вложением, а вторая — слишком неопределенная, чтобы чувствовать себя уверенно. Крупными клиентами этой компании были атомная отрасль и подрядчики федерального правительства.

Несколько телефонных звонков — и я уже знал, почему цена на акции так резко упала. Компания конфликтовала со своим основным источником доходов — Федеральной резервной системой, которая обвиняла Тенега во взимании излишних платежей за определенные услуги, в результате чего Федеральная система прекратила операции по нескольким контрактам. Однако хуже всего было то, что компьютерная программа, на создание которой было потрачено несколько миллионов долларов и которую Тенега надеялась продать электроэнергетическим компаниям по всему миру, не окупала себя.

Компания была вынуждена сократить штат. Некоторые ключевые руководители, включая президента, уволились. Оставшиеся пребывали в состоянии, далеком от эйфории. Конкуренты по консалтинговому бизнесу порочили компанию в глазах ее клиентов.

В июне 1991 года выплата дивидендов была прекращена. Компания объявила, что возьмет «длительный тайм-аут» для восстановления прежнего уровня в 20 центов в квартал.

Я не собираюсь сильно рекламировать Тенега. Если бы у компании был долг в размере хотя бы 10 центов, я бы не уделил ей и секунды внимания. Так как у компании не было долга и не было больших расходов, которые нужно оплачивать, я пришел к мысли, что компания не собирается покидать бизнес в течение нескольких ближайших дней. Вот, что было большим плюсом: нулевой долг, отсутствие капитальных затрат (что еще нужно консультантам помимо письменного стола, калькулятора для суммирования денежных взносов и телефона) и хорошо зарекомендовавший себя ядерный отдел, который при ликвидации можно было выгодно продать.

В течение четырех лет (до 1991 года) ежегодно Тенега зарабатывала от 77 до 81 цента на пай, и она все еще была рентабельной. Может быть, она никогда уже не сможет снова заработать 80 центов, но если бы она заработала хотя бы 40 центов, цена пая могла бы подняться до 4 долл.

В таких тяжелых условиях, в каких находилась Тенега, я не подсчитывал величину прибыли. Я считал потенциальную стоимость активов. Я предположил, что цена пая Тенега на аукционных торгах превысит 1,5 долл. (цена на момент выполнения моего исследования) и, при отсутствии задолженности и значительных расходов, общая сумма за вычетом официальных платежей достанется акционерам.

Если компания сможет решить несколько своих проблем, паи совершат значительный скачок в цене, а если не сможет, то меньший. Это, по крайней мере, было моим предположением.

Тенега пригласила Боба Дала, парня, с которым я познакомился, когда тот работал в телекоммуникационной отрасли, для наблюдения за восстановлением. Г-н Дал связался со мной в Нью-Йорке за сутки до встречи в *Barron's*. Он предположил, что существенные перемены в операционной деятельности компании возможны в ближайшие 6–12 месяцев. Он также отметил, что хорошо осведомленные люди в компании (инсайдеры) держат при себе ее паи. Это лишний раз убедило меня в том, что компания все еще что-то стоила.

Биржевое сокращение	Компания	Цена акции на 13.01.92 (долл.)
SDP.B	Sun Distributors L.P., Class B	2,75
TLP	Tenera L.P	2,38

# ПРЕДПРИЯТИЯ ЦИКЛИЧНОЙ ОТРАСЛИ

## *ВСЕ ВОЗВРАЩАЕТСЯ НА КРУГИ СВОЯ*

Когда уровень экономики не растет, профессиональный фондовый управляющий начинает рассматривать вариант инвестирования в предприятия циклической отрасли. От стремительного взлета до глубокого кризиса производителей целлюлозно-бумажной продукции, алюминия и стали, автопромышленность, предприятия химической отрасли и авиапром зачастую отделяет лишь один шаг, так как шаткое положение этих отраслей известно всем.

И, тем не менее, интересным является тот факт, что каждый руководитель фонда старается раньше своих конкурентов обратиться к предприятиям циклических отраслей. На мой взгляд, Уолл-стрит ожидает возрождения циклических производств задолго до того, как это действительно может произойти, вот почему инвестирование в эти компании требует все большей хитрости и сноровки.

Для большинства акций низкое значение коэффициента «цена/прибыль» (P/E) рассматривается как хороший признак, однако это не касается акций предприятий циклических отраслей. Когда значение P/E циклической компании слишком мало, это, как правило, означает, что компания находится в конце своего удачного этапа деятельности. Опрометчивые инвесторы цепляются за свои циклические компании, так как те демонстрируют неплохие результаты и продолжают показывать высокий уровень прибыли, но все это вскоре закончится. Хитроумные инвесторы уже давно продают свои акции во избежание возможного лихорадочного сброса акций.

Когда большая группа людей начинает продавать акции, цена их может меняться только в одном направлении. А когда цена падает, коэффициент P/E

тоже падает, что для непосвященных означает большую привлекательность циклических компаний. Это заблуждение может оказаться дорогостоящим.

Вскоре экономика снизит темп, и прибыли циклических компаний начнут падать с захватывающей дух скоростью. Чем больше инвесторов начнет двигаться в направлении «выхода», тем быстрее упадут цены акций. Покупка акций циклических компаний после нескольких лет получения ими высокой прибыли и при низком коэффициенте «цена/прибыль» является отлично зарекомендовавшим себя способом потерять половину своих денег за весьма короткий период времени.

И наоборот, высокий коэффициент «цена/прибыль», что в большинстве случаев для акций обычных компаний имеет отрицательное действие, будет хорошей новостью для акционеров циклических компаний. Зачастую это означает, что компания переживает самые сложные времена и вскоре дела пойдут в гору, уровень прибыли превысит ожидания аналитиков и управляющие фондами начнут усердно скупать акции. Таким образом, цена на акции будет расти.

Тот факт, что игра на акциях циклических компаний — это игра на опережение, делает зарабатывание денег на этих акциях в два раза сложнее. Основной опасностью является то, что вы покупаете слишком рано, затем быстро теряете уверенность и продаете. Без хорошего знания циклической отрасли (медь, алюминий, сталь, автомобили, бумага и др.) инвестирование в нее будет слишком рискованным. В работе с циклами надо помнить, что каждая отрасль имеет свой определенный ритм. Если вы водопроводчик, который следит за ценами на медные трубы, у вас больше шансов заработать на Phelps Dodge, чем магистру экономики управления, решившему вложить деньги в Phelps Dodge и пополнить тем самым свой инвестиционный портфель только из-за того, что акции «выглядят дешево».

Мои собственные достижения в работе с компаниями циклических отраслей можно оценить достаточно скромно, но, когда бы ни происходила рецессия, я всегда уделяю особое внимание этой группе. Так как я всегда мыслю позитивно и предполагаю, что состояние экономики неизбежно улучшится, несмотря на количество угнетающих газетных заголовков, я стремлюсь инвестировать в компании циклической отрасли именно в момент их спада. Как только начинает казаться, что ситуация с этими компаниями уже не может быть хуже, все начинает налаживаться. Постоянное возрождение депрессивных циклических компаний с положительным бухгалтерским балансом неизбежно подводит меня к 19-му принципу Питера:

**Пессимизм никогда не оплачивается, если вы не спекулянт и не поэт, ищущий богатого спутника жизни.**

## PHELPS DODGE

Мы уже обсуждали, как мне помешали подобраться к рынку жилья путем приобретения акций строительных компаний: слишком много других покупателей превосходили меня в этом. Но они не ожидали скачка на рынке меди, поэтому мне сложно было игнорировать выгодные сделки, появившиеся в январе 1992 года в лице Phelps Dodge. Я пообщался со своим знакомым водопроводчиком, и он уверил меня, что цены на медные трубы будут и дальше расти.

Phelps Dodge была компанией, которую я рекомендовал в 1991 году, и она оставалась в моем списке весь год. Компания, которая остается в списке рекомендуемых, совершенно не обязательно должна быть забыта, а наоборот, это хороший повод для приобретения еще большего количества ее акций. Второго января 1992 года я снова просмотрел финансовые отчеты Phelps Dodge, и ситуация показалась мне значительно лучшей, чем прошлогодняя.

Мне приходилось навещать Phelps Dodge в Нью-Йорке, но с тех пор как компания передислоцировалась в Аризону, мы общались только по телефону. Я позвонил туда и поговорил с председателем компании Дугласом Йерли.

Благодаря прошлому общению с компанией, я располагал некоторыми интересными фактами о меди, которые убедили меня в том, что медь является более ценным товаром, чем, скажем, алюминий. В поверхностных слоях земли находится много алюминия, если быть точным — 8%, и он не только широко распространен, как перекати-поле, но его еще и относительно легко извлечь. Начнем с того, что медь более дефицитна, чем алюминий: это исчезающее достояние земли. Месторождения меди оскудевают, их затапливают, следовательно, их приходится закрывать. Процесс добычи меди не похож на конвейер по производству кукол, где вы можете увеличить количество выпускаемых кукол, введя дополнительную смену.

Положения по охране окружающей среды вынуждали многие плавильные печи национального значения закрываться, и многие компании вообще перестали заниматься плавкой. В США, как и во всем мире, уже сейчас наблюдается нехватка плавильных печей. Люди, живущие с подветренной стороны от плавильных печей, благодаря этому могут дышать свободно, так же как акционеры Phelps Dodge. У компании Phelps Dodge много плавильных печей и не так много конкурентов, как раньше.

Несмотря на то что спрос на медь в краткосрочном периоде был незначительным, я предположил, что в скором времени он должен совершить

значительный скачок. Все развивающиеся страны мира, включая многие страны бывшего социалистического лагеря, стремятся улучшить свои телефонные системы. Каждый сегодня хочет быть капиталистом, однако тяжело быть капиталистом без телефона.

Телефонная система требует много километров медных проводов. Либо все эти страны сделают выбор в пользу сотового телефона в кармане каждого жителя (маловероятная стратегия), либо они становятся постоянными покупателями на рынке меди. Потребность развивающихся стран в меди более высока по сравнению с потребностью развитых стран, что предвещает этому металлу хорошее будущее.

Недавно акции Phelps Dodge последовали «всеобщей циклической модели». В 1990 году, перед рецессией, компания зарабатывала 6,50 долл. на акцию (приведено в соответствие с недавним дроблением акций), и акция стоила от 23 до 36 долл., давая низкий коэффициент «цена/прибыль» в размере 3,5–5,5. В 1991 году прибыли упали до 3,90 долл., и цена акций вернулась обратно с 39 до 26 долл. То, что цена не стала падать ниже, свидетельствует о высокой оценке многими инвесторами шансов компании в долгосрочной перспективе. Или, что тоже возможно, «циклические» игроки делали ставки на следующий цикл раньше, чем обычно.

Самый важный вопрос для оценки циклической компании: является ли ее бухгалтерский баланс достаточно сильным и в состоянии ли она пережить следующий спад? Я нашел необходимую информацию на тридцатой странице годового отчета Phelps Dodge за 1990 год — наиболее свежий отчет, который я смог достать в то время. Собственные средства компании равнялись 1,68 млрд долл., а общий долг (за вычетом денежных средств) составлял около 320 млн долл. Очевидно, что эта компания не была очередным кандидатом на банкротство, невзирая на цену меди (хотя, если цена станет равной нулю, тогда, конечно же, возникнут проблемы). Многие слабые игроки будут вынуждены закрыть свои шахты, упаковать выгарки и отправиться домой, даже не дожидаясь рефинансирования Phelps Dodge.

Поскольку это была большая компания, диверсифицировавшая свою деятельность во многие отрасли кроме медной, я хотел узнать, как обстоят дела в других направлениях бизнеса. Генеральный директор г-н Йерли прошелся по списку: показатели по саже были нормальными, по магнитному проводу — тоже, как и по шинам для грузовиков, а Canyon Resources, золотое месторождение в Монтане, в котором 72% принадлежало Phelps Dodge, могло стать отличным источником дополнительной прибыли.

Эти дочерние компании получали менее 1 долл. на акцию в плохие времена (1991 год), и было нетрудно предположить, что они заработают

Таблица 15-1. Консолидированный бухгалтерский баланс:  
корпорация *Phelps Dodge*  
(стоимость указана в тыс. долл., за исключением цены акций)

	31 декабря 1990 г.	31 декабря 1989 г.
<b>АКТИВ</b>		
Текущие активы:		
Денежные средства и краткосрочные инвестиции, по себестоимости	\$ 161 649	12 763
Дебиторы, за вычетом резерва на сомнительные долги (1990 – 16,579 долл.; 1989 – 11,484 долл.)	307 656	346 892
Материально-производственные запасы	256 843	238 691
Оборудование	95 181	84 283
Авансовые выплаты	<u>17 625</u>	<u>8 613</u>
Оборотные средства	838 954	691 242
Инвестиции и долгосрочные дебиторы	93 128	79 917
Чистые основные средства	1 691 176	1 537 359
Прочие активы и расходы будущих периодов	<u>204 100</u>	<u>196 109</u>
	\$ 2 827 378	2 504 627
<b>ПАССИВ</b>		
Текущие обязательства:		
Краткосрочные долговые обязательства	\$ 43 455	92 623
Текущая доля долгосрочных долговых обязательств	32 736	33 142
Кредиторская задолженность и накопленные затраты	362 347	307 085
Налог на прибыль	<u>51 193</u>	<u>46 197</u>
Краткосрочные обязательства	489 731	479 047
Долгосрочные обязательства	403 497	431 523
Налог на доход будущего периода	110 006	67 152
Другие обязательства и отсроченные кредиты	<u>116 235</u>	<u>156 743</u>
	<u>1 119 469</u>	<u>1 134 465</u>
<b>ДОЛЯ МЕНЬШИНСТВА В АКЦИОНЕРНОМ КАПИТАЛЕ ФИЛИАЛОВ</b>	<u>24 971</u>	<u>20 066</u>
Обыкновенные акции по номиналу \$6,25; Разрешенный капитал — 100 000 000 акций; Акции в обращении — 34 441 346* (в 1989 г. — 34 618 723) После выкупа 3 152 955 акций (в 1989 г. — 2 975 578)		
	215 258	215 367
Капитал сверх номинальной стоимости	268 729	281 381
Нераспределенная прибыль	1 269 094	917 848
Кумулятивный переводной корректировочный счет	<u>(70 143)</u>	<u>(65 500)</u>
Акционерный капитал	<u>1 682 938</u>	<u>1 350 096</u>
	\$ 2 827 378	\$ 2 504 627

\* Перед дроблением 2 к 1.

---

...а бы по 2. полл. в хорошие годы. Впервые...



Таблица 15-2. Консолидированный отчет  
о движении денежных средств: корпорация Phelps Dodge

	1990	1989	1988
<b>ОПЕРАЦИОННАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ</b>	\$ 454 900	267 000	420 200
Чистая прибыль			
Корректировка чистой прибыли с учетом денежного потока от операций			
Износ и уменьшение стоимости реального основного капитала, амортизация	132 961	133 417	116 862
Налог на доход будущего периода	\$ 50 918	(53 670)	70 323
Нераспределенная прибыль от собственных вложений	(5 280)	(8 278)	(15 807)
Резерв непроектных активов и др.	-	<u>374 600</u>	<u>50 000</u>
Поток денежных средств от операций	633 499	712 979	641 578
Корректировка денежных потоков от операций с учетом чистых поступлений:			
Изменения в оборотных фондах и денежных обязательствах			
(Рост) сокращение дебиторов	42 115	76 850	(69 278)
(Рост) сокращение материально-производственных запасов	(24 700)	11 394	(26 706)
(Рост) сокращение оборудования	(9 713)	(2 801)	(6 344)
(Рост) сокращение предварительно оплаченных расходов	(10 565)	1 778	6 986
(Рост) сокращение процентов к уплате	(983)	(2 958)	(6 770)
(Рост) сокращение других счетов к оплате	35 016	(38 816)	(6 770)
(Рост) сокращение подоходного налога	2 702	(11 292)	14 687
(Рост) сокращение прочих накопленных затрат	23 500	24 898	(2 031)
Другие уточнения	<u>(48 995)</u>	<u>(27 833)</u>	<u>(8 413)</u>
Чистые поступления от операционной деятельности	<u>641 876</u>	<u>744 199</u>	<u>542 791</u>
<b>ИНВЕСТИЦИОННАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ</b>			
Капитальные затраты	(290 406)	(217 407)	(179 357)
Капитализированные проценты	(1 324)	(1 529)	(6 321)
Инвестиции в дочерние компании	(4 405)	(68 797)	(253 351)
Выручка от продаж активов	<u>3 155</u>	<u>5 131</u>	<u>35 413</u>
Чистые поступления от инвестиционной деятельности	<u>(292 980)</u>	<u>(282 602)</u>	<u>(403 616)</u>
<b>ФИНАНСОВАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ</b>			
Рост кредиторских обязательств	19 124	79 830	184 727
Выплата долга	(98 184)	(114 244)	(235 048)
Приобретение обыкновенных акций	(21 839)	(141 235)	(30 371)
Дивиденды по привилегированным акциям	-	(4 284)	(15 000)
Дивиденды по обыкновенным акциям	(103 654)	(454 307)	(29 202)
Прочие	<u>4 543</u>	<u>13 102</u>	<u>1 959</u>
Чистые поступления от финансовой деятельности	<u>(200 010)</u>	<u>(621 138)</u>	<u>(122 935)</u>
<b>РОСТ (СОКРАЩЕНИЕ) ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ И КРАТКОСРОЧНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ</b>	148 886	(159 541)	16 240
<b>ДЕНЕЖНЫЕ СРЕДСТВА И КРАТКОСРОЧНЫЕ ИНВЕСТИЦИИ НА НАЧАЛО ГОДА</b>	<u>12 763</u>	<u>172 304</u>	<u>156 064</u>
<b>ДЕНЕЖНЫЕ СРЕДСТВА И КРАТКОСРОЧНЫЕ ИНВЕСТИЦИИ НА КОНЕЦ ГОДА</b>	<u>161 649</u>	<u>12 763</u>	<u>172 304</u>

Как бы ни обстояли дела с капитальными затратами или с различными дочерними компаниями, судьба Phelps Dodge связана в первую очередь с ценой на медь. Начинается простая арифметика. Компания Phelps Dodge производит 1,1 млрд фунтов меди в год (такая величина указана в годовом отчете), то есть увеличение цены одного фунта на 1 пенни приведет к росту прибыли до уплаты налогов на 11 млн долл. При 70 млн акций дополнительные 11 млн долл. прибыли стоят примерно 10 центов на акцию после уплаты налогов. Итак, каждый раз, когда цена на фунт меди растет на 1 пенни, прибыль повышается на 10 центов. Следовательно, если цена на медь вырастет на 50 центов за фунт, прибыль дойдет до 5 долл. на акцию.

Если бы люди могли знать, какой будет цена меди в следующем году и через год, то они с гениальной точностью предсказывали бы, когда следует покупать, а когда продавать акции Phelps Dodge. Я не объявлял себя провидцем, однако, зная, что медь была дешевой в 1990–91 годах из-за рецессии, я предположил, что она не всегда будет дешевой, и, конечно же, когда цены на акции пойдут вверх, акционеры компании Phelps Dodge будут основными получателями прибыли. Все, что нужно, — это терпеливо ждать и продолжать собирать дивиденды.

## GENERAL MOTORS

Автомобильную отрасль зачастую неправильно относят к «голубым фишкам». На самом деле она является циклической. Купить автомобильные акции и отложить их на 25 лет — это все равно что перелететь через Альпы: вы, конечно, приобретете какой-то опыт, но он несравним с опытом альпиниста, прошедшего через все впадины и подъемы.

В 1987 году я сократил свои вклады в акции Chrysler, Ford и других автомобильных компаний, которые были моими основными позициями в Magellan Fund, так как я почувствовал, что автомобильная лихорадка начала 80-х близится к концу. Однако в 1991 году, во время рецессии, когда цены на автомобильные акции упали на 50% по отношению к их недавней стоимости, во время всеобщего застоя на автомобильном рынке, когда продавцы легковых и грузовых автомобилей играли в безик, чтобы скоротать время, я решил взглянуть на автомобильную промышленность с другой стороны.

До тех пор пока кто-либо не изобретет надежное транспортное средство на воздушной подушке, автомобили останутся главным и любимым предметом личного пользования для американцев. Рано или поздно мы

все заменим наши автомобили из-за того, что устали от своих старых машин, или из-за того, что тормоза отказывают, или из-за того, что можно увидеть дорогу через проржавевший пол. Я пытался тянуть как можно дольше со своим AMC Concord 1977 года, но этот верный старик начал трещать по швам.

В начале 80-х, когда я держал большую позицию в автопроме, ежегодные продажи легковых и грузовых машин в США упали с 15,4 млн автомобилей в 1977 году до 10,5 млн в 1982. Возможно, конечно, объемы продаж и дальше продолжили бы падение, но я знал, что до нуля они не дойдут. Во многих штатах автомобили должны проходить ежегодную инспекцию, что является дополнительной причиной, почему люди не могут хранить свои «драндулеты» вечно. В конце концов, эти «драндулеты» будут изыматься с дорог.

Правда, новый подход — 60-месячный кредит — отсрочил подъем в автоотрасли, начавшийся после последней рецессии. Раньше, во времена 36-месячного автомобильного кредита, покупатель расплачивался за свой автомобиль к тому моменту, когда он уже хотел от него избавиться. Обычно на момент передачи старого автомобиля в счет нового, в машине оставалась еще какая-то стоимость. Документ о 60-месячном автомобильном кредите все изменил. Сейчас многие четырех- или пятилетние автомобили стоят меньше, чем остаток непогашенной ссуды, и их владельцы не могут себе позволить обменять старую модель на новую. Однако в конечном счете все эти кредиты будут погашены.

Одним очень полезным индикатором, указывающим, когда следует покупать автомобильные акции, являются цены на подержанные машины. Когда торговцы подержанными автомобилями понижают цены, это означает, что у них возникли проблемы с продажей автомобилей и низкоприбыльный для них рынок становится еще более неэффективным, чем для торговцев новыми автомашинами. Когда же цены на подержанные автомобили растут — это признак начала хороших времен для автопрома.

Другим, еще более надежным показателем может считаться величина неудовлетворенного спроса. Я представил некую впечатляющую статистику в виде таблицы, которая ежегодно появляется на страницах выпускаемого корпорацией Chrysler журнала *Corporate Economist* (еще один достойный кандидат на пляжное чтение во время летнего отдыха) (см. табл. 15-3).

Вторая графа таблицы отражает реальные объемы продаж автомобилей и грузовиков, представленные по годам. Третий столбец, называемый «Тренд», является оценкой того, сколько автотранспортных средств *предположительно должно быть продано* в указанном году. Эта оценка

основана на демографических данных, объемах продаж в прошлые годы, возрасте автомобилей на дорогах и других показателях. Разница между этими двумя столбцами и даст нам представление о величине неудовлетворенного спроса.

За четыре года, с 1980 по 1983, когда в экономике был застой и все старались экономить, реальные объемы продаж отстали от тренда на 7 млн автомобилей: 7 млн человек, которые должны были купить легковые или грузовые автомобили, отложили покупку. Это свидетельствовало о том, что в скором времени нужно ожидать значительного скачка в автомобильных продажах. И действительно, автомобильный бум имел место с 1984 по 1989 год — период, в который продажи легковых и грузовых автомобилей превысили ожидаемую тенденцию в целом на 7,8 млн транспортных единиц.

После четырех-пяти лет, в течение которых уровень продаж находится ниже тренда, автомобильному рынку требуются другие четыре-пять лет с уровнем продаж выше тренда для восстановления. Если вы этого не знаете, то можете продать свои автомобильные акции слишком рано. Например, после года активного роста объемов продаж автомобилей (как в 1983), когда продажи выросли с 10,5 до 12,3 млн транспортных единиц, вы можете принять решение о том, чтобы вернуть свои вложения в Ford и Chrysler, так как, на ваш взгляд, автомобильный бум уже прошел. Однако если вы будете продолжать следить за трендом, то обнаружите все еще неудовлетворенный спрос более чем на 7 млн автомобилей, который так и не был исчерпан вплоть до 1988 года.

1988 год был годом продаж автомобильных акций, когда неудовлетворенный спрос начала 80-х уже исчерпал себя. Население приобрело 74 млн новых автомобилей за 5 лет, и объемы продаж, скорее всего, должны были сокращаться, а не расти. Хотя 1989 год в общем был удачным для экономики, объемы продаж автомобилей упали на 1 млн транспортных единиц. Автомобильные акции пошли на убыль.

Начиная с 1990 года неудовлетворенный спрос снова понемногу начал расти. Два года продаж прошли ниже уровня тренда, и если все будет продолжаться, как должно, то к концу 1993 года объем неудовлетворенного спроса достигнет 5,6 млн транспортных единиц, что должно привести к новому буму в автомобильных продажах в 1994–96 годах.

Расчет правильного момента в автомобильных циклах является половиной дела. Второй половиной является поиск компаний, которые смогут заработать наибольшие прибыли в период подъема рынка. Если вы правы насчет отрасли и ошибаетесь по поводу компании, вы можете также легко потерять деньги, как если бы вы ошиблись по поводу отрасли в целом.

Во время подъема, который начался в 1982 году, я пришел к выводу, что, во-первых, наступило отличное время для приобретения автомобильных акций, и, во-вторых, Ford и Chrysler, а также Volvo имели лучшие шансы получить большую прибыль, чем General Motors. Так как GM была производителем автомобилей номер 1, можно было бы подумать, что она и работает лучше всех, однако этого не произошло. Это связа-

Таблица 15-3. Объемы продаж автомобилей и грузовиков:  
реальные по сравнению с трендом  
(в тыс. штук)

Год	Реальные показатели	Трендовые показатели	Кол-во единиц выше/ниже тренда	Кол-во единиц неудовлетворенного спроса
1960	7 588	7 700	(112)	(112)
1970	10 279	11 900	(1 621)	(2 035)
1980	11 468	12 800	(1 332)	(1 336)
1981	10 794	13 000	(2 206)	(3 542)
1982	10 537	13 200	(2 663)	(6 205)
1983	12 310	13 400	(1 090)	(7 295)
1984	14 483	13 600	883	(6 412)
1985	15 725	13 800	1 925	(4 487)
1986	16 321	14 000	2 321	(2 166)
1987	15 189	12 200	989	(1 177)
1988	15 788	14 400	1 388	211
1989	14 845	14 600	245	456
1990	14 147	14 800	(653)	(197)
1991	12 541	15 000	(2 459)	(2 656)
Прогноз *				
1992	13 312	15 200	(1 888)	(4 544)
1993	14 300	15 400	(1 100)	(5 644)

Источник: Chrysler Corporation

\* Прогноз Питера Линча.

Несмотря на то что продажи 1992 года превышают уровень 1991 года, мы все равно работаем ниже тренда, и потребуется 4–5 лет продаж легковых и грузовых автомобилей для того, чтобы догнать его.

но с тем, что завидная репутация компании GM значительно превышала ее желание жить согласно этой репутации. Компания была самоуверенно близорукой и почивающей на лаврах, но, помимо этого, она была в отличной форме.

Не только у кинорежиссера и создателя фильма «Роджер и я» возникали проблемы с тем, чтобы попасть в здание GM. Когда я однажды пришел туда, меня направили к парню из отдела по работе с инвесторами, который не мог найти проектно-исследовательский центр, размерами напоминающий университетский городок. Нам обоим потребовалось около двух часов на то, чтобы определить, где он может находиться. Если отдел по обслуживанию инвесторов не изучит хорошенько карту-схему, то можно предположить, что и вся остальная компания может так же потеряться.

В 1980 году компания GM производила плохое впечатление на покупателей автомобильных акций. Стоимость акций GM удвоилась в цене в течение 10 лет, но люди, которые купили акции Chrysler по очень низкой цене в 1982 году, увеличили свои вложения в 50 раз всего за пять лет, а те, кто приобрел акции Ford, — в 17 раз. К концу десятилетия слабость компании GM была очевидной. Любой прохожий на улице мог вам сказать, что производитель автомобилей в США номер 1 проиграл войну Японии.

Однако на рынке ценных бумаг редко стоит рассматривать вчерашние новости слишком серьезно или придерживаться одного и того же мнения слишком долго. Чем сильнее ухудшалось состояние GM, тем более распространенным на Уолл-стрит становилось мнение, что GM — сильная компания с блестящим будущим. В 1991 году распространенным было мнение, что GM — это слабая компания с жалким будущим. Хотя я и не был в прошлом ярким поклонником GM, у меня возникло подозрение, что последнее популярное мнение о компании окажется таким же неправильным, как и предыдущее.

Вы можете взять любую старую статью 1982 года о Chrysler, в которой говорится о спотыкающемся гиганте, поменять имя Chrysler на GM — и вы получите столь же правдивую историю. Единственным отличием будет то, что балансовый отчет компании GM в 1992 году выглядел лучше, чем баланс Chrysler 1992 года. Все остальное абсолютно одинаково: сильное предприятия забывает, как нужно производить автомобили, теряет доверие покупателей, увольняет тысячи работников, из бывшей корпорации превращается в склад металлолома.

Весь вышперечисленный негатив о компании GM привлек мое внимание в 1991 году. Один только взгляд на отчет за третий квартал 1990 года — и я почувствовал: я близок к чему-то важному. Основное внимание нацелено на слабеющие продажи в США, однако компания

GM может получать достаточный объем прибыли, вовсе не продавая свои автомобили в США. Наиболее прибыльным направлением бизнеса была их европейская деятельность, их дочерняя компания GMAC, а также Hughes Aircraft, Delco и Electronic Data System (спасибо Россу Перо).

Все эти отделения GM работают так хорошо, что даже если компания будет работать на точке безубыточности на автомобильном рынке США, то она все равно сможет получить 6–8 долл. за акцию в 1993 году. Расчет коэффициента «цена/прибыль» дал в результате 8, следовательно, акции должны продаваться по цене 48–64 долл. — большой успех по сравнению с нынешним положением. Если автомобильное направление компании GM превысит точку безубыточности, что должно произойти при улучшении экономических условий в стране, компания сможет зарабатывать 10 долл. на акцию.

Приостановление деятельности нескольких заводов будет стоить тысячам работников своих мест, но в тоже время это заставит руководство компании снизить затраты на свое наименее прибыльное производство. Компании абсолютно не нужно выигрывать войну с Японией и снова завоевывать американских покупателей. GM расстроена тем фактом, что ее рыночная доля сократилась с 40% до 30%, однако это превышает долю всех японских производителей автомобилей, вместе взятых. Даже если компания привлечет только 25% американских покупателей автомобилей, ее автомобильные подразделения могут увеличить доходы за счет сокращения затрат и уменьшения объемов производства (то, что они уже начинали делать).

В ту самую неделю, когда я пришел к такому умозаключению, газеты напечатали, что несколько автомобилей компании GM получили главные награды, в том числе и Cadillac, который снова очаровал своих недавних критиков, умалявших его достоинства. Грузовики выглядели стильно, так же как и легковые автомобили, и в компанию хлынул поток наличности. Так как репутация GM уже вряд ли могла быть хуже, все сюрпризы были только хорошими.

Биржевые сокращения	Компания	Цена акции на 13.01.92 (долл.)
GM	General Motors	31,00
PD	Phelps Dodge	32,50

# АТОМНЫЕ СТАНЦИИ «НА ПРИКОЛЕ»

## КОМПАНИЯ *CMS ENERGY*

Акции коммунальных предприятий в 1950-е годы демонстрировали хороший рост, и с тех пор их привлекательность только возрастала. Для ищущего прибыль инвестора покупка акций коммунальных предприятий в долгосрочном плане была выгоднее, чем покупка депозитных сертификатов в банках. По депозитному сертификату вы получаете назад вложенную сумму плюс проценты. Акции коммунальных предприятий приносят дивиденды, которые обычно возрастают год от года, но кроме этого вы получаете шанс на прирост капитала.

Даже в последний период, когда во многих регионах страны замедлился рост потребления электроэнергии и коммунальные компании уже не рассматривались как лидеры роста акций, все равно в этой группе были свои победители и среди них Southern Company (с 11 до 33 долл. за пять лет), Oklahoma Gas and Electric (с 13 до 40 долл.) и Philadelphia Electric (с 9 до 26 долл.).

В течение недолгого периода я инвестировал 10% фонда Magellan в акции коммунальных компаний. Обычно это делалось, когда процентные ставки падали и экономика была «разогретой». Другими словами, для меня акции коммунальных компаний были «циклическими акциями» по ставке процентов, и я старался уловить моменты покупки и продажи в соответствии с текущим периодом бизнес-цикла.

Любопытно, что лучше всего получилось поработать с акциями «проблемных» компаний в сфере коммунальных услуг. В Fidelity мы хорошо заработали для своих акционеров на акциях General Public Utilities после известной аварии на станции Three Mile Island и еще больше заработали на



облигациях компании Public Service of New Hampshire, на акциях Long Island Lighting, Gulf States Utilities, а также на Middle South Utilities (сейчас компания называется Entergy). Это приводит нас к 20-му принципу Питера:

**Корпорации, как и люди, меняют свои имена в двух случаях: когда вступают в брак или когда терпят фиаско — в надежде на забывчивость публики.**

«Проблемность» коммунальных компаний обычно сводилась к проблемам с атомными электростанциями или к финансированию строительства атомных станций, так никогда и не построенных, и к общественным страхам по поводу атомной энергетики вообще, снижавшим цены акций энергетических компаний.

Причина, почему мои результаты по работе с акциями «проблемных» коммунальных компаний были лучше, чем с акциями «проблемных» компаний в среднем, была в том, что деятельность коммунальных предприятий регулируется правительством. Такая компания может заявить о банкротстве и/или приостановить выплату дивидендов, но, пока людям нужна электроэнергия, компания сможет найти способ продолжить свое существование.

Система регулирования определяет, по какой цене компания продает электричество или газ, какую прибыль она может получить и в какой мере стоимость ее ошибок можно переложить на плечи потребителя. Поскольку правительство штата имеет законный интерес в выживании предприятия коммунальной сферы, всегда больше шансов, что такое предприятие получит необходимые средства для решения своих проблем.

Недавнее исследование трех аналитиков из NatWest Investment Banking Group привлекло мое внимание. (Это Кэтлин Лэлли, Джон Келленьи и Филип Смит; Келленьи я знаю уже давно, он прекрасный аналитик.)

Эти аналитики выявили феномен, называемый «бизнес-цикл для проблемных предприятий коммунальной сферы», и приводят в качестве примера четыре компании, которые вышли из кризиса: Consolidated Edison, у которой был кризис с наличностью из-за бурного роста цен на нефть во время эмбарго 1973 года; Entergy Corporation, обремененная слишком дорогим проектом строительства АЭС; Long Island Lighting, которая построила АЭС, но не смогла добиться получения лицензии на ее эксплуатацию, и General Public Utilities — собственник энергоблока номер два на станции Three Mile Island, где произошла известная авария.

Цены на акции «терпящих бедствие» коммунальных предприятий упали так низко и так стремительно, что акционеры тоже оказались в положении терпящих бедствие; те же, кто в панике продал свои акции, готовы были кусать локти, увидев четырех- и пятикратный рост цен после прохождения нижней точки. А покупатели этих обесцененных акций, напротив, праздновали удачу, в очередной раз подтверждая правило, что убыток для одного оборачивается прибылью для другого. Но потребовалось много времени, чтобы получить прибыль от указанных четырех случаев финансового выздоровления. По наблюдениям тройки аналитиков, весь процесс происходил в четыре этапа.

Первый этап начинается с самого бедствия, когда коммунальное предприятие сталкивается с резким снижением доходности, обычно либо из-за роста цен на ресурсы (рост цен на энергоносители в случае с компанией Con Ed), который невозможно переложить на потребителя, или же когда дорогостоящие активы выводятся из эксплуатации (обычно АЭС). Это вызывает падение цен акций на 40–80% от их первоначальной стоимости за один-два года: акции Con Ed упали с 6 до 1,50 долл. в 1974 году, акции Entergy — с 16,75 до 9,25 долл. в 1983–1984 годах, акции General Public Utilities — с 9 до 3,88 в 1979–1981 годах и акции компании Long Island Lighting упали с 17,50 до 3,75 долл. в 1983–1984 годах. Эти падения рыночной цены шокируют инвесторов, считающих акции коммунальных компаний безопасными и стабильными инвестициями.

Довольно быстро после возникновения проблемной ситуации акции компаний коммунального сектора уже продаются за 20–30% от их балансовой стоимости. Они так низко падают в цене из-за опасений финансистов Уолл-стрит, что ущерб, нанесенный бедствием, может оказаться смертельным для компании (особенно когда была закрыта АЭС, которая обошлась компании в миллиарды долларов). Сколько времени потребуется, чтобы переломить это мнение, зависит от природы бедствия. В случае с компанией Long Island Lighting, угроза банкротства удерживала низкую стоимость акций на уровне 30% от балансовой стоимости в течение четырех лет.

На втором этапе, который тройка экспертов назвала этапом управления кризисом, компания пытается справиться с серьезными проблемами путем сокращения капитальных затрат и входит в режим жесткой экономии. В рамках жесткого плана экономии урезаются (либо вовсе не выплачиваются) дивиденды. Вполне вероятно, что компания выживет в трудной ситуации, но цена акции пока еще не отражает изменений в лучшую сторону.

На третьем этапе, этапе финансовой стабилизации, менеджмент уже преуспел в сокращении затрат настолько, что коммунальное предприятие

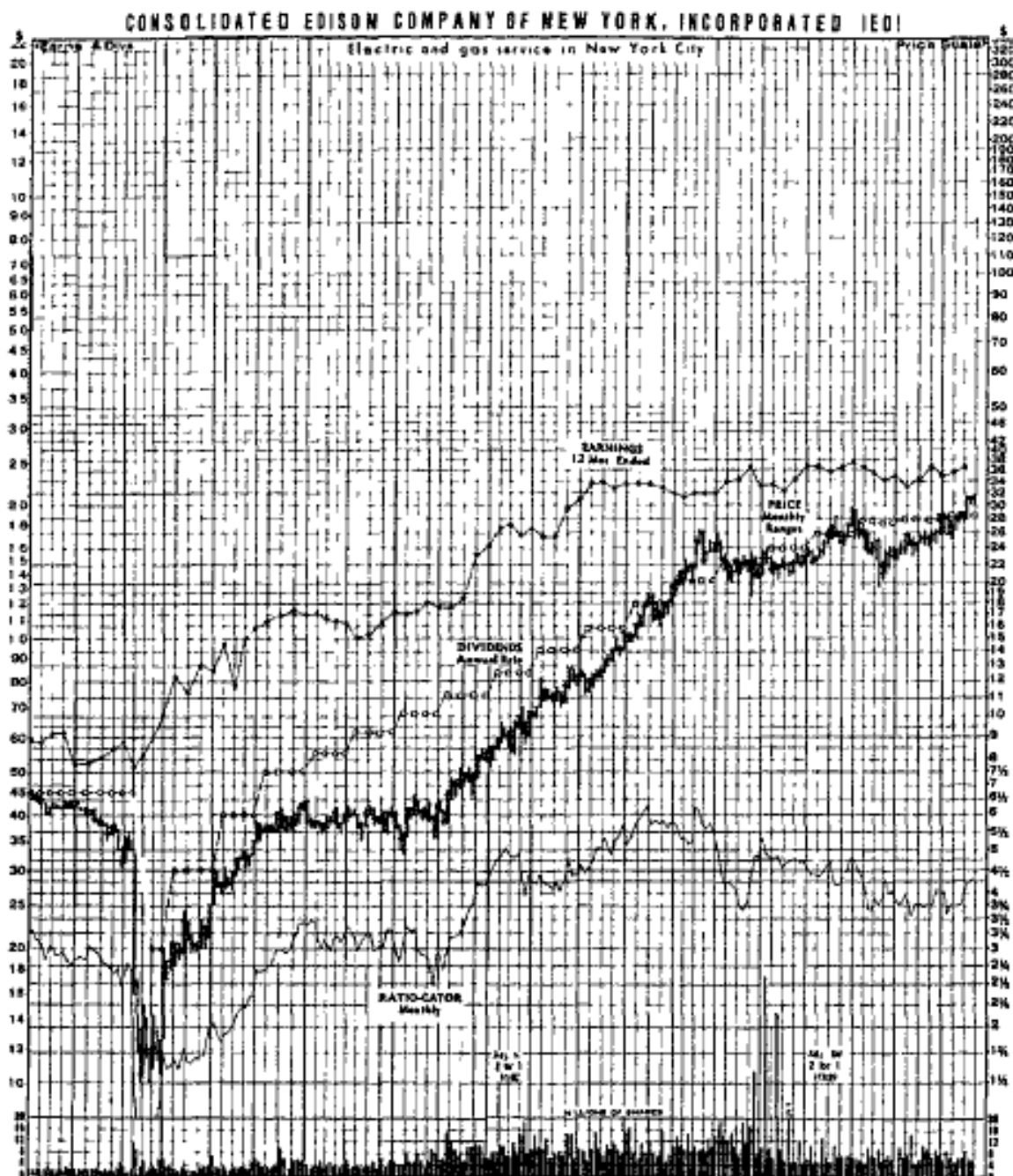
может работать на тех суммах, которые выплачивают по счетам клиенты данной компании. Но рынки капитала вряд ли дадут займы под новые проекты, и коммунальное предприятие пока ничего не зарабатывает для своих акционеров, хотя выживание компании уже вне сомнения. Цена акций несколько повышается, и они уже продаются за 60–70% от балансовой стоимости. Те, кто купил эти акции на первом или втором этапах, уже удвоили свои инвестиции.

На четвертом этапе под названием «кризис преодолен» такая компания уже способна приносить доход для своих акционеров, и на Уолл-стрит ожидают улучшения доходности и возобновления выплаты дивидендов. Тогда акции продаются уже по балансовой стоимости. Дальнейшее улучшение зависит от двух факторов: 1) реакции рынков капитала, поскольку без капитала коммунальная компания не может развивать свою тарифную базу; 2) поддержки (или ее отсутствия) со стороны регулирующих органов, то есть разрешения переложить какую-то часть затрат на потребителей в форме новых повышенных тарифов.

На рис. 16-1, 16-2, 16-3 и 16-4 показана динамика цен акций для каждого из четырех рассмотренных примеров. Видно, что нет необходимости торопиться с покупкой акций «проблемных» компаний коммунальной сферы, чтобы получить хорошую прибыль. В каждом случае можно подождать, пока кризис утихнет и мрачные прогнозы не оправдаются, — и все равно удвоить или утроить деньги за короткий промежуток времени. Просто покупаете акции, когда по ним не платят дивидендов, и ждете хороших новостей. Или покупаете акции на втором этапе, когда придут первые хорошие новости. Обычно считается, что если акции, упавшие до уровня в 4 долл., затем восстановились до 8 долл., то покупать уже поздно. У энергокомпании с проблемной АЭС впереди долгий путь, и следует забыть, что вы пропустили нижнюю точку графика цены. Психологически здесь надо начать все с чистого листа.

Разница между трагедией в оперном спектакле и на АЭС состоит в том, что счастливый конец чаще случается на АЭС. Вот вам рецепт, как хорошо заработать на проблемной компании в коммунальной сфере: покупаете акции, когда дивиденды не выплачиваются, и продаете, когда дивиденды начали выплачивать. Это — стратегия с огромным шансом на выигрыш.

Летом 1991 года эксперты из банковской группы NatWest выявили еще пять проблемных предприятий коммунальной сферы на различных стадиях восстановления: Gulf States, Illinois Power, Niagara Mohawk, Pinnacle West и Public Service Company of New Mexico. Их акции продавались ниже балансовой стоимости. Но у меня была другая идея, чтобы опубликовать ее в качестве рекомендации от *Barron's*, — CMS Energy.

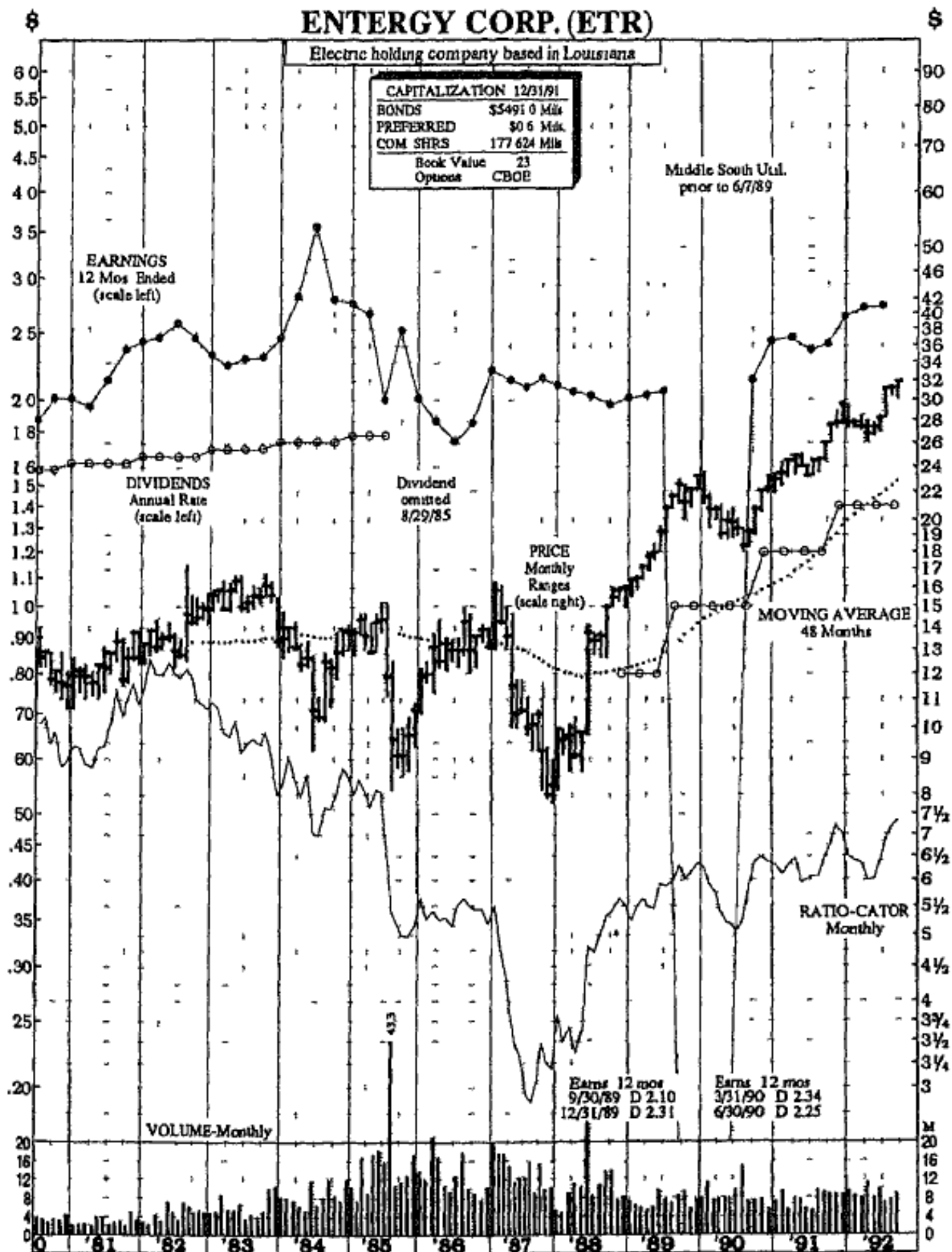


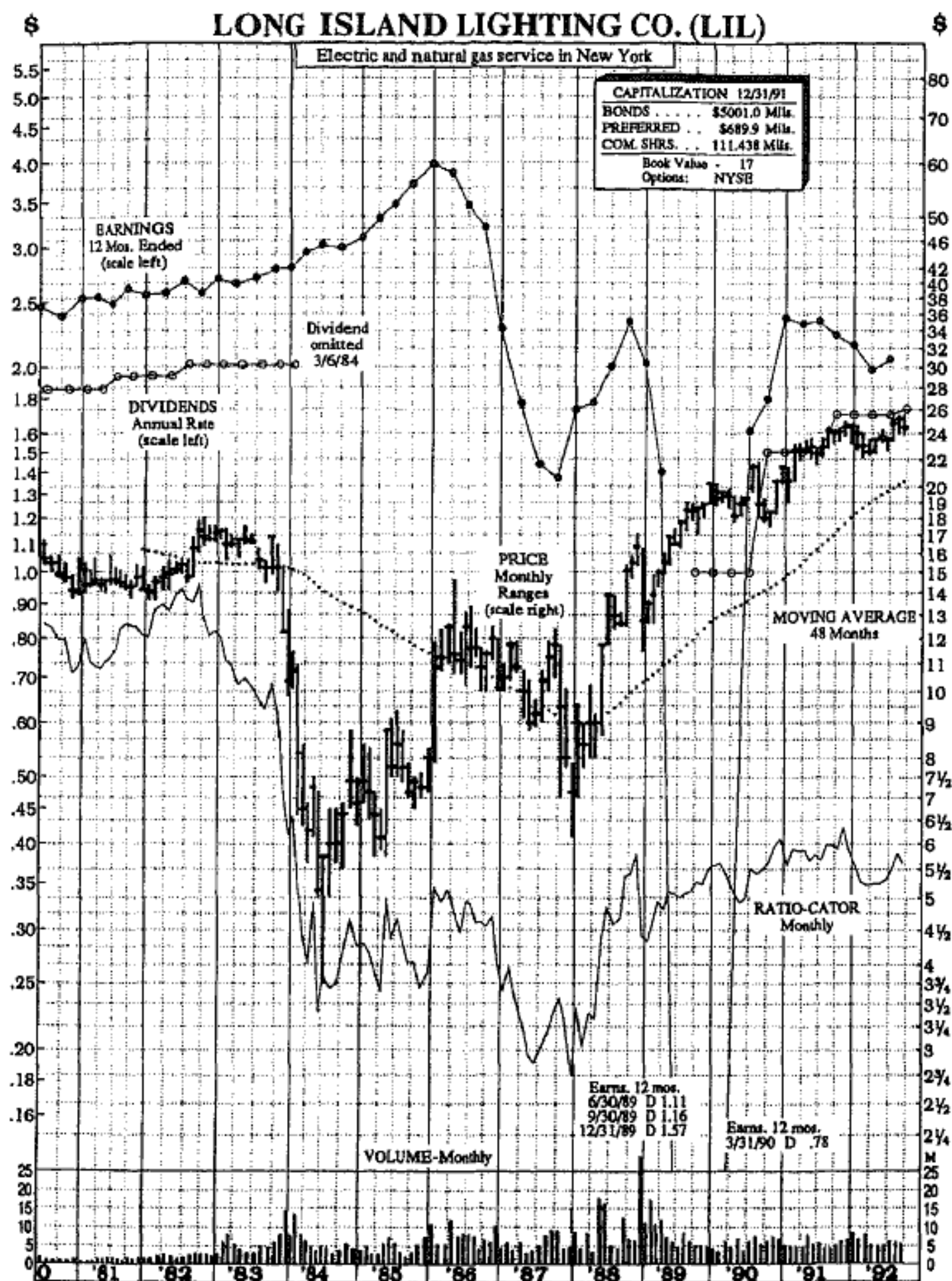
# ENTERGY CORP. (ETR)

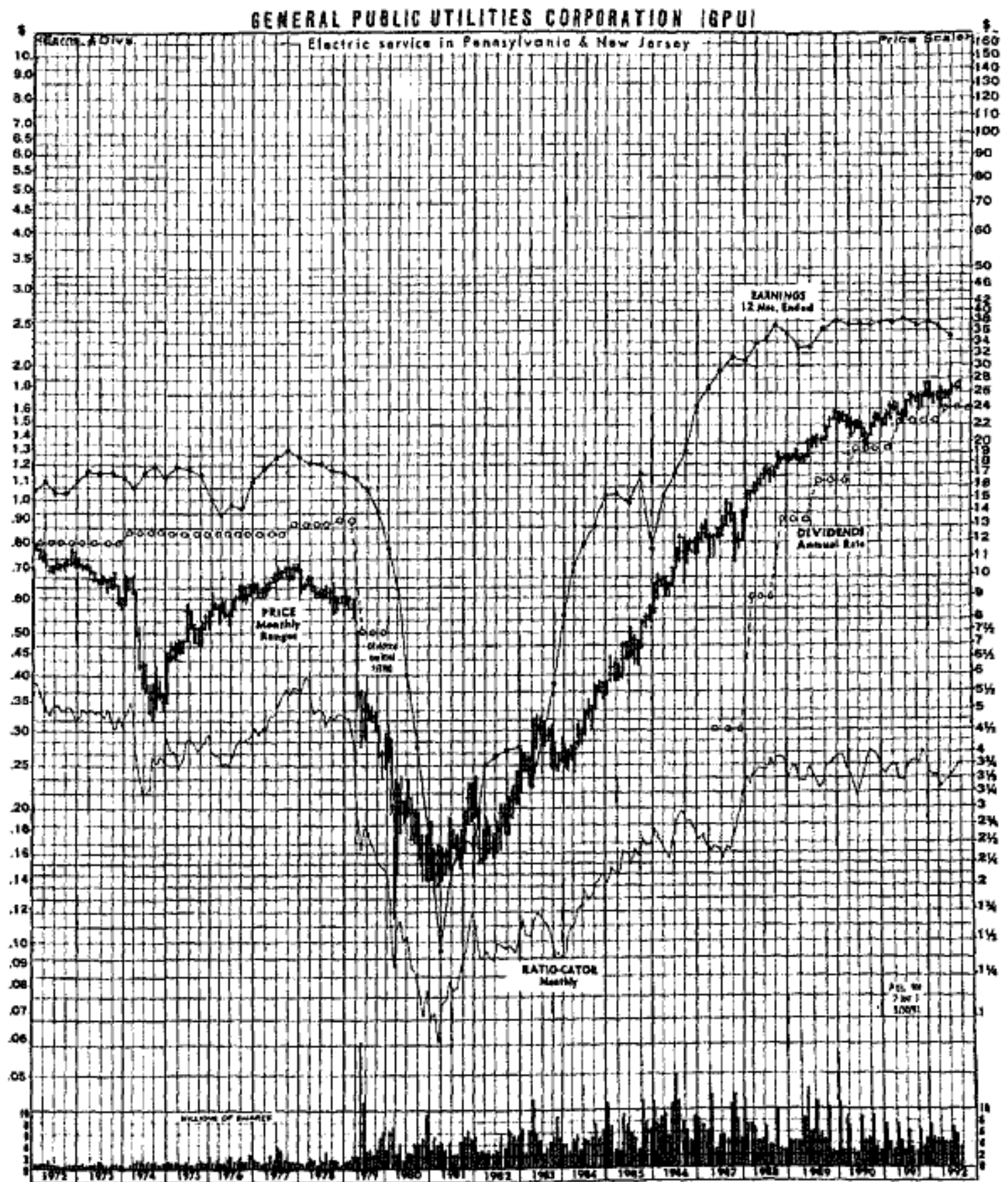
Electric holding company based in Louisiana

CAPITALIZATION 12/31/91	
BONDS	\$5491.0 Mil.
PREFERRED	\$0.6 Mil.
COM. SHRS	177,624 Mil.
Book Value	23
Options	CBOE

Middle South Util. prior to 6/7/89







Прежде она называлась Consumers Power of Michigan. Компания сменила название после строительства АЭС в Мидлэнде, надеясь, что акционеры этот факт забудут. Цена акций колебалась около 20 долл., затем за один год упала до 4,50 долл. и достигла нижней точки в октябре 1984, когда перестали выплачиваться дивиденды.

CMS, бывшая Consumers Power, оказалась в списке неудачников: это была последняя компания, которая спроектировала и построила дорогую АЭС в глупой надежде, что регулирующие органы, одобрявшие проект на промежуточных этапах разработки и строительства, обязательно выдадут разрешение на эксплуатацию станции. Действуя непоследовательно, комиссии штатов по регулированию деятельности коммунальных компаний взяли привычку поддерживать строительство АЭС до того этапа, когда их собственники уже много вложили в это дело и у них нет обратного пути. А затем, в последнюю минуту, государственные органы рубят на корню эти проекты и наблюдают падение компаний.

Когда это произошло с Consumers Power, компанию заставили списать со своих счетов огромную сумму в 4 млрд долл., чтобы расплатиться за строительство атомной станции, которую ей не дадут эксплуатировать.

Когда об этом прослышали на Уолл-стрит, банкротство, казалось, было уже на пороге.

Но компания CMS не обанкротилась, а в конце 1980-х сумела справиться с этой ужасной ситуацией и перепрофилировать электростанцию на природный газ. Перестройка (выполненная с помощью Dow Chemical, одного из крупнейших потребителей CMS) обошлась дорого, но все же это лучше, чем смотреть, как четырехмиллиардные инвестиции превращаются в ничто. Модернизированную станцию запустили в марте 1990 года по себестоимости 1600 долл. за киловатт, что оказалось даже немного ниже запланированного в бюджете, и станция работала прекрасно. Цены на акции претерпели обратную эволюцию и даже превысили начальный уровень, достигнув 36 долл. за акцию, то есть увеличились в 9 раз за пять лет. Затем из-за неожиданных тарифных решений комиссии по вопросам обслуживания населения штата Мичиган акции компании снизились до 17 долл., и с такой котировкой акций эта компания попала в сферу моего внимания.

Эту историю мне поведал Дэнни Фрэнк, менеджер фонда особых ситуаций Fidelity; он обратил внимание руководства на несколько «проблемных» компаний коммунального бизнеса. Фрэнк тщательно изучил ситуацию с компанией CMS. Он показал, что последние проблемы у CMS, которые были вызваны неблагоприятным решением комиссии, никак не оправдывают 50%-е падение этих акций.



В январе 1992 года я поговорил с Виктором Фрайлингом, новым президентом CMS, которого знал давно — с тех пор как тот работал в энергетической компании Coastal. Он отметил несколько положительных сдвигов в компании. Во-первых, станция в Мидлэнде, переведенная на природный газ, производила электричество при цене 6 центов за киловатт, что очень мало в сравнении с ценой 9,2 цента для обычных угольных станции или 13,3 цента для АЭС. Производственные расходы на станции в Мидлэнде были низкими, и это мне очень понравилось.

Во-вторых, спрос на электроэнергию в штате Мичиган продолжал расти. Он возрастал уже 12 лет подряд. Даже во время спада в 1991 году этот регион потреблял на 1% больше электроэнергии, чем в предыдущем. В дни пиковой нагрузки резервные мощности компании CMS составляли всего 19,6%, что довольно мало для энергетической компании. На Среднем Западе собирались построить несколько новых станций, чтобы удовлетворить растущий спрос, но на строительство с нуля большой станции уходит 6–12 лет. И несколько устаревших станций должны были вскоре закрыться. Всякий, знающий основы экономики, понимает, что когда спрос растет быстрее, чем предложение, растет цена. А высокие цены дают высокую прибыль.

Но в бухгалтерском балансе CMS все еще оставалось много долгов, оставшихся со времен фиаско с АЭС.

Компания продала облигаций на 1 млрд долл., чтобы финансировать переоборудование станции в Мидлэнде на природный газ. (Отмечу, что держатели облигаций доверяли этим ценным бумагам, поскольку их цена выросла после первичного размещения.) CMS также продала векселей на сумму 500 млн долл. (я рад был отметить, что срок их погашения истекает через 10 лет). Если компания в долгах, хорошо, когда такой долг не подлежит погашению в ближайшее время.

У компании CMS было достаточно денежных средств, чтобы платить проценты по займам, и даже немного оставалось. Я сам проверил это, изучив бухгалтерские отчеты. Я взял цифры по прибыли, добавил амортизационные отчисления, затем поделил на число акций и получил поток денежных средств в размере 6 долл. на акцию. Поскольку большая часть производственного оборудования компании CMS была новой, компании не надо было тратить много на ремонт. То, что вычиталось на амортизацию, могло быть использовано для иных целей. Компания могла: (а) выкупить свои акции, (б) приобрести активы или (в) увеличить дивиденды, — и все это шло на пользу акционерам. Я бы предпочел варианты (а) и (в).

Я спросил господина Фрайлинга о планах CMS по поводу денежных потоков. Он ответил, что компания CMS собирается использовать эти деньги, чтобы наращивать мощности станции на газе и улучшать эффективность

линий электропередачи, что в целом должно повысить энергетические мощности компании. К примеру, когда коммунальная компания увеличивает на 10% выходную мощность, это автоматически увеличивает выручку на 10%, в соответствии с формулой, утвержденной органами регулирования, которые устанавливают тариф. Строительство новой станции (или иной способ увеличения мощности) всегда является хорошей новостью для держателей акций компании (конечно, если будет получена лицензия на эксплуатацию). Когда мощность растет, растет и тарифная база, а значит, и доходы. Мы с Фрайлингом обсудили также недавнее открытие нефтяного месторождения в Эквадоре, на земле, которой CMS владела совместно с Сопосо. Предположительно добыча должна была начаться в 1993 году, и если все пойдет по плану, то CMS получит 25 млн долл. годовой прибыли к 1995 году. Эти 25 млн долл. означают дополнительные 20 центов дохода на акцию. Фрайлинг также сообщил мне, что так называемая Power Group (филиал CMS), владеющая несколькими небольшими теплоэлектростанциями и недавно работавшая в убыток, сможет стать прибыльной к 1993 году. CMS также намеревалась помочь компании Long Island Lighting перестроить Shoreham АЭС (на Лонг-Айленде) в станцию, работающую на природном газе. Это сотрудничество распалось в 1991 году. Но регулирующие органы штата не пошли навстречу интересам компании.

Задачей регулирующих органов при работе с выздоравливающей компанией коммунальной сферы является мягкое и вдумчивое отношение, которое бы позволило ей снять груз прежних ошибок. Но тогда комиссия штата Мичиган была несговорчивой. Комиссия провела подряд три неблагоприятных тарифных решения и не позволила компании CMS выставить счета потребителям по полной стоимости природного газа, который сжигался на станции в Мидлэнде.

Очевидно, у компании были причины полагать, что новый член комиссии окажется более уступчивым или хотя бы умеренно враждебным. Умеренно враждебное отношение — это уже шаг вперед по сравнению с обычным отношением со стороны комиссии. Работники этой комиссии недавно провели собственное исследование проблемы, которое обещало некоторые уступки для CMS, и комиссия в полном составе проголосует в ближайшее время за эти уступки.

Если будет принято благоприятное для компании решение, то это позволит CMS получить прибыль 2 долл. на акцию в наступающем году вместо 1,30 долл., ожидаемых на Уолл-стрит; причем доходность будет постепенно возрастать. Именно эту возможность я имел в виду, когда рекомендовал акции CMS в *Barron's*.

Я также полагал, что CMS не может быть только пешкой в политической игре регулирующих органов штата Мичиган. Я считал, что в долгосрочной перспективе компания будет процветать вне зависимости от положительных решений комиссии по обслуживанию населения. Хороший поток наличности позволит компании снова войти в ряды крупнейших коммунальных предприятий, и, когда это произойдет, она вновь сможет получать займы с низким процентом.

Если бы все эти моменты были решены в пользу компании, то CMS смогла бы заработать 2,20 долл. на акцию, а если нет, то около 1,50 долл., но в любом случае эта компания будет процветать в долгосрочной перспективе. Если же регулирующие органы поставят ограничения на доходы, компания сможет направить наличность на увеличение генерирующих мощностей и наращивать бизнес изнутри. При цене акции около 18 долл., что ниже балансовой стоимости, я видел в этих акциях потенциальный заработок без особого риска для инвестора.

Если вам не нравится компания CMS Energy, то есть варианты: ту же стратегию можно было опробовать на акциях злополучной Public Service Company of New Mexico или Tucson Electric. Можете быть уверены: работники отдела инвестиций этих компаний найдут время, чтобы пообщаться с вами.

Биржевое сокращение	Компания	Цена акции на 13.01.92 (долл.)
CMS	CMS Energy	18,50

## ГЛАВА 17

---

# РАСПРОДАЖА У ДЯДЮШКИ СЭМА

## ALLIED CAPITAL II

Когда дядюшка Сэм или английская королева устраивают распродажи, я всегда стараюсь посещать их. И не столь уж Великая Британия опережает США в организации подобных мероприятий, выставляя на продажу все — от систем водоснабжения до авиалиний; но если наш бюджет останется таким же дефицитным, как сейчас, то вскоре для выплаты процентов по государственному долгу нашей стране придется приватизировать свои национальные парки, Космический центр им. Кеннеди, и даже Розовый сад в Белом доме.

Приватизация — довольно странная идея. Вы берете то, что ранее принадлежало обществу, и затем обществу же и продаете, но это уже будет частная собственность. С практической точки зрения важно знать, что всякий раз, когда американцы или британцы приватизируют госпредприятие через продажу его акций, обычно это может стать удачной сделкой для покупателя.

Не слишком трудно понять причину этого. В демократических странах покупатели приватизированных предприятий — тоже избиратели, и правительству трудно переизбираться, если этому противостоят раздраженные инвесторы, потерявшие деньги на покупке телефонной компании или газораспределительной сети.

Британские политики усвоили этот урок после 1983 года, когда в стране прошла первая волна приватизации и компании Britoil и Amersham International были проданы по завышенной цене, что вызвало всеобщее

разочарование инвесторов после падения цен на акции. С тех пор британское правительство всегда готовило предложения о продаже таким образом, чтобы вероятность потерь для частных инвесторов была минимальной, по крайней мере на начальной стадии.

Так, акции компании British Telecom возросли в цене вдвое всего за один день. Три миллиона британцев «ухватили» эти акции. Не удивительно, что тори смогли сохранить власть. Это приводит нас к 21-му принципу Питера:

### **Что бы королева ни продавала — покупай.**

Несколько лет тому назад официальные лица Великобритании посетили наш офис в здании Fidelity и ознакомили меня с интересным предложением. Вначале они представились: «Лорд такой-то и сэръ такой-то». Лорды выложили гигантский том в жестком переплете, который оказался проспектом группы британских водопроводных предприятий, подлежащих приватизации. Этот проспект выглядел как издание, вышедшее небольшим тиражом для ограниченного круга лиц. На обложке были напечатаны логотипы новых компаний — Northumbrian Water, Severn Trent, Yorkshire Water, Welsh Water PLC и т.д.

И хотя фонд Magellan уже приобщился к разработке «золотого дна» под названием British Telecom (самое крупное в мире публичное размещение акций на 4 млрд долл.), а также участвовал в приватизации British Airways, прибыль, которую принесла эта сделка по водопроводным предприятиям, оказалась для меня неожиданной. Это были монополии, как и любые коммунальные предприятия повсеместно, — а всегда приятно владеть монополией. К тому же британское правительство, прежде чем выпустить предприятия на «волю», погасило многие старые долги.

Эти компании выставлялись на продажу без долгов, а также с дополнительным капиталом, поскольку правительство выделило им «денежное приданое» для хорошего старта. Компании согласились развернуть десятилетнюю программу модернизации систем водоснабжения и часть этих расходов должны были покрыть из «приданого», а остальное намеревались компенсировать за счет роста цен за пользование водопроводом.

Во время беседы в моем офисе эти «водопроводные» лорды сообщили, что счета за водопровод в Англии слишком низки (100 фунтов в год) и что потребители даже не заметят удвоения цен. А если заметят и начнут возмущаться, то им ничего не останется, как прекратить пользоваться водопроводом, что вряд ли произойдет. Спрос на воду в Англии рос на 1% в год.

Эти водопроводные акции можно было купить в рассрочку, так же как автомобиль, стереосистему или ковер. Можно было заплатить 40% сразу, а остальное оплатить двумя взносами: один через 12 месяцев, а другой через 20 месяцев.

Британское правительство, продавая British Telecom, уже предлагало подобный вариант сделки, называемый «акции с частичной оплатой». Когда акции British Telecom вышли на рынок с ценой 30 долл., то покупатели должны были заплатить сразу только 6 долл., а затем, когда цена акций выросла до 36 долл., продавец, заплативший еще 6 долл., мог продать акции и удвоить свои вложения.

Когда мы покупали акции British Telecom, последствия такой схемы с частичной оплатой еще не были мне понятны. Я полагал, что цена акций компании растет слишком быстро, но когда я до конца осознал преимущества этой схемы, безумство покупателей на рынке акций стало объяснимым. Такую же схему сделки предлагали и по водопроводным компаниям.

Кроме преимущества покупки акций в рассрочку, водопроводные компании выплачивали 8%-й дивиденд, причем немедленно. Получается, что за прошедший год вы получаете 8% от полной стоимости акций, за которые выплачено только 40%. Это дает вам 20% прибыли на ваши инвестиции за первые 12 месяцев, даже если цена акции не изменится.

Понятно, что британские водопроводные компании были очень популярны на фондовом рынке. Еще до публичного предложения акций этих предприятий, менеджеры американских фондов и других институциональных инвесторов получили свою долю в распределении акций. Мы решили приобрести для фонда Magellan все, что полагалось нам по квоте, и позже купили дополнительный пакет акций на Лондонской фондовой бирже. Стоимость портфельных инвестиций в коммунальные водопроводные компании удвоилась за три года.

И другие выставленные на продажу британские компании также оказались прибыльными в течение полугода или года после размещения акций на фондовых рынках. Давайте взглянем на воображаемый фонд под условным названием «Дешевая распродажа от британской королевы». Любой американский инвестор мог составить портфель инвестиций из акций, которые приведены в табл. 17-1, и получить данный результат.

Каждый раз, когда приватизировалась телефонная компания, причем в любой стране — на Филиппинах, в Мексике или Испании, акционеры смогли пожать плоды редкостной удачи, какая случается раз в жизни. В любой стране политики склонны поддерживать модернизацию телефонной службы, а в развивающихся странах отмечается такой «голод» на телефонную связь, что эти компании показывают ежегодный прирост на 20–30%. Что характеризует такие компании: темп роста, свойственный малой быстрорастущей

компании; размер и стабильность, свойственные «голубым фишкам», и гарантированный успех, свойственный монополии. Если вам не удалось купить акции AT&T в 1910 году, вы могли повторить этот же успех с испанскими и мексиканскими телефонными компаниями в конце 1980-х.

Акционеры фонда Magellan хорошо заработали на мексиканских телефонных компаниях. И нет нужды лично посещать мексиканскую телефонную компанию, чтобы увидеть, что это — золотое дно.

Таблица 17-1. Фонд «Дешевая распродажа от британской королевы»

Компания	Дата выпуска акций	% рост за год
British Airways	2/81	103,0
British Gas	12/86	194,0
British Steel	12/88	116,0
British Telecom	11/84	200,0
Northumbrian Water	12/89	75,9
Severn Trent	12/89	54,6
Welsh Water	12/89	76,9
Yorkshire Water	12/89	74,4

Источник: DataStream

Основано на ценах акций, котируемых на американском рынке.

Страна понимала, что необходимо совершенствовать телефонные услуги, прежде чем ставить задачу развития остальных секторов экономики. Телефоны так же важны, как и дороги. Страна понимала, что без телефонной компании с высокой капитализацией и хорошим менеджментом не будет хорошей телефонной системы и она не сможет привлечь капитал, если не соблазнит держателей акций хорошей прибылью.

Вот еще один виртуальный портфель инвестиций:

Таблица 17-2. Телефонные компании стран с развивающейся экономикой

Компания	% рост	Период
Compañía de Teléfonos de Chile	210,0	7/90–9/92
Teléfonos de México	774,8	9/90–9/92
Hong Kong Telecommunications Ltd.	72,3	12/88–9/92
Telefónica de España	100,0	6/87–9/92
Philippine Long Distance	565,0	1/90–9/92

Основано на ценах акций, котируемых на американском рынке.

К 1990 году мировой объем продаж приватизированных компаний достиг 200 млрд долл. и обещает расти еще. Франция продала электрические компании и поезда, в Шотландии были проданы гидроэлектростанции, в Испании и Аргентине дробятся национальные нефтяные компании, а в Мексике продают авиалинии. Возможно, когда-нибудь Британия продаст свои железные дороги и порты, Япония — скоростные поезда, Корея — государственные банки, Таиланд — авиалинии, Греция — цементные компании, а Португалия — телефонные.

В США никогда не было такой масштабной приватизации, как за рубежом, поскольку здесь мало что можно приватизировать. Наши нефтяные, телефонные и электрические компании были частными с самого начала. Самой крупной сделкой такого рода была продажа Conrail (Consolidated Rail Corporation), которая была собрана из остатков Penn Central и пяти других убыточных железнодорожных линий на северо-востоке страны. Много лет государственная компания Conrail работала с убытком, пока администрация Рейгана не решила, что передача Conrail в частые руки будет единственным способом остановить поток государственных дотаций, сумма которых на тот момент превысила 7 млрд долл.

Некоторые представители политических кругов хотели продать Conrail какой-нибудь действующей железной дороге, и самым подходящим покупателем могла стать Norfolk Southern. Но после длительной борьбы в Конгрессе был утвержден план публичной продажи этой компании. В марте 1987 Conrail стал самым крупным в истории США публичным предложением акций — в 1,6 млрд долл. Правительство потратило огромные суммы, сделав большие финансовые вливания в ремонт путей и оборудования. Начальная цена была 10 долл. за акцию, а сегодня, когда пишутся эти строки, акция стоит уже 46 долл.

На заседании, которым отмечали окончание приватизации Conrail, президент Рейган пошутил: «ОК, а когда же мы начнем продавать TVA?» Конечно, пока не было серьезных попыток приватизировать Tennessee Valley Authority (TVA), но если это все же произойдет, я буду первым в очереди за проспектом этой компании. Ведь мне уже приходилось стоять в очереди за проспектами, когда шел разговор о приватизации Amtrak, а также о продаже госрезервов нефтепродуктов в Калифорнии и Вайоминге. Однажды мы можем услышать о продаже Национальной галереи, президентского Военно-морского оркестра или Ниагарского водопада.

Так получилось, что когда я высматривал подходящие акции для пополнения списка рекомендуемых компаний на страницах *Barron's*, не было никаких интересных сделок по приватизации. Лишь ранее приватизированные компании, вроде мексиканской телефонной компании



(ранее Tасо Bell) и испанской телефонной компании (Flamenco Bell), продемонстрировали хороший годовой прирост цен акций, который, по всей видимости, должен был продолжиться. Означает ли это, что в 1992 году инвестор уже не сможет получить хорошие прибыли на государственной «дармовщине»? Конечно, нет (по крайней мере, пока у нас есть Resolution Trust Corporation).

Мы уже обсуждали, как можно заработать на проблемах ссудо-сберегательных ассоциаций (ССА). Надо покупать долю в финансово здоровой ассоциации, которая скупила отделения и депозиты своих «почивших в бозе» братьев по бизнесу. Другой способ — покупка акций в компании под названием Allied Capital II.

Allied Capital — это одна из немногих компаний венчурного капитала, акции которой продаются на рынке. Она занимается тем, что выдает займы, в основном малым компаниям, и за это получает довольно высокий процент, а кроме того, получает выплаты по договору сверх фиксированного процента (в виде опциона на акции, варранта и т.д.), что дает компании Allied определенную долю в прибыли, если развитие этого предприятия будет успешным. Эта стратегия оказалась очень плодотворной: те, кто вложил в Allied Capital I по 10 тыс. долл., когда ее акции появились на рынке в 1960 году, сегодня имеют сбережения в 1,5 млн долл.

Один из осязаемых результатов стартового вложения капитала в Allied Capital — это очиститель воздуха, который установлен в спальне нашего дома в Марблхед. Этот удивительный прибор так хорошо удаляет из воздуха всю грязь, что по качеству воздуха наша спальня сравнима только с генетической лабораторией. Я также подарил эти устройства своей теще и секретарю, чтобы они тоже могли жить в атмосфере без пыли. Эта машинка изготовлена высокотехнологичной компанией Envirocare, в которую Allied Capital инвестировала капитал помимо выданного займа.

Недавно учредители из Allied Capital решили повторить свой успех на бис. Они создали второй объединенный фонд (92 млн долл.) через продажу акций Allied Capital II, которые доступны на внебиржевом рынке. Основная идея была та же, что и для первого варианта Allied. Теперь компания берет займы деньги, обеспеченные своим фондом (то есть 92 млн долл.), чтобы заполучить еще 92 млн долл. Получается денежный пул объемом в 184 млн долл. Она использует эти 184 млн на покупку займов, по которым выплачивается, скажем, 10%.

Если для Allied II стоимость собственных займов составляет, например, 8%, и она приобретает портфель займов, по которым ставка составляет 10%, это хороший навар для пайщиков, а к тому же она иногда получает еще и дополнительные выплаты, как это описывалось выше. У компании мало сотрудников и ее расходы низки.

Ключ к успеху компании Allied состоял в способности менеджмента вернуть вложенные деньги. В отличие от банкиров, кредиторы из Allied были весьма разборчивы в том, кому ссужать деньги, и очень сдержанны при предоставлении займов. Я слышал, что Allied Capital II использовала часть своих денег, чтобы выкупить займы у Resolution Trust Corporation.

Принято считать, что Resolution Trust Corporation торгует жилыми домами, позолоченными сертификатами, дорогими безделушками, корпоративными самолетами, на которых прежде летали владельцы обанкротившихся ссудо-сберегательных ассоциаций. Но RTC также торгует займами, которые были взяты нерасчетливыми клиентами. Среди них есть низкосортные займы из портфелей этих кредитных ассоциаций, но есть и хорошие займы, за которыми стоят заемщики с хорошей репутацией и приличным обеспечением.

Инвестиционные компании на Уолл-стрит и крупные банки приобрели много таких займов в многомиллионной категории, но оказалось, что RTC трудно работать с займами на 1 млн долл. или меньше. И вот здесь Allied Capital II решила принять участие в этом аукционе.

Я позвонил в эту компанию, чтобы убедиться, что управляет делами в Allied Capital II та же команда, которая привела к успеху первую Allied Capital. Так и оказалось. Акции компании Allied II продавались по 19 долл. с 6%-ми дивидендами. Казалось, что инвестиции в Allied II окажутся легким способом обратить крах кредитных ассоциаций в нечто более привлекательное. А для нас это шанс получить обратно часть своих налогов, которые правительство потратило на срочное спасение этих ссудо-сберегательных ассоциаций.

Биржевое сокращение	Компания	Цена акции на 13.01.92 (долл.)
ALLII	Allied Capital Corporation II	19,00

# МОЙ ДНЕВНИК О FANNIE MAE

Начиная с 1986 года я постоянно рекомендовал компанию Fannie Mae на встречах в *Barron's*. Это становилось слишком скучным. Я расхваливал компанию в 1986 году как «самый лучший бизнес в Америке», рассказывая, что на Fannie Mae работают вчетверо меньше сотрудников, чем в Fidelity, а прибыли в 10 раз выше. В 1987 году я отозвался о ней, как «о лучшем варианте для займов и сбережений». А в 1988 году я писал, что это «гораздо более успешная компания, чем год назад, и акции ее на 8 пунктов недооценены». И когда в 1989 году Алан Абельсон спросил меня: «Какие ваши самые любимые акции?», я ответил: «Акции компании, о которой вы уже слышали, — Федеральная национальная ипотечная ассоциация»\*.

Неудивительно, что снимок штаб-квартиры Fannie Mae стоит рядом с семейными фото на полке в моем офисе. Мысли об этом месте согревают мне душу. Эти акции настолько хороши, что они просто обязаны остаться непреложным символом.

За три последних года моей работы в Magellan, акции Fannie Mae составляли самую крупную часть активов нашего фонда — полмиллиарда долларов. Остальные фонды Fidelity также скупили Fannie Mae. Работая с акциями и варрантами (опционы на покупку акций в будущем по определенной цене), Fidelity и ее клиенты сделали на Fannie Mae прибыль в более чем 1 млрд долл. за 1980-е годы.

Я подал этот результат в *Книгу рекордов Гиннеса*: это факт о самой большой прибыли за всю историю финансов, полученной одной группой взаимных фондов на акциях одной компании.

Была ли Fannie Mae явным победителем? Оглядываясь в прошлое — да, но компания не уговаривает вас покупать ее акции. Всегда есть повод

---

\* Название Федеральной национальной ипотечной ассоциации США — U.S. Federal National Mortgage Association — практически повторяет официальное название Fannie Mae. — Прим. перев.

для беспокойства. Всегда найдутся уважаемые инвесторы, которые скажут, что вы не правы. А вы должны знать предмет лучше их и быть твердым в исполнении решений.

Чтобы акции росли лучше, чем ожидалось, компания должна быть значительно недооценена. В противном случае, они с самого начала будут продаваться по более высокой цене. И когда общее мнение, в отличие от вашего, негативное, вам следует проверять и перепроверять факты, чтобы убедиться, что ваш оптимизм оправдан.

Факты меняются в лучшую или худшую сторону, и необходимо отслеживать эти изменения и действовать в соответствии с ними. В случае Fannie Mae финансисты с Уолл-стрит проигнорировали эти изменения. Прежняя Fannie Mae оставила столь сильное впечатление, что трудно было увидеть новую компанию, стремительно возникшую на месте старой. Я увидел это, но тоже не сразу. Но даже этого «не сразу» хватило на то, чтобы сделать шестикратную прибыль на инвестициях в 200 млн долл. Вот мой дневник, описывающий бизнес с Fannie Mae.

## 1977

Я впервые приобрел для фонда эти пятидолларовые акции. Что я знал о компании? Она была основана в 1938 году как государственное предприятие и приватизирована в 1960-х годах. Миссией компании было обеспечить ликвидность ипотечного рынка, что достигалось покупкой закладных у банков и ссудо-сберегательных ассоциаций. Девизом фонда было «Занимать на короткий срок и ссужать на долгий срок». Fannie Mae занимала деньги по низким ставкам, на эти деньги покупала долгосрочные закладные, которые давали высокие фиксированные проценты, и зарабатывала на этой разнице.

Стратегия работала, когда ставка процента снижалась. За это время Fannie Mae заработала много денег, поскольку проценты по займу падали, а доходы из портфеля закладных с постоянным процентом оставались неизменными. Когда ставка процента пошла вверх, стоимость займа увеличилась, и Fannie Mae потеряла много денег.

Я продал эти акции с небольшой прибылью через несколько месяцев после покупки. Причина была в том, что ставка процента росла.

## 1981

У компании Fannie Mae есть нечто общее с героиней фильма *The Perils of Pauline*: она тоже пытается предотвратить последний удар судьбы. Все

долгосрочные закладные, которые были куплены в середине 70-х, приносили от 8% до 10%. В то же время краткосрочные ставки процента взлетели до 18–20%. Далеко не уедешь, если занимать под 18%, а получать 9%. Инвесторы знали об этом, и поэтому акция, которая продавалась за 9 долл. в 1974 году, упала до самого низкого значения — 2 долл.

Это был один из тех периодов, когда какой-нибудь домовладелец мог сказать: «Мой дом хорош, но моя закладная просто прекрасна». И пусть из окна дома был вид на гору шлака — люди не хотели менять место жительства. Они оставались там ради прекрасных условий ипотеки. Это было плохо для банков и ужасно для Fannie Mae. Ходили слухи, что компания может вылететь из этого бизнеса.

## 1982

Незаметно для меня в руководстве Fannie Mae назревали существенные перемены. Некоторые заметили это. Аналитик Элиот Шнейдер из Gruntal & Co., который внимательнее всех следит за Fannie, предсказывал своим клиентам: «Компания Fannie Mae станет той девушкой, которую нестыдно привести в дом матери».

Компания, которая в глазах публики была игроком на ставке процента, терявшим миллионы в один год и приобретавшим в другой, решила перестроиться. С этой целью пригласили некоего Дэвида Максвелла. Он был юристом и бывшим страховым агентом из штата Пенсильвания, где учредил свою фирму по страхованию закладных, которая принесла ему успех. Максвелл знал этот вид бизнеса.

Максвелл решил покончить с огромными колебаниями в показателях работы Fannie Mae. Он хотел превратить компанию в стабильное, зрелое предприятие с надежными доходами. Он решил добиться этого двумя способами: 1) положить конец принципу «краткосрочные займы — долгосрочные кредиты» и 2) действовать по стратегии Freddie Mac.

Компания Freddie Mac, или на официальном языке Federal Home Loan Mortgage Corporation, тоже была учреждена федеральным правительством. Ее миссией было покупать закладные только у ссудо-сберегательных ассоциаций. В 1970 году Freddie Mac выпустила свои акции на публичный рынок. Кроме покупки и распоряжения закладными, компания Freddie Mac решила воспользоваться новомодной идеей ипотечных пакетов.

Идея была проста: купить несколько закладных, соединить их в один пакет и продать продукт банкам, ссудо-сберегательным ассоциациям, страховым компаниям, колледжам или благотворительным фондам.

Компания Fannie Mae взяла на вооружение эту идею Freddie Mac и в 1982 году начала работать с ипотечными пакетами. Представим, что у вас есть закладная на дом, оформленная в банке X. Банк X продаст вашу закладную компании Fannie Mae. Тогда Fannie Mae присоединит ее к другим закладным, чтобы создать «ипотечную ценную бумагу». Затем эту ценную бумагу можно продать кому угодно, даже банкам, которые выдавали эти закладные.

Компания Fannie Mae получала хорошее вознаграждение за эту работу, а продавая закладные из своего портфеля, она переключала риск по ставке процента на новых покупателей.

Услуги по созданию пакетов были популярны в банковских кругах. Прежде чем появились ипотечные ценные бумаги, у банков и ссудо-сберегательных ассоциаций было множество небольших закладных. Поэтому сложно было проследить за отдельной закладной и продать ее сразу. А теперь банки могли продать Fannie Mae эти небольшие закладные и на выручку создать новые закладные, так чтобы их деньги не были связаны. Если банки все же хотели владеть закладными, они могли купить ипотечные ценные бумаги у той же Fannie Mae.

Вскоре появился рынок этих ценных бумаг, и ими можно было торговать непрерывно, также как акциями или облигациями либо водкой в Москве. Сначала в пакетах было по тысяче закладных, но потом счет пошел на миллионы. Этому небольшому изобретению, если можно так сказать, было предназначено развиваться в целый финансовый бизнес с ежегодным оборотом в 300 млрд долл., превышающим оборот таких отраслей, как «большая сталь», «большой уголь» или «большая нефть».

Но тогда, в 1982, я видел в Fannie Mae только игрока на ставке процента. И поскольку ставка падала, я купил ее акции во второй раз. И в заметках, которые я сделал после звонка в компанию 23 ноября 1982 года, записано: «...думаю, они смогут достичь уровня 5 долл. за акцию». В свойственной Fannie Mae манере ее акции взлетели с 2 долл. до 9. Так часто случается с циклическими акциями: компания теряет деньги в 1982 году, а цена акций увеличивается вчетверо, поскольку инвесторы предвидят наступление «золотого века» компании.

## 1983

Когда я позвонил в Fannie Mae в феврале, ежемесячные доходы компании от новых ипотечных ценных бумаг составляли уже около 1 млрд долл. Мне пришло в голову, что Fannie Mae похожа на банк, но имеет и некоторые

преимущества перед банками. У последних накладные расходы составляют 2–3%. Fannie Mae могла покрыть свои накладные расходы за 0,2%. Ей не надо запускать рекламный дирижабль, раздавать призовые тостеры или же платить Филу Риццо за телевизионную рекламу этих ипотечных ценных бумаг. Численность персонала компании составляла 1300 человек, они работали в четырех офисах в четырех разных городах страны. У Bank of America по стране столько же отделений, сколько работников в компании Fannie Mae.

Благодаря своему статусу квазиправительственного агентства, Fannie Mae могла получать более дешевые займы — дешевле, чем любой банк, чем IBM, General Motors или тысячи других компаний. К примеру, она могла занять деньги на 15 лет под 8%, приобрести на них 15-летнюю закладную, дающую 9% годовых, и получать прибыль благодаря этой 1%-й разнице между ставками.

Никакой банк, ссудо-сберегательная ассоциация или иная финансовая корпорация Америки не имели возможности получать прибыль от разницы ставок в 1%. Это совсем не впечатляет, но 1% от займов на сумму 100 млрд долл. составит 1 млрд долл.

Fannie Mae начала понемногу сокращать портфель долгосрочных закладных, который был создан в середине 1970-х годов по невыгодным ставкам и камнем висел на шее компании. Происходило это постепенно. Сроки закладных кончались, и Fannie Mae заменяла их закладными, по которым выплачивался более высокий процент. В финансовом балансе компании таких закладных (в среднем под 9,24%) было на 60 млрд долл., тогда как средняя стоимость ее долговых обязательств составила 11,87%.

Эта компания привлекла внимание Томаса Хирнса из Merrill Lynch, Марка Алперта из Bear Stearns и Томаса Клингенштейна из Wertheim. Многие аналитики хорошо отзывались о компании. Они предрекали, что дальнейшее снижение ставки процента вызовет, по выражению одного эксперта, «взрыв доходов».

И в 1983 году, после восьми убыточных кварталов подряд, Fannie Mae действительно заявила о прибыли. Цены на акции стремительно взлетели.

## 1984

Моя привязанность к этим акциям материализовалась в жалкие 0,1% от общих активов фонда Magellan. Но даже небольшие приобретения по этой позиции заставляли меня отслеживать дела компании. К концу года я

резко поднял долю этой позиции в портфеле фонда до 0,37%. Акции снова упали в стоимости более чем наполовину — с 9 долл. до 4, как это было свойственно и прежде компании Fannie Mae: ставки процента выросли, и доходы упали. Но выигрыш компании на ипотечных ценных бумагах все еще был отягощен тем самым «камнем». Чтобы в будущем избежать такого затруднительного положения, Fannie Mae стала связывать свои займы с кредитами. Вместо того чтобы брать краткосрочные ссуды по низким ставкам процента, компания стала предлагать 3-, 5- и 10-летние облигации по более высокой ставке. Это, конечно, увеличило для Fannie Mae стоимость пользования деньгами и уменьшило доходность в краткосрочном плане. Но зато в долгосрочном периоде компания перестала зависеть от колебаний ставки процента, которых она ранее опасалась.

Тут я начал понимать, насколько все это перспективно. Ипотечные ценные бумаги могли стать огромным бизнесом: Fannie Mae в этом году составила ипотечных пакетов на 23 млрд долл., удвоив показатель 1983–84 годов. От обременительного «камня» отламывались уже большие куски. Менеджмент стал говорить о «старом портфеле» и «новом портфеле». Компания осуществляла два различных вида деятельности: составление и продажа пакетов из закладных, а также выдача и владение закладными.

Однако появились новые опасения, и причиной была не ставка процента, а события в Техасе. Ссудо-сберегательные ассоциации этого штата ввязались в рискованные операции нефтяного сектора. И в связи с общим кризисом в нефтяном бизнесе и секторе недвижимости, люди не смогли выплатить закладные даже с 5%-й скидкой. Они просто оставляли ключи в дверях заложенного дома и уходили — подальше от этих домов и невыкупленных закладных. Многие из этих закладных принадлежали компании Fannie Mae.

В мае того года я отправился в Вашингтон и поговорил с Дэвидом Максвеллом. Из ипотечного бизнеса выпало несколько серьезных конкурентов. И когда продажей-покупкой закладных занимается меньше конкурирующих компаний, торговая надбавка на займы становится выше. Это должно подстегнуть доходы Fannie Mae.

Успехи Fannie Mae произвели на меня впечатление. Я купил еще акций, и они стали составлять 2% от наших активов; теперь эта позиция вошла в десятку самых крупных моих приобретений.

Начиная с июля я регулярно звонил Полу Пэквину из отдела работы с инвесторами, интересуясь последними данными. Если посмотреть на телефонные счета моего офиса в том месяце, то чаще всего там фигурировали номера телефонов компании Fannie Mae и моего дома в Марблхед.



При работе с рискованными, но перспективными акциями возникает главный вопрос: если все идет нормально, сколько можно на них заработать? Я рассчитал: если Fannie Mae будет оплачивать накладные расходы из доходов от работы с ипотечными ценными бумагами, а потом получит 1% на свой 100-миллиардный портфель, то доход составит 7 долл. на акцию. В ценах 1985 года отношение P/E составляло около 1. Если компания способна обеспечить годовой доход на акцию, равный ее номинальной цене, то речь идет об очень выгодной сделке.

Вначале после каждого контакта с руководством Fannie Mae мне приходилось писать много записок, но теперь я узнал компанию настолько хорошо, что мог отразить все последние изменения на одном листке бумаги.

Акции Fannie Mae снизились на 87 центов в 1984 году, но возросли на 52 цента в 1985 году. Цена акции выросла с 4 до 9 долл.

## 1986

Я немного сдал позиции. Теперь только 1,8% активов фонда было инвестировано в Fannie Mae. Уолл-стрит все еще беспокоили дела в Техасе и дома, брошенные заемщиками. Мои записки от 19 мая отражают более важный шаг: Fannie Mae избавилась от неудачных ссуд на 10 млрд долл., и их осталось только на 30 млрд долл. Тогда я впервые сказал себе: «Эти акции теперь основаны только на ипотечных ценных бумагах!»

И вот открыта еще одна карта: Fannie Mae ужесточила стандарты на приобретение ипотеки, что оказалось очень удачным ходом, поскольку эта мера могла защитить Fannie Mae во время очередного спада. Пока такие банки, как Citicorp, старались облегчить доступ на получение закладных (предлагая облегченные варианты — закладная без документов, закладная с минимумом документов), компания Fannie Mae стремилась сделать их менее доступными. Fannie Mae не хотела повторить ошибку, совершенную в Техасе. Кроме того, в этом штате она предлагала ипотеку по принципу «не для испаноговорящих».

Это наносило урон репутации Fannie Mae, несмотря на замечательный бизнес с ипотечными ценными бумагами. Можно быть уверенным, что этот бизнес будет расти, поскольку рефинансирование превращалось в национальное хобби. Даже если не продавались новые дома, ипотечный бизнес мог работать. Прежние домовладельцы покидали старые дома, новые хозяева покупали эти старые дома, и потому оформлялись новые закладные. Многие из этих закладных попадали в пакеты, составляемые Fannie Mae, и компания зарабатывала на этом.

Компания перестроилась и была близка к периоду бурного роста, который еще в 1983 году предсказывал Томас Клингенштейн, хотя большинство экспертов были настроены скептически. Montgomery Securities говорила своим клиентам, что «Fannie Mae переоценена относительно средних темпов роста». А был ли средний темп роста? «Последнее существенное падение нефтяных цен, — продолжали эксперты из Montgomery, — может оказать негативное влияние на принадлежащие компании ипотечные кредиты в юго-западных штатах на сумму 18,5 млрд долл.»

А компания Fannie Mae продолжала избавляться от своего «груза». Она продала еще 10 млрд долл. своих прежних закладных с процентами, невыгодными для компании.

За последние пять месяцев 1986 года акции компании выросли с 8 долл. до 12. Доходность на акцию в этом году составила 1,44 долл.

## 1987

В течение этого года Magellan поддерживал свои инвестиции в Fannie Mae на уровне от 2 до 2,3% активов. Цена акций Fannie Mae колебалась от 12 до 16 долл. Затем цена снова упала во время Большой коррекции в октябре 1987 года. Эксперты-наблюдатели были сбиты с толку.

Я немного забегаю вперед. В феврале я устроил телеконференцию с четырьмя управленцами из Fannie Mae. Из разговора я понял, что в Техасе многие домовладельцы потеряли права на закладную, оформленную у Fannie Mae. В связи с дефолтами компании пришлось вернуть себе так много недвижимости, что Fannie Mae стала самым крупным владельцем недвижимости в Техасе.

В одном только Хьюстоне, для того чтобы избавиться от этих домов, работало 38 сотрудников Fannie Mae. Компания могла потерять миллионы на отзыве закладных, а также потратить дополнительные миллионы на стрижку газонов и покраску веранд, дабы поддержать товарный вид покинутых домов, пока на них не найдется покупатель. А в то время покупателей было мало.

На Аляске ситуация на рынке недвижимости тоже ухудшалась. К счастью для Fannie Mae, рынок жилья на Аляске довольно небольшой.

Но в моих глазах все это было несопоставимо с удивительным успехом компании в области торговли ипотечными ценными бумагами: только в этом году она создала ипотечных пакетов на 100 млрд долл. Кроме того, компания решила проблему с колебаниями стоимости акций. Эти акции перестали быть цикличными. Fannie Mae стала напоминать корпорации Bristol-Myers или General Electric — предприятия со стабильным ростом

и предсказуемыми доходами. Но она росла гораздо быстрее, чем Bristol Myers, и доход на акции увеличился с 83 центов до 1,55 долл.

Я снова позвонил в компанию и переговорил с генеральным директором Дэвидом Максвеллом, причем наш разговор состоялся за день до Большой коррекции, то есть 13 октября. Он сказал интересную вещь, которая подтвердила мои предположения: если ставки вырастут на 3%, доходность акций Fannie Mae снизится только на 50 центов. Даже трудно представить, что такой устойчивостью мог похвастаться «старый» вариант ассоциации Fannie Mae. Это был некий водораздел: компания послала нам сигнал о завершении своей перестройки.

Как и все остальные акции, акции Fannie Mae сильно упали 19 октября. Инвесторы были в панике, и комментаторы предсказывали наступление конца света. Мне понравился тот факт, что, хотя статистика по лишению залоговых продолжала расти, статистика по 90-дневным неоплаченным счетам ухудшилась. Поскольку задержка в оплате счетов по залоговым предшествует лишению выкупа залоговых, показатели по задержке в оплате счетов доказывали, что самое худшее уже позади.

Я напомнил себе, что следует приобретать акции только перспективных компаний. По моему убеждению, Fannie Mae была перспективной компанией — что же плохого могло с ней произойти? Рецессия сменится депрессией? В этой ситуации ставки процента упадут, и Fannie Mae выиграет от рефинансирования своих обязательств по краткосрочным ставкам. И пока люди платят по своим залоговым, Fannie Mae останется в самом прибыльном бизнесе на этой планете.

Даже если будет приближаться конец света и люди перестанут платить по залоговым, Fannie Mae будет терять деньги, как и вся банковская система и все другие системы, но это произойдет не за один день. Последнее, что оставляют люди (кроме, разве что, жителей Хьюстона), — это свои дома. Трудно даже представить себе нечто лучшее, куда можно было бы инвестировать деньги на закате цивилизации, чем акции Fannie Mae.

Люди из Fannie Mae, видимо, были согласны со мной. После Большой коррекции компания объявила о том, что она выкупает 5 млн собственных акций.

## 1988

Покупки бывают разными. Есть покупка «что бы еще прикупить», бывает покупка «может, из этого что-нибудь получится» или «купить сейчас и продать позже». Есть покупка «надо купить для своей тещи» или «обязательно купить для тещи и для всех тетушек, дядюшек, двоюродных

братьев и сестер». Есть вариант «продай свой дом и вложи все полученные деньги». Есть покупка «продай дом, катер, автомобили и гриль и вложи все деньги в эту покупку». Встречается также покупка «продай дом, катер, автомобили и гриль и уговори своих родственников — тещу, тетюшек, дядюшек, двоюродных братьев и сестер — поступить таким же образом». Именно таким товаром стали акции Fannie Mae.

В течение 1988 года я поднял эту позицию в активах Magellan до 3%. Теперь доход на акцию поднялся с 1,55 долл. до 2,14 долл. Шестьдесят процентов портфеля закладных компании соответствовали новым, более жестким стандартам.

Статистика Fannie Mae по потере права выкупа закладной впервые снизилась с 1984 года.

Кроме того, правительство ввело новые бухгалтерские нормы для ипотечного бизнеса. До этого комиссионные за право получить кредит оформлялись как доход компании сразу при получении этих выплат. Но компания могла получить от клиентов 100 млн долл. за один квартал и 10 млн долл. за другой. Такая бухгалтерская система вызывала серьезные флуктуации в квартальных доходах Fannie Mae. И случалось так, что финансовый отчет Fannie Mae за «плохой» квартал пугал инвесторов и заставлял их продавать акции. По новым правилам, эти комиссионные раскладывались на все время ипотечного займа.

## 1989

Я заметил, что великий инвестор Уоррен Баффет скупил 2,2 млн акций Fannie Mae. Я несколько раз вел переговоры с компанией. В июле компания добилась улучшения в ранее бездействующих активах. В Колорадо были случаи дефолта, зато в Техасе страсти по поводу закладных понемногу утихли. Чудо из чудес: в Хьюстоне цены на дома начали подниматься.

Из публикаций National Delinquency Survey, моего регулярного чтения перед сном, я узнал, что трехмесячный показатель неплатежей снова снизился с 1,1% в 1988 году до 0,6% в 1989. Я также проверил статистику по разделу «средняя цена дома», чтобы быть уверенным в устойчивости цен на недвижимость. Оказалось, что цены растут, как обычно.

В этот год я загрузился по полной. «Загрузиться по полной» на языке Уолл-стрит означает купить так много акций, насколько возможно. Сейчас уже 4% активов Magellan было инвестировано в Fannie Mae, а к концу года я достиг предела в 5%. За весь период это была моя самая крупная позиция по Fannie Mae.

Fannie Mae уже формировала ипотечные ценные бумаги на сумму 225 млрд долл., и сейчас она зарабатывала 400 млрд долл. в год на создании пакетов закладных, причем этот бизнес вообще не существовал до 1981 года. Теперь уже одиночные закладные были не интересны для ссудо-сберегательных ассоциаций. Они отправляли все свои закладные в Freddie Mac или Fannie Mae.

В конце концов все на Уолл-стрит осознали, что Fannie Mae может продолжать свой рост с темпом в 15–20%. Цена акции выросла с 16 до 42 долл., то есть произошел годовой прирост в 2,5 раза. И как это часто бывает на рынке акций, несколько лет терпения вознаграждаются за один год.

Даже при этой высокой цене акции Fannie Mae остались недооцененными при коэффициенте P/E, равном 10. В декабре в *Barron's* появилась негативная статья о рынке недвижимости под названием «Крушение замков». Подзаголовок статьи гласил: «Спад на рынке недвижимости приносит ужасные последствия». На иллюстрации был показан двухэтажный дом с красноречивым объявлением перед ним: «Дом в аренду, на продажу и как угодно!» Если бы не постоянные опасения на рынке по поводу падения цен на дома, цена акций Fannie Mae могла бы вырасти до 100 долл.

## 1990

Я пытался удержаться в рамках 5%-го лимита, разрешенного фондам по правилам Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC). Но цены акций Fannie Mae выросли настолько, что стали составлять уже 6% фонда. Однако пока все было нормально, поскольку мы превысили предписанный максимум из-за текущего роста цен, а не потому, что фонд купил дополнительный пакет акций.

На протяжении лета и осени я с удивлением наблюдал еженедельное снижение цены акций, сопровождавшееся беспокойством в инвестиционном сообществе, хотя дела компании шли хорошо. Саддам Хусейн напал на Кувейт, а мы напали на Саддама. Людей тогда беспокоило, что война в Персидском заливе вызовет всеобщую депрессию в продаже недвижимости — новый, более глобальный вариант тexasской беды. Сотни тысяч людей могли покинуть невыкупленные дома и отослать ключи от домов ассоциации Fannie Mae. Тогда Fannie Mae станет крупнейшим национальным домовладельцем, который вынужден будет тратить миллиарды долларов на покраску домов, таблички о продаже и счета юристам.

За долгие годы моей работы я часто был свидетелем того, как компании терпели убытки на бирже без особых на то оснований, но в данном случае

Fannie Mae заслуживала этого менее всего. Проблемы с просроченными залоговыми для Fannie Mae были ничтожны, но все же компания пострадала от опасений инвесторов, которые усматривали связь с другим случаем. В ноябре 1990 года *The Wall Street Journal* опубликовала статью под заголовком «Плач кредиторов из Citicorp», в которой сообщалось, что процент просроченных залоговых у этого банка вырос с 2,4% до 3,5%. И хотя это не имело никакого отношения к Fannie Mae, в этой тревожной атмосфере цена на ее акции (а также на многие ценные бумаги, связанные с ипотекой) стала падать.

Мне жаль тех держателей акций, которые наблюдали общую картину рынка, вместо того чтобы обратить внимание на конкретные факты; они стали продавать свои акции Fannie Mae из-за ожидаемой депрессии на рынке недвижимости. За исключением сектора шикарных особняков, в сфере жилищного строительства кризиса не было. Национальная ассоциация риэлторов регулярно публиковала свои отчеты, согласно которым в 1990 и 1991 годах средняя стоимость дома только возросла.

Если вы следили за этими событиями, то, наверное, знаете, что Fannie Mae не оформила ни одной залоговой на дорогие дома с ценой более 202 тыс. долл., то есть компания ушла с этого сектора рынка. Средняя залоговая на дом составляла 90 тыс. долл. Вы помните также, что компания ужесточила стандарты выдачи займа залоговой и более не выдавала займов с 5%-й скидкой, как это было в Техасе, а бизнес с ипотечными ценными бумагами развивался семимильными шагами.

Акции Fannie Mae упали с 42 до 24 долл. на фоне войны с Саддамом, а потом резко выросли до 38 долл.

## 1991

Я покинул Magellan. Теперь мой преемник Моррис Смит вел учет акций Fannie Mae, и эти акции по-прежнему занимали главное место в портфеле Magellan. Цена акции выросла с 38 долл. до 60. У компании была рекордная прибыль в 1,1 млрд долл.

## 1992

В течение шести лет я неизменно рекомендовал акции Fannie Mae со страниц *Barron's*. Акции продавались по 69 долл. при доходности 6 долл., что

дает нам коэффициент P/E около 11. Это очень хорошее значение для рынка, на котором средний коэффициент равен 23.

И вновь появились положительные сообщения о компании. Fannie Mae уменьшила риск по ставке процента, выпустив отзывные облигации. Fannie Mae имела право выкупить назад свои облигации, если такое действие было выгодно для компании, особенно когда ставка процента падала и становились доступными более дешевые займы.

Конечно, в краткосрочном плане такие отзывные облигации обходятся компании несколько дороже, поскольку заемщиков по таким бумагам можно было привлечь только более высоким процентом по займу. Но в долгосрочном плане это было способом подстраховаться на случай изменения ставки процента.

Компания Fannie Mae сохранила рост на уровне 12–15% и остается недооцененной, как и на протяжении последних восьми лет. Есть в этом мире нечто неизменное.

Биржевое сокращение	Компания	Цена акции на 13.01.92 (долл.)
FNM	Federal National Mortgage Association	68,75

# СОКРОВИЩЕ НА ЗАДНЕМ ДВОРЕ

## **ВЗАИМНЫЕ ФОНДЫ ПОД УПРАВЛЕНИЕМ COLONIAL GROUP**

В течение нескольких лет я упускал из виду одни из самых прибыльных групп на Уолл-стрит, а именно взаимные фонды. Подобно менеджеру супермаркета, который не воспользовался возможностью купить продукцию фирмы Gap, когда продажи проходили прямо у него под носом, я упустил случай купить долю в Dreyfus, Franklin Resources, Colonial Group, T. Rowe Price, State Street Bank, Alliance Capital Management и Eaton Vance. Сам не знаю почему. Видимо, я не сумел разглядеть за деревьями леса. Единственное, что я купил, была доля в United Asset Management — компании с 30–40 менеджерами по контракту, которые работали временами и на другие организации.

Эти компании (так называемые прямые взаимные фонды, в отличие, скажем, от Putnam, дочерней компании Marsh-McLennan, или же Kemper, которая действует на рынке взаимных фондов) в основном занимаются страхованием. У этих компаний все было хорошо и в 1988 и 1989 годах, когда опасения о крушении взаимных фондов после окончания Большой коррекции биржевых индексов в 1987 году оказались преувеличенными.

В результате этой Коррекции у меня появился шанс купить доли в упомянутых взаимных фондах, причем по низкой цене. Здесь я приведу еще один из моих виртуальных инвестиционных портфелей: если разделить инвестиции поровну между акциями этих восьми компаний и держать их с начала 1988 до конца 1989 года, вы получите доход на 99% выше, чем способны обеспечить эти компании каждая по отдельности.

Когда взаимные фонды популярны, инвестиции в компании, которые продают денежные средства, оказываются более прибыльными, нежели инвестиции в их продукт. Вспоминаются времена Золотой лихорадки,



когда люди, торгующие кирками и лопатами, получали от своего бизнеса бóльшие прибыли, чем золотоискатели от добычи золота.

Когда ставка процента снижается, облигации и фонды с долевым размещением средств начинают аккумулировать деньги и компании, специализирующиеся на таких фондах (к примеру, *Eaton Vance* или *Colonial*), становятся очень прибыльными. Компания *Dreyfus* управляет различными активами денежного рынка, и потому, когда ставка процента растет и игроки выводят деньги с рынка акций и долгосрочных облигаций, *Dreyfus* процветает. *Alliance Capital* управляет деньгами своих институциональных клиентов и тоже работает с взаимным фондом, который связан с физическими лицами через брокеров. Она стала открытым акционерным обществом в 1988 году. Цена ее акций испытала небольшое падение в 1990 и с тех пор уверенно идет вверх.

Получив миллиарды долларов, которые ранее вкладывались в облигации, акции и взаимные фонды денежного рынка, эти компании по управлению взаимными фондами превосходят средние рыночные показатели, что неудивительно. Удивительно, что пока никто не учредил Взаимный фонд управляющих компаний взаимных фондов.

В этой сфере бизнеса и для профессионалов, и для любителей доступна полная информация о покупках и продажах в фондах (в том числе о типе фонда), и можно воспользоваться этими преимуществами. Если вы не купили акции после последней Большой коррекции, вы могли их купить во время «саадамовского» падения цен в конце 1990 года, когда *Eaton Vance* упал за год в цене на 30%, *Dreyfus* снизился на 18,86%, а у остальных компаний был меньший, но все же существенный спад цены акций.

Однако слухи о падении этого вида финансового бизнеса оказались необоснованными. Чтобы рассеять последние опасения, можно посмотреть на данные объема продаж взаимных фондов в декабре 1990 и январе 1991 года. И хотя я был полон решимости оставить свои старые привычки, я снова прозевал ситуацию и не стал в 1991 году рекомендовать хотя бы один взаимный фонд на страницах *Barron's*. Любители предсказаний Линча (если таковые имеются, кроме моей жены) пропустили изменение котировок для фонда *Franklin* (75%-й прирост в 1991 году), *Dreyfus* (55%), *T. Rowe Price* (116%), *United Asset Management* (80%), *Colonial Group* (40%) и *State Street Bank* (81,77%). Наш виртуальный портфель Взаимного фонда управляющих компаний взаимных фондов удвоился за этот год.

В свою защиту я все же отмечу, что рекомендовал *Kemper* — страховую компанию с солидной долей в бизнесе взаимных фондов, поскольку она управляет средствами в 50 млрд долл. Но я выбрал компанию *Kemper* не только поэтому: дела в ее страховом бизнесе, а также в ее брокерских филиалах, включая *Prescott, Ball* и *Turben*, должны были пойти вгору. Акции *Kemper* удвоились в цене за 1991 год, так что это отчасти меня оправдывает.

В начале 1992 года я решил избежать ошибок, совершенных в 1987 и в 1991 годах. На это раз я решил внимательно изучить ситуацию с взаимными фондами. Поскольку ставка процента снижалась и облигации с наступившим сроком погашения на сумму 200 млрд долл. выходили на рынок ежемесячно, огромные капиталы перетекали из банков в различные фонды. Это, конечно, работало на повышение семи крупных фондов, о которых я уже говорил. С другой стороны, после огромного прироста за 1991 год, большинство этих акций казались переоцененными. Не была переоценена лишь Colonial Group.

Несмотря на 40%-и общий рост акций в 1991 году, акции Colonial Group продавались по 17 долл., то есть по цене предложения в открытой продаже в 1985 году. Но тогда Colonial управляла взаимными фондами стоимостью 5–6 млрд долл. и зарабатывала с каждой акции по 1 доллару. Сейчас она уже управляла 9-миллиардными активами и зарабатывала по 1,55 долл. на акцию, да к тому же собрала по 4 долл. наличными с каждой акции и выкупила 7% своих акций. Оказалось, что через шесть лет после выхода на рынок гораздо более сильная компания продавалась за ту же цену. А если вычесть по 4 долл. наличности, то она стоила на 4 долл. меньше, чем в 1985 году. У компании не было долгов. И никто из аналитиков на Уолл-стрит не произнес ни слова о компании Colonial Group за последние два года.

Техника поиска недооцененных акций в привлекательной группе компаний очень часто давала хорошие результаты. Если акции T. Rowe Price продавались с коэффициентом 20 от прибыли в расчете на акцию, акции Franklin — в 20 раз больше прибыли на акцию, то для Colonial такой коэффициент был только 10. Конечно, можно задать вопрос: почему акции Colonial были недооценены?

Одна из причин состоит в том, что прибыль на акцию оставалась постоянной за последние четыре года. Компания Colonial почти удвоила управляемые ею активы, но это было только каплей в том потоке капиталов, который хлынул во взаимные фонды. Все слышали про компании Dreyfus, T. Rowe Price и Eaton Vance, но о Colonial не произносили ни слова.

Но разве это означает, что Colonial должна быть оценена лишь в половину от текущей оценки ее конкурентов? Не вижу причин. Компания делает деньги, постоянно повышает свои дивиденды и выкупает собственные акции. И свою будущую прибыль она продолжит использовать таким же образом.

3 января у меня состоялся разговор с корпоративным казначеем Дэйви Скуном. Он сказал мне, что бизнес растет, особенно в сфере мини-фондов облигаций. У компании Colonial было несколько таких фондов, поэтому компания выиграет от растущей популярности мини-фондов как средства

избежать высоких налогов. Компания также создала несколько новых интересных фондов, в том числе фонд акций коммунальных компаний.

Я давно понял, что если провести десять исследований десяти различных компаний, в результате наверняка придешь хотя бы к одному непредсказуемому выводу, который заключается в том, что цена акций может подняться или упасть. Господин Скун сообщил мне один интересный факт. Оказывается, Colonial Group только что была выбрана банком State Street Bank для управления новыми фондами, созданными им.

State Street — это коммерческий банк, который ведет работу с документацией, называемую также работой в качестве «вспомогательного офиса», в сфере взаимных фондов. Эта работа в качестве «вспомогательного офиса» (обслуживание клиентов, ведение реестра покупок-продаж, хранение записей о том, кто чем владеет) оказалась очень прибыльной для банка. В 1991 году рост акций State Street составил 81%.

Когда Скун упомянул банк State Street, это напомнило мне об ошибке, которую мы совершили вместе с тещей. Несколько лет назад, когда казалось, что активы денежных рынков начнут снижаться, я уговорил свою тещу продать акции State Street на том основании, что: 1) доходы компании должны вскоре снизиться, 2) она уже удвоила деньги на этих акциях. С тех пор как она последовала моему «блестящему» совету, акции State Street выросли втрое; но этот печальный факт был скрыт от нее непониманием того, что произошло дробление акций State Street в отношении три к одному. И когда котировки акций печатают в газетах, то создается впечатление, что цена акций не изменилась с момента, когда я дал команду продавать их. Она часто благодарит меня за находчивость, и до сих пор у меня не хватает смелости признать свою ошибку.

Дробление акций — скучная вещь, но оно позволяет эксперту по акциям скрыть свои ошибки по преждевременной продаже акций, по крайней мере, от родных и знакомых, которые не следят за рынком.

В любом случае, опыт банка State Street с ведением «вспомогательного офиса» для других взаимных фондов привел его к идее организовать собственный взаимный фонд, чтобы опередить других в «снятии сливок». Но State Street не хочет недовольства своих клиентов и не собирается напрямую конкурировать с ними, поэтому он решил замаскировать свои фонды, наняв Colonial Group для ведения бизнеса на рынках. А эта дополнительная работа только на пользу компании Colonial.

Биржевое сокращение	Компания	Цена акции на 13.01.92 (долл.)
COGRA	Colonial Group	17,38

# РЕСТОРАННЫЕ АКЦИИ

## ***ВКЛАДЫВАЙТЕ ДЕНЬГИ В СОБСТВЕННОЕ МЕНЮ***

Среди рекомендованных мною акций в 1992 году не было акций ресторанов, и напрасно. У меня создалось впечатление, что ежегодно открывается огромное количество ресторанов — при аэропортах, в торговых центрах или на выездах с автомагистрали. Начиная с 1960-х, когда «фаст-фуд» стал неотъемлемым элементом жизни автомобилистов и люди привыкли перекусывать, а потом завтракать и даже ужинать в заведениях при дороге, сети ресторанов стали крупными растущими компаниями, и новые компании опережали старые, когда те останавливались в развитии.

Еще в 1966 году, когда я только начал работать аналитиком в Fidelity, высокий потенциал ресторанов привлек мое внимание, и одной из первых интересных компаний стала Kentucky Fried Chicken. Компания Kentucky Fried Chicken была создана в результате отчаянной решимости, когда оказалось, что движение по автостраде прошло мимо местного ресторанчика Colonel Sanders's. Перед лицом приближающегося банкротства из-за недостатка клиентов его 66-летний хозяин выехал на своем побитом кадиллаке на дорогу и начал предлагать владельцам более удачных ресторанов фирменный рецепт цыпленка в обмен на отчисления от прибыли. Причем одет он был в черный, а не в белый плантаторский костюм, который позже стал его торговой маркой.

Акции KFC появились на рынке в 1965 году. Ранее в Массачусетсе на публичный рынок были выпущены акции Dunkin' Donuts (прибыльность акций растет непрерывно последние 32 года), а сеть ресторанов Howard Johnson, первопроходца в бизнесе придорожного общепита, стала котироваться на Нью-Йоркской фондовой бирже с 1961 года. Известная на Среднем Западе компания Bob Evans Farms начала продавать акции на

бирже в 1963 году, а затем в середине 60-х на фондовом рынке дебютировали McDonald's и Shoney's. А сотни тысяч их клиентов, которые могли убедиться, насколько прибыльны эти заведения, имели возможность заработать благодаря правильности своих наблюдений.

В те времена финансисты с Уолл-стрит подняли бы на смех идею о том, что кучка магазинов по продаже пончиков и заведения, торгующие гамбургерами, могут конкурировать с акциями «большой лиги», хотя, как оказалось, технологические достижения этой лиги были значительно переоценены. Но все же рынок отметил фантастический рост акций Shoney's в 168 раз (в начале акции стоили 22 цента, потом они пережили дробление, после чего подорожали до 36 $\frac{1}{2}$  долл.), акции Bob Evans Farms выросли в 83 раза, а акции McDonald's — в 400 раз. Акции Howard Johnson выросли в 40 раз к моменту, когда компания попала в частные руки, а акции Kentucky Fried Chicken выросли почти в 28 раз, когда компания была приобретена PepsiCo.

Те, кто инвестировал 10 тыс. долл. в эти пять компаний («положил деньги в их рот»), к концу 1980-х могли бы стать миллионерами, причем дважды или даже четырежды, если бы вложили всего 10 тыс. долл. только в McDonald's. В современной истории финансов McDonald's была одной из самых прибыльных компаний на рынке акций, благодаря тому что не почивала на лаврах, а постоянно совершенствовала свое меню, вводя новые фирменные блюда, а также благодаря политике «экспорта» во все страны своих закусовых, увенчанных золотыми арками.

Места торговли гамбургерами, кафетерии (Luby's, Morrison's), магазины бифштексов для всей семьи (Ponderosa, Bonanza), универсальные закусовые (Denny's, Shoney's), заведения для продажи мороженого, йогуртов, рестораны домашней кухни, рестораны международной кухни, кофейные бары, пиццерии, рестораны со «шведским столом» и буфеты — все они дали не одного победителя на рынке акций, причем под носом у целой армии инвесторов. Мы все знаем, какие заведения пользуются популярностью и хорошо содержатся, а какие не отличаются чистотой и вышли из моды, какие уже достигли высшей точки своего развития, а какие способны к дальнейшему росту.

Если вы опоздали с покупкой акций ресторанов в 1960-х, когда поколение бэби-бумеров получало водительские права и сворачивало с дороги перекусить у передвижных раздач, можно было компенсировать свою неудачу в 1970-х, купив International Dairy Queen, Wendy's, Luby's, Taco Bell, Pizza Hut, Jerrico или Long John Silver. Особенно можно было преуспеть после периода «медвежьего» рынка 1972 года, когда солидные франчайзинги продавались за бесценок. Цена акций компании Taco Bell, которая ни за один квартал не показала плохих результатов, упала до 1 долл. и

быстро восстановились до 40 долл. Затем компания была приобретена PepsiCo, испытывающей естественный интерес к предприятиям общепита, поскольку это помогает продавать напиток Pepsi.

В 1980-е годы Cracker Barrel обратила на себя внимание популярными магазинами подарков и заведениями, торгующими сладостями и морскими деликатесами. Выделялись также компания Chili's, акции которой были выпущены на публичный рынок в 1984 году (к сожалению, я пропустил это событие), Sbarro (1985), Ryan's Family Steak Houses (1982) и Uno Restaurants (1987). Очень удачными оказались инвестиции в Chi-Chi's, впоследствии компания была выкуплена.

Каждый регион страны стал инкубатором успешных компаний, которые вышли на национальный уровень, чтобы завоевать желудки и кошельки клиентов: Luby's, Ryan's и Chili's с Юго-Запада, McDonald's со Среднего Запада, Chi-Chi's и International Dairy Queen из Миннеаполиса, Sbarro из Нью-Йорка, Dunkin' Donuts из Новой Англии, Shoney's и Cracker Barrel с Юга, Sizzler и Taco Bell с Дальнего Запада.

Сеть ресторанов, как и сеть магазинов, переживает 15–20 лет быстрого роста, пока расширяется на рынке. Считается, что это беспощадный бизнес, но у начинающих ресторанных компаний есть защита от конкурентов, которой нет, к примеру, в электронной или обувной промышленности. Если, например, в Калифорнии существует сеть кафе, где готовят рыбу с картофелем во фритюре, и другая, лучшая сеть, имеется в Нью-Йорке, то какое влияние оказывает кафе в Нью-Йорке на кафе в Калифорнии? Никакого.

И хотя ресторанной компании требуется много времени, чтобы охватить всю страну, в нашей стране у ресторанов нет конкуренции со стороны зарубежных компаний. Denny's или Pizza Hut могут не беспокоиться по поводу дешевого корейского импорта.

Что продолжает отделять триумф от провала для ресторанной компании — это хороший менеджмент, адекватное финансирование и методичный подход к расширению. Принцип «медленно, но верно» не поможет вам победить на автогонках *Индианаполис 500*, но поможет вам в этом виде «гонок».

Очень поучительна история с Chili's и Fuddrucker's — двумя франчайзингами, торгующими гамбургерами. Оба предприятия начинали в Техасе (Chili's в Далласе, Fuddrucker's в Сан-Антонио). Оба выделились своими фирменными гамбургерами. Обе компании создали особую приятную обстановку в своих заведениях, хотя в Chili's обслуживают за столиками, а в Fuddrucker's обслуживание по типу кафетерия. Одна компания стала известной и потеряла деньги, а вторая приобрела и известность, и деньги.

Почему? Одна из причин в том, что, когда гамбургеры вышли из моды, Chili's стала вносить разнообразие в свое меню, а Fuddrucker's осталась верной

гамбургерам. Но основная причина разных успехов в том, что Fuddrucker's расширялась слишком быстро. Когда компания пытается открыть более ста новых кафе в год, на нее начинают сыпаться проблемы. В спешке она может выбрать неправильное место или не тех менеджеров, заплатить слишком много за здание или не успеть как следует обучить персонал.

Fuddrucker's попала в эту ловушку и разделила участь Flakey Jake's, Winners и TGI Friday's, которые тоже развивались слишком торопливо и пострадали от этого. А компания Chili's развивалась разумными темпами, открывая по 30–35 новых заведений в год. Выручка, продажи и чистый доход неизменно возрастали под присмотром Нормана Бринкера, который помимо этой сети основал также Steak & Ale и Bennigan's. Компания Chili's надеется достичь своего потолка в 400–450 ресторанов в 1996–98 годах с прогнозным уровнем продаж в 1 млрд долл.

Существует несколько способов увеличить доходы сети ресторанов. Можно открыть новые рестораны, как это делает Chili's, или совершенствовать имеющиеся, как компания Wendy's. Некоторые рестораны зарабатывают на большом количестве клиентов на один стол при дешевых блюдах (Cracker Barrel, Shoney's и McDonald's относятся к этой категории), а другие имеют низкий оборот и дорогие блюда (Outback Steak-house и Chart House — свежие примеры). Одни получают основную прибыль от продаж еды, а другие — подарков (Cracker Barrel). У некоторых высокий уровень доходности потому, что они используют недорогие ингредиенты для кухни (Spaghetti Warehouse), а другие добиваются низких производственных расходов.

Чтобы ресторанная компания работала без убытка, продажи должны равняться количеству капитала, инвестированного в производство. Развитием ресторана следует заниматься так же, как и развитием розничного магазина: ключевые моменты — это темпы роста, долги и продажи на единицу площади. Желательно, чтобы уровень продаж с одного заведения возрастал ежеквартально. Темпы роста не должны быть слишком высоки: при расширении на 100 новых заведений в год компания попадает в зону риска. Долги должны быть низкими или, если это возможно, отсутствовать совсем. Montgomery Securities из Калифорнии ведет постоянную статистику по целой группе ресторанов и составляет отличные отчеты. Последний анализ показал, что такие сети по продаже гамбургеров, как McDonald's и Wendy's, имеют избыток мест по стране (всего пять самых крупных сетей общепита имеют в США 24 тыс. мест) и что поколение бэби-бумеров уже становится равнодушным к «фаст-фуд». Внимание потребителей переключается на специализированные рестораны, занимающие определенную нишу, такие как Au Bon Pain и Spaghetti Warehouse, и на семейные рестораны, которые предлагают умеренные цены и разнообразное меню.

Если бы в начале 1991 года вы купили акции восьми компаний, рекомендованных агентством Montgomery Securities, то к декабрю удвоили бы свои деньги. Вот список победителей:

Bertucci's  
Cracker Barrel  
Brinker International (Chili's)  
Spaghetti Warehouse  
Shoney's  
Rally's  
Applebee's  
Outback Steakhouse

Когда пишется эти строки, некоторые из этих акций могут быть переоцененными, имея коэффициент P/E около 30 или выше, но на них все равно стоит обратить внимание. Группа ресторанных компаний растет только на 4% в год (и скоро станет отраслью с нулевым ростом), но главные игроки с надежным финансовым балансом будут процветать в будущем, как и ранее. Пока американцы продолжают поглощать половину всей еды вне дома, на горизонте должны появиться компании-победители с 20-кратным ростом акций; они могут появиться в торговых центрах или жилых кварталах, и внимательный гурман обязательно заметит их.

Я нашел одну такую компанию — Au Bon Pain, — и где бы вы думали? В торговом центре Burlington Mall. Компания начала свою деятельность в 1977 году недалеко от моих родных мест, в Бостоне, и ее акции стали продаваться в 1991 году по 10 долл. Я так и не научился произносить правильно это название, но идея предприятия просто прекрасная. Может быть, вы видели заведение Au Bon Pain в аэропорту или среди закусовых в торговом центре. Там подают кофе и круассаны, умудряясь сочетать французскую чувствительность и американскую эффективность.

Здесь можно заказать простой круассан на завтрак, или круассан с ветчиной и сыром на ланч, или же круассан с шоколадом на десерт, — и все это займет меньше трех минут. Тесто изготавливается в одном месте, а потом распределяется по заведениям; там оно поднимается и помещается в печь; благодаря этому выпечка получается свежей и горячей.

Потом Au Bon Pain ввела в меню свежевыжатый апельсиновый сок и фруктовый салат, а скоро они будут выпекать первоклассные бублики. Если предстоит выбирать между инвестициями в первоклассные компьютерные микросхемы и первоклассные бублики, я всегда выберу бублики.

В начале 1992 года цена акций компании удвоилась и коэффициент P/E достиг 40 (посчитан исходя из ожидаемой прибыли за этот год), поэтому я решил не рекомендовать их для покупки. Но через девять месяцев цена



---

упала до 14 долл. и стала превышать доход за 1993 год менее чем в 20 раз. Всякий раз, когда вы обнаружите компанию, имеющую 25%-й рост и цену, в 20 раз превышающую доход, можете смело покупать ее акции. А если цена упадет еще ниже, я попрошу подогнать грузовик. Эта компания показала хороший результат во время спада и, безусловно, сохраняет потенциал роста и хорошие перспективы, в том числе и за рубежом.

## ГЛАВА 21

---

# ПОЛУГОДОВАЯ РЕВИЗИЯ ПОРТФЕЛЯ

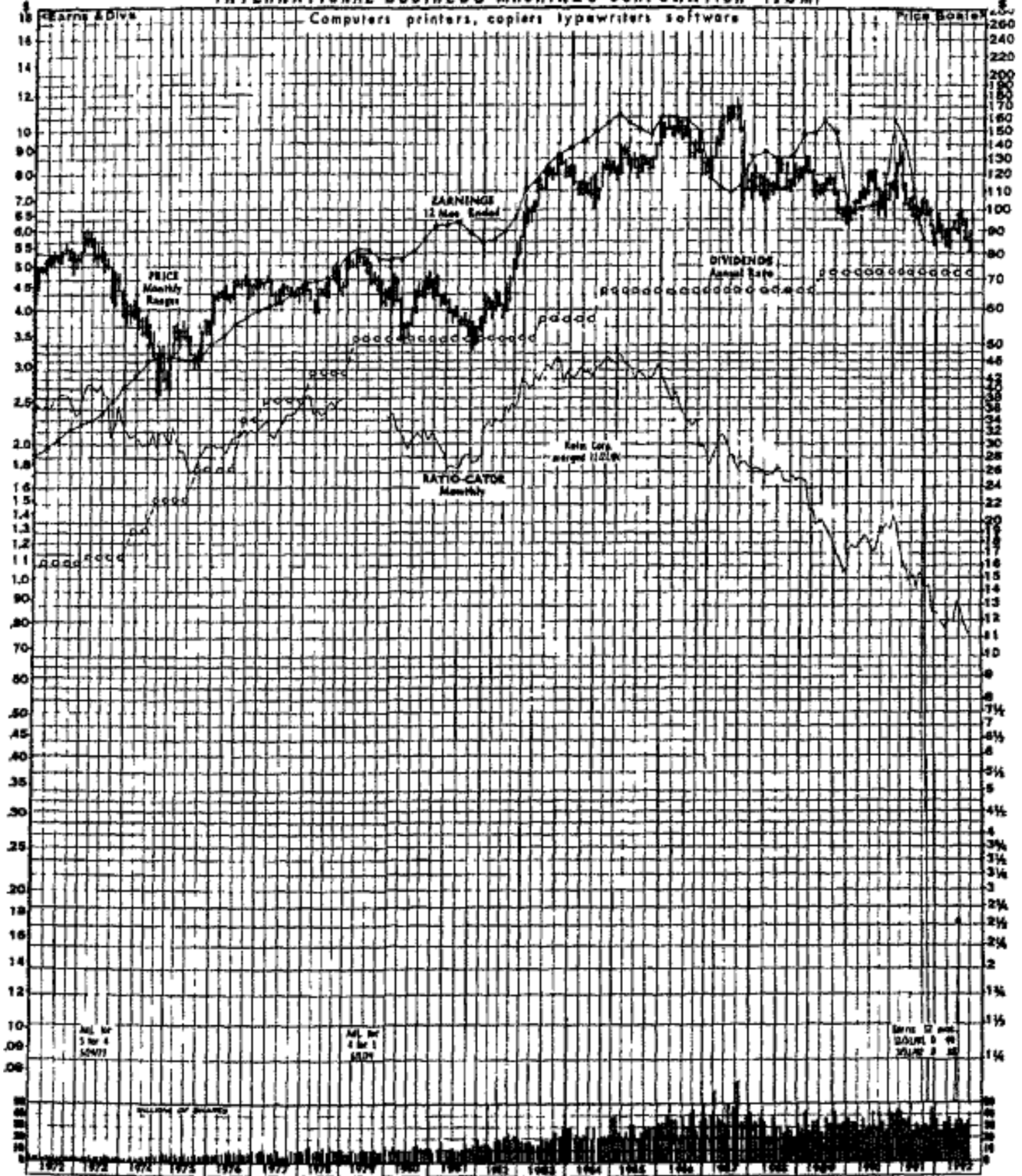
Поддержание сбалансированного портфеля ценных бумаг требует регулярной его проверки — примерно каждые шесть месяцев. Даже если вы имеете дело с «голубыми фишками» — громкими названиями, самыми лучшими компаниями из рейтинга *Fortune 500*, — стратегия «купить и забыть» может оказаться непродуктивной и даже опасной. Рис. 21-1, 21-2 и 21-3 служат тому иллюстрацией. Инвесторы, которые «купили и забыли» акции IBM, Sears и Eastman Kodak, потом очень об этом пожалели.

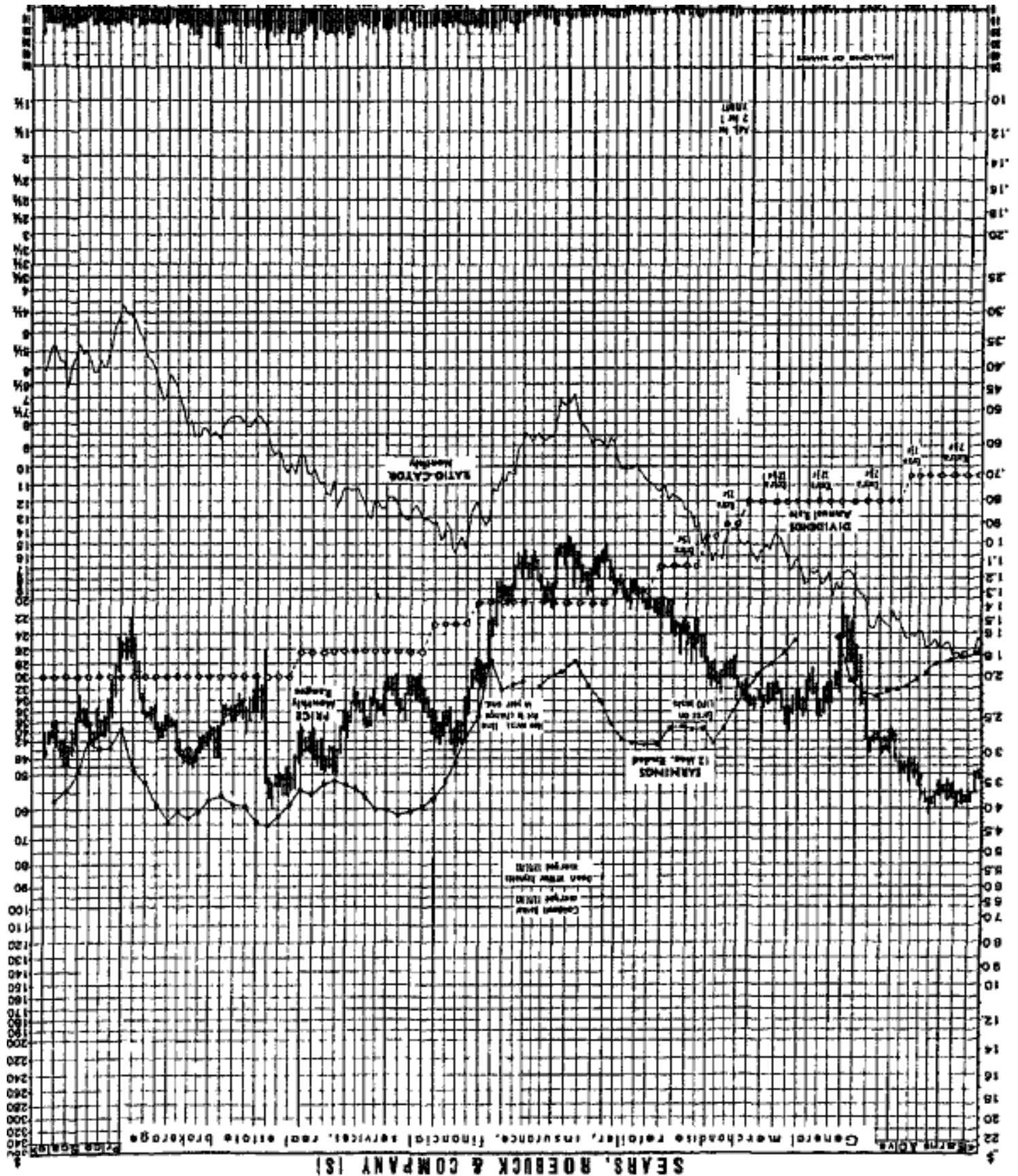
Полугодовая проверка — это означает не только просмотреть текущие цены акций в газете (занятие, часто выдаваемое за финансовое исследование). Как управляющий своим инвестиционным портфелем, вы не можете позволить себе строить беспочвенные предположения. Необходимо отслеживать финансовую историю: факты и цифры — вот что вас должно интересовать. Вам следует искать ответы на два главных вопроса: 1) действительно ли цена акций привлекательна с точки зрения дохода, и 2) что вызвало рост доходов компании.

Здесь можно прийти к трем возможным выводам: 1) финансовая история становится лучше, и можно увеличить объем инвестиций; 2) финансовая история становится хуже, и в этом случае лучше снизить свои вложения; и 3) все осталось по-прежнему, и потому можно заморозить инвестиции на прежнем уровне либо вложить деньги в более перспективную компанию.

Вооружившись этими принципами, в июле 1992 года я проводил ревизию каждой из двадцати одной позиции, которые ранее, в январе этого года, я рекомендовал со страниц издания *Barron's*. Все вместе эти активы оказались весьма прибыльными на общем фоне вялого рынка. Этот портфель вырос в стоимости на 19,2%, в то время как индекс S&P 500 дал только 1,64% (я сделал поправки на различные факторы: дробление акций,

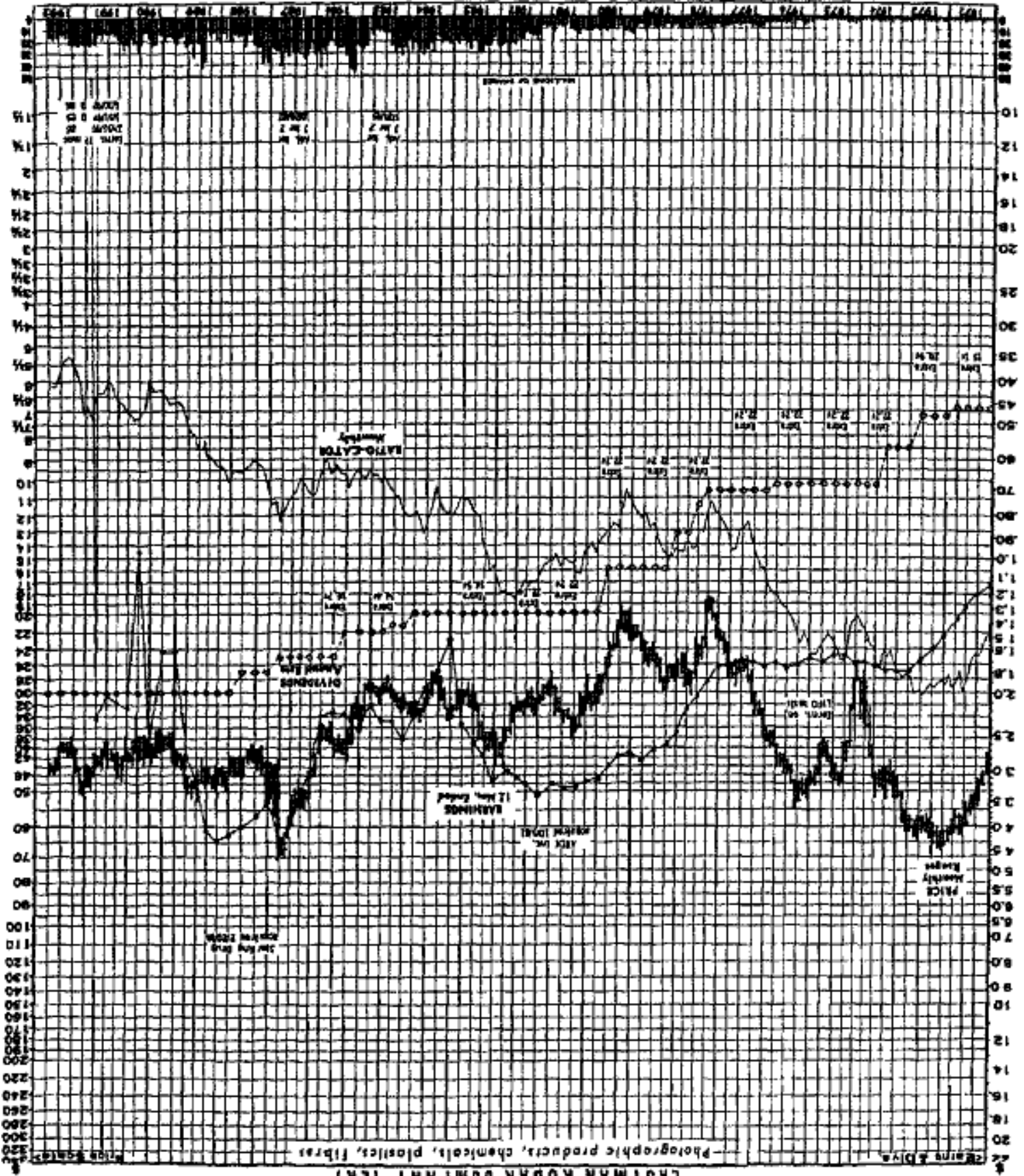
INTERNATIONAL BUSINESS MACHINES CORPORATION (IBM)





**EASTMAN KODAK COMPANY (EK)**

Photographic products, chemicals, plastics, fibres



остались неизменными, другие оказались еще лучше, чем прежде, а в некоторых случаях анализ привел меня к другим компаниям, более привлекательным, чем в начальном списке рекомендованных. Так всегда бывает, когда работаешь с акциями. Ситуация обычно очень изменчива, и нет ничего абсолютно надежного. Вот как это выглядело.

## BODY SHOP

Еще в январе я решил, что Body Shop — это прекрасная компания, но слегка переоцененная относительно текущей прибыли. Я ожидал падения цен, чтобы купить еще пакет акций. Ждать долго не пришлось: к июлю акции упали на 12,3% — с 325 пенсов до 263 пенсов. Акции Body Shop сейчас продавались по цене, эквивалентной доходу за 1993 год, помноженному на 20. Что же, я не против платить с коэффициентом 20, если при этом доходы компании растут на 25%. Когда писались эти строки, на Нью-Йоркской фондовой бирже инвесторы платили цену, в 20 раз превышающую прибыль даже за компании с ростом в 8–10%.

Body Shop — это британская компания, а за последние месяцы акции британских компаний очень сильно потеряли, что, конечно же, не прибавило популярности и Body Shop. Но и это еще не все: ранее Body Shop наняла для своего бизнеса вождя индейского племени кайапо, поскольку кондиционер для волос изготовлялся из бразильского ореха. И этот вождь индейцев был арестован в Лондоне по обвинению в изнасиловании португальской няни, которая присматривала за его многочисленным потомством. И как ни напрягай фантазию, чтобы представить, какое еще бедствие обрушится на компанию, реальность может оказаться совсем иной.

Проверив динамику цен этих акций, я отметил два крупных понижения курса — одно в 1987 году и другое в 1990 году, несмотря на то что в целом компания работала хорошо и стабильно. Я объяснил эти неожиданные факты падения цен акций тем обстоятельством, что британские акционеры не так хорошо знакомы с малыми быстрорастущими компаниями, как американские инвесторы. И поэтому они легко расстаются с такими акциями в кризисной ситуации. Поскольку Body Shop было венчурным предприятием, работавшим на мировых рынках, то у британских инвесторов могла возникнуть ассоциация с иными примерами неудачной экспансии компании за рубеж, например Marks & Spencer.

Даже если вы купили акции Body Shop после последнего снижения в 1990 году и решили приобрести еще, то надо быть готовым к дальнейшему

возможному снижению. Но базисные показатели должны быть благоприятными, что и надо проверять регулярно. Я позвонил в компанию и поговорил с ее финансовым директором Джереми Кеттом. Он рассказал мне, что продажи на тех же торговых площадях и прибыль на акцию выросли за 1991 год, и это было существенным достижением, если учесть, что основными рынками для Body Shop были Англия, Австралия, Канада и США, а все эти страны испытывали экономический спад.

Он выложил еще один козырь. Компания скупила своих поставщиков сырья для производства мазей и лосьонов. Это должно снизить стоимость поставок и повысить прибыльность. Именно таким способом производителю ковров Shaw Industries когда-то удалось снизить издержки на производство.

Я поговорил с Кэти Стивенсон, моей старой приятельницей из библиотеки Fidelity, которая владеет двумя магазинами Body Shops: один ее магазин был в Burlington Mall, и еще один недавно открылся на Гарвардской площади. Она сообщила мне о 6%-м приросте продаж своего магазина в Burlington по результатам прошлого года и сказала, что пока еще трудно судить о результатах второго магазина на Гарвардской площади. Некоторые новые продукты вызывали ажиотаж у ее покупательниц, например, живой интерес они проявили к серии Complete Color для глаз, щек и губ, увлажняющему солнцезащитному крему для лица, скрабу для ног с пемзой и манговому маслу для тела, которое покупательницы сметали с полок, — и для чего оно им так понадобилось?

Рынок лосьонов, кремов, масел для ванны и других парфюмерных товаров все еще обширный и имеет потенциал роста. Компания Body Shop придерживалась своего плана расширения: 40 новых розничных магазинов было открыто в США в 1993 году, еще 50 торговых мест в 1994, а в Европе открывалось по 50 магазинов ежегодно и столько же на Дальнем Востоке. Я бы классифицировал эту компанию как находящуюся в фазе зрелости — второе десятилетие тридцатилетнего цикла роста.

## **PIER 1 IMPORTS**

У Pier 1 Imports был хороший старт — с 8 долл. до 9,50, а потом акции быстро вернулись к исходному уровню. Это пример того, как Уолл-стрит может остаться глух к хорошим новостям. Аналитики прогнозировали прибыль на акцию за первый квартал на уровне 18–20 центов, а Pier 1 заработала только 17 центов, и в результате акции рухнули. Ожидаемая

прибыль за год должна была составить 70 центов на акцию, что довольно много в условиях полупустых кошельков населения.

Pier 1 укрепила свой бухгалтерский баланс, продав на 75 млн долл. конвертируемых долговых расписок и потратив вырученные деньги для ликвидации долгов. Долгосрочные долги компании, которые уже стали меньше, продолжали сокращаться.

Компания Pier 1 сократила свои долги, минимизировала складские запасы и продолжала расширяться. Крупные универмаги, главные конкуренты этой компании, сокращали свою долю на рынке мебели для дома. Чем дольше длился этот экономический спад, тем больше конкурентов выходили из гонки. Когда экономика пойдет на подъем, компания Pier 1 может остаться почти монополистом в области производства и продажи плетеных столиков, скандинавских сервизов и ширм в восточном стиле.

Не составит труда предсказать для Pier 1 прибыль в 80 центов на акцию благодаря ее собственным магазинам, плюс дополнительные 10–15 центов — от реанимированной компании Sunbelt Nursery, где доля Pier 1 оставалась весьма значительной. Все вместе это дает один доллар на акцию, что, учитывая разумный коэффициент «цена/прибыль», равный 14, дает нам цену акции Pier 1 в 14 долл.

## **GENERAL HOST, SUNBELT NURSERY**

General Host — другая акция, которая выросла и откатилась назад — на уровень, предсказанный мною. Шустрые трейдеры получили выигрыш в 30%, а долгосрочные инвесторы увидели, как прибыль по этим бумагам упала с 2 долл. на акцию до 50 центов.

Дальше пошла плохая масть. В апреле компания выпустила новые конвертируемые привилегированные акции с доходностью 8% на сумму 65 млн долл. Она повторила то же, что сделала компания Pier 1, но для General Host это обошлось дороже, поскольку она вынуждена была платить больший процент из-за нестабильного финансового положения. Держатели конвертируемых акций или долговых обязательств имеют право поменять их на обыкновенные акции по фиксированной цене в будущем. Это приводит к увеличению количества обыкновенных акций на рынке, вследствие чего те, кто уже держал обыкновенные акции, получают меньшую прибыль по ним. Ранее General Host выкупила некоторое количество обыкновенных акций, что было правильным шагом, но сейчас компания



пошла в противоположном направлении, выпуская конвертируемые ценные бумаги, и этот шаг был неправильным.

В то время как Pier 1 использовала сумму, вырученную от продажи конвертируемых бумаг, на погашение своего долга (что уменьшило выплаты по процентам), компания General Host использовала этот доход, чтобы отремонтировать питомники для выращивания растений. Это было рискованным вложением без немедленной отдачи.

Между тем, продажи из питомника Frank's были весьма вялые, поскольку оживление на рынке жилищного строительства откладывалось. Еще в январе, когда акции продавались по 7,75 долл., доходы компании были 60 центов на акцию, а сейчас, при 8-долларовой акции, ожидаемый доход должен был составить 45 центов.

Но пока же у General Host денежный поток был мощным, дивиденды по акциям повышались 14 лет подряд, акции можно было купить по цене, ниже балансовой стоимости, и расширение шло по плану. Набрав аббревиатуру компании GH на своем терминале Quotron, я узнал, что Марио Габелли купил миллион этих акций для своего стоимостного фонда, специализирующегося на акциях недооцененных компаний. Тогда я решил, что такие акции стоит приобрести.

Другая рекомендованная мною компания — Sunbelt — тоже имела питомники для растений. С января компания работала с убытком. Обильные дожди на юго-западе, где находится Sunbelt, остудили энтузиазм садоводов и владельцев домов. И хотя при первоначальном публичном размещении акций в 1991 году они котировались на уровне 8,50 долл., то сейчас они упали до 1,50 долл. Купив Sunbelt сейчас, вы получите все торговые точки для садоводов за 3 долл., и однажды, когда небеса иссякнут и люди потянутся к цветам, это вернет более теплое отношение инвесторов к акциям Sunbelt.

Единственное, почему я не приказал подогнать грузовик и загрузить его доверху купленными акциями Sunbelt, — это еще бóльшая привлекательность акций Calloway's. В своих рекомендациях инвесторам я преподносил Calloway's как пример первоклассной компании в этой отрасли, но тогда я рекомендовал инвесторам пока воздержаться от покупки, поскольку акции Sunbelt были дешевле. Однако когда я анализировал дела в Sunbelt, то обнаружил, что акции Calloway's также упали вдвое из-за дождливой погоды.

Чтобы узнать больше о Calloway's, я позвонил Дэну Рейнольдсу из отдела по связям с инвесторами. Он сказал, что у них 20 сотрудников и что они разместились на 300 кв. м офисного пространства. Я даже мог слышать голоса этих сотрудников во время наших телефонных переговоров. Видимо, в этой компании не было проблем с коммуникацией: чтобы привлечь внимание коллег, достаточно было просто встать и крикнуть.

У Calloway's было 13 питомников плюс 50 центов наличности на акцию, и ожидаемая прибыль на акцию за 1993 год должна была составить 50 центов. Это дает коэффициент  $P/E = 10$ . Акции Calloway's не пользовались спросом на Уолл-стрит, и компания пришлось выкупать свои акции.

Когда акции лучшей в какой-то отрасли компании продаются по выгодной цене, часто стоит купить именно их, нежели дешевые акции менее удачливого конкурента. Я скорее склонен покупать акции Toys "R" Us, чем Child World, или Home Depot, чем Builder's Square, или Nucor, нежели Bethlehem Steel. Мне нравится компания Sunbelt, но в этот момент я предпочел Calloway's.

## SUPERCUTS

После хорошего рывка на старте и дробления акций в отношении три к двум, акции Supercuts вернулись на январский уровень. У компании на руках оказались две слабые карты. Первой такой картой был уход из компании Эда Фабера, который раньше работал на Computerland и умел разворачивать франчайзинговую сеть. Было сказано, что Фабер хочет посвятить себя управлению собственной сети парикмахерских салонов Supercuts, но объяснение выглядело неубедительным.

Слабой картой номер два оказалось нечто, обнаруженное мною в заявлении о голосовании по доверенности (чего я ранее не заметил). Группа под названием Carlton Investments владела пакетом из 2,2 млн акций Supercuts. Дело в том, что Carlton являлась частью Drexel Burnham Lambert — обанкротившейся фирмы с Уолл-стрит. Кредиторы Drexel обязательно потребуют ликвидации Carlton, что означает непременную продажу на рынке пакета из 2,2 млн акций компании Supercuts. Это вызовет падение цены на акции. На самом деле, цена могла уже упасть в ожидании этого «навеса», как финансисты с Уолл-стрит называют ситуацию перед продажей большого пакета акций на рынке.

Для компании год прошел хорошо. Supercuts получила титул «официальный поставщик парикмахерских услуг на Олимпийских играх», и вполне возможно, та самая барышня, что подравнивала мне бачки, ранее брила голову пловцам-спортсменам. Выручка от той же сети обслуживания выросла на 6,9% за первый квартал 1992 года, что очень важно. Несколько новых салонов Supercuts открылись в северной части Нью-Йорка, при этом мэру Рочестера на церемонии открытия была сделана бесплатная стрижка.

Пока выручка на единицу площади продолжает расти и компания завоевывает новые рынки, я буду увеличивать эту позицию в фонде, хотя меня тревожит уж слишком быстрая экспансия компании. За 1993 год было запланировано открыть около 80–100 новых салонов-франчайзеров.

Я уже видел немало перспективных франчайзеров, и среди них Color Tile, Fuddrucker's и Bildner's, которые были разрушены слишком нетерпеливыми корпоративными «конкистадорами». «Если у вас есть выбор — достичь своих целей за 15 лет или за 5, то лучше выбрать 15», — советовал я в июле гендиректору Supercuts.

## СЕМЬ ССУДО-СБЕРЕГАТЕЛЬНЫХ АССОЦИАЦИЙ

До сих пор самыми результативными компаниями из двадцати одной, выбранных мной для *Barron's*, остаются ссудо-сберегательные ассоциации. И это неслучайно. Возьмите любую отрасль, окруженную атмосферой самого мрачного пессимизма, — все равно, при благоприятных базисных показателях среди них можно найти компанию с очень хорошими результатами. Этот же год был особенно удачным для финансовых институтов в целом, поскольку снижалась процентная ставка. Они много заработали благодаря разнице между процентами, получаемыми по вкладным и ставкам, и процентом, выплаченным по сберегательным счетам и депозитным сертификатам.

С момента публикации моих рекомендаций, *Germantown Savings* выросла на 59%, *Sovereign* объявила о 10%-х дивидендах, и ее акции выросли на 64,5%, *Eagle Financial* продвинулась с 12 долл. до 16, *Glacier Bancorp* заплатила 10%-е дивиденды, а *People's Savings Financial* выросла на 26%.

Из компаний, выбранных для долгосрочных инвестиций, *Lawrence* показала рост на 37%, а *First Essex* — на 70%, в очередной раз доказывая, что у самых рискованных акций прибыль может быть самой большой. Я позвонил генеральному директору *First Essex* Леонарду Уилсону, чтобы узнать, как идут дела в компании. Ранее этот человек образно описывал мне трудности своего бизнеса как «придонную рыбалку с двухсотметровой леской», а накануне лета он уже занимался «ужением с двадцатиметровой леской».

Уилсон отметил улучшение на нескольких фронтах: заложенное имущество без права выкупа успешно продается, доля нефункционирующих ссуд снижается, ипотечный рынок растет. *First Essex* не только сумела закончить

первый квартал без убытков, но также решила выдать новый строительный кредит. Я вообще-то не люблю строительные кредиты, но тот факт, что First Essex все-таки решила на выдачу такого кредита после трудных времен, заставил меня поверить в то, что кто-то считает, что у этого региона есть будущее.

Уилсон также был обрадован известием, что Shawmut Bank, его самый крупный конкурент в этом регионе, тоже восстановился и избежал необходимости «финансовой реанимации». Балансовая стоимость акций First Essex была все еще 7 долл., а продавались они по 3 долл. Если рынок недвижимости продолжит свой рост, First Essex сможет получить прибыль в 1 доллар на акцию. И тогда акция будет стоить 7–10 долл.

Я пообщался с руководством Lawrence Savings, еще одной кредитной ассоциацией, у которой были проблемы, причем разговаривал я дважды — сначала в апреле, затем в июне. Генеральный директор Пол Миллер рассказал мне в апреле, что им удалось сократить семь страниц списка нефункционирующих ссуд до всего лишь одной страницы и что новое направление по закладным было прибыльным. Это звучало оптимистично. Но в июне тональность сменилась.

В этот момент стоимость непогашенных коммерческих ипотечных займов составляла 55 млн долл., и чистая стоимость компании снизилась до 21 млн долл. Возможные трудности с возвратом половины этих займов означают конец для компании Lawrence. В этом состояло различие между Lawrence и First Essex. Чистая стоимость ассоциации First Essex составляла 46 млн долл. при 56 млн долл. непогашенных коммерческих займов, так что если даже половина займов не будет выплачена, то компания все равно сможет выжить. Позиции Lawrence были более шаткими. Если спад усугубится и вызовет волну дефолтов, Lawrence исчезнет с рынка.

## FIRST FEDERAL OF MICHIGAN

Шесть месяцев спустя я насчитал семь ссудо-сберегательных ассоциаций, акции которых я рекомендовал приобрести на страницах *Baron's*, причем в основном из-за явной тенденции роста цен. Но тогда в поле зрения появилась еще одна отличная позиция — First Federal of Michigan (FFOM). Дэйв Эллисон, аналитик из Fidelity, еще в январе обратил мое внимание на компанию FFOM, когда мы летели вместе в Нью-Йорк. Тогда трудно было что-то переделывать, и я отложил на время эту идею. И я рад, что так поступил: пока акции других ссудо-сберегательных ассоциаций росли в цене, акции FFOM не сдвинулись с места.

Если бы все акции росли одинаковыми темпами, то управляющие инвестициями остались бы без работы. К счастью, это не так. Бывают акции, которые не спешат упасть, после того как вы их продали, хотя до этого они были переоценены. Именно такое случилось с акциями FFOM в июле 1992 года.

Это была очень экономная компания (хотя и крупная — тогда она стоила 9 млрд долл.), которая избегала дорогих коммерческих кредитов. Кроме того, она постоянно снижала операционные издержки. Рост акций тормозился двумя негативными факторами: эти деньги были взяты в Federal Home Loan Bank (FHLB) под невыгодные процентные ставки фьючерсных контрактов.

Большинство США выиграли от падения ставок процента в прошедшем году, но только не ассоциация FFOM. Это произошло из-за того, что частично ее операции финансировались кредитами банка FHLB с фиксированным процентом. FFOM должна была выплачивать банку FHLB примерно 8–10% весь 1994 год, пока все эти ценные бумаги не будут погашены. А в это время собственные заемщики ассоциации рефинансировали свои закладные под все более низкие проценты. Такая ситуация обернулась финансовым бременем для FFOM.

Если вы владеете закладной, которая приносит вам 8–10%, и заняли деньги под те же проценты, то на этом прибыли не сделаешь. Этот горький опыт должен послужить уроком для FFOM. В целом, ее операции были прибыльны, но тяжкий груз, связанный с обязательствами перед FHLB, тянул компанию вниз и уменьшал ее доходы.

Но, когда долги перед FHLB будут погашены и истекнут фьючерсные контракты на процентные ставки, эта ситуация изменится к лучшему, и доходы FFOM резко пойдут вверх. Разрешение этих двух проблем в будущем может принести дополнительные 3 долл. на акцию (начиная с 1995–96 годов). Ее цена, при текущей прибыли 3 долл. на акцию, находится на уровне 18 долл. Тогда можно себе представить, какая будет цена акций на рынке при прибыли 6 долл. на акцию.

Более того, акции FFOM имели балансовую стоимость 40 долл. В 1989 году это было рискованное предприятие с отношением собственного капитала к активам в 3,81%. С тех пор компания преодолела заветный рубеж в 5%. FFOM возобновила выплату дивидендов в начале 1992 года и потом начала поднимать их. В ее балансе нефункционирующие займы составляли менее 1% от общих активов.

Если краткосрочные ставки процента начнут понижаться, то цена акции может упасть до 14 долл., но искушенные инвесторы готовы перекупить акции при их понижении. Для сделки такого рода нет необходимости страховать риски в крупных брокерских фирмах.

## COLONIAL GROUP

Статья, опубликованная в журнале *The Wall Street Journal* 30 июня, напомнила мне, что миллиарды долларов продолжали пополнять облигационные фонды. Компания Colonial Group специализируется на облигационных фондах, в частности, на государственных фондах с ограниченным сроком погашения облигаций (эти фонды не облагаются налогом). Сегодня такие фонды очень популярны. Только 9% денег компании инвестируется в акционерные инвестиционные фонды. Если сейчас в США наступит период «медвежьего» рынка (как многие прогнозируют), то инвесторы, боясь нести деньги на рынок акций, принесут их в облигационные фонды, и в результате Colonial Group станет еще более прибыльной.

Казначей компании Дейви Скун сообщил мне, что объем продаж группы фондов Colonial Group вырос на 58% за последний квартал. Сейчас Colonial Group управляет активами в 9,5 млрд долл. (по сравнению с 8,1 млрд долл. в прошлом году), денежные средства составляют 4 долл. на акцию, а акции продаются по цене около 20 долл. Вычитая эту наличность, получаем 16 долл. на акцию. В 1992 году компания должна получить доход как минимум 1,80 долл. на акцию. И еще одна хорошая новость: компания объявила о выкупе своих акций на сумму 10 млн долл.

## CMS ENERGY

Акции этой энергокомпании из Мичигана подскочили выше 20 долл. после слухов, что комиссия по тарифам коммунальных компаний решила принять компромиссный тариф, который в чем-то устроит компанию. Но после того как комиссия отвергла компромисс, акции опять упали до 16 долл. и затем слегка возросли до 17,75 долл. Поскольку перспективы такого соглашения пока не видны, агентство Moody's понизило рейтинг облигаций CMS до спекулятивного уровня. Вот обычный вопрос с проблемными коммунальными компаниями в фазе восстановления котировок акций: сколько оперативного простора предоставят им регулирующие органы? При отсутствии беспристрастного подхода со стороны комиссии, компания CMS может пожертвовать своими доходами и оплатить ту часть издержек, которую невозможно переложить на потребителя. Тогда цена акций может упасть до 10 долл. Если в ваши планы не входит прикупить больше акций после их падения, то на этот период неопределенности лучше избавиться от акций CMS.

Я был уверен, что с CMS все будет хорошо в долгосрочной перспективе. Компания зарабатывала хорошо, и ее избыточные запасы наличности неизбежно

приведут к более высоким доходам. На Среднем Западе спрос на электроэнергию растет, и вряд ли будет построено достаточно электростанций, чтобы полностью удовлетворить этот спрос. Когда предложение уменьшается, а спрос увеличивается, нетрудно угадать, что будет с ценами на электричество.

## **SUN TELEVISION & APPLIANCES**

Так же как многие другие акции нашего списка, акции компании Sun выросли с 18 долл. до 22,50 долл., а потом откатились до уровня меньше того, при котором я их рекомендовал. 5 июня я позвонил гендиректору компании Бобу Ойстеру. Он напомнил, что общие долги Sun TV составляют только 4 млн долл. Это очень сильная компания, и ее более слабые конкуренты сходят с дистанции: в течение января один из конкурентов закрыл свои магазины в Огайо, и еще один полностью вышел из бизнеса.

Несмотря на общий спад в экономике, Sun TV продолжала оставаться прибыльной. Она могла бы получить большую прибыль, если бы холодная погода весной и в начале лета не подкосила продажи кондиционеров: замерзающие люди не склонны покупать кондиционеры. Но зато они продолжают покупать холодильники и телевизоры, поэтому Sun TV планирует открыть от четырех до шести новых магазинов в 1993 году.

Ойстер заметил, что Sun TV располагает средствами, чтобы оплатить программу развития компании без дополнительной эмиссии акций и внешних займов. В 1992 году Sun планирует заработать по 1,15–1,20 долл. на акцию — это 20%-й рост при коэффициенте «цена/прибыль» 14. Вот это акция!

## **ОБЩИЕ ТОВАРИЩЕСТВА С ОГРАНИЧЕННОЙ ОТВЕТСТВЕННОСТЬЮ: SUN DISTRIBUTORS И TENERA**

Вице-президент компании Sun Distributors по финансам Луи Киссон прошелся по списку различных подразделений компании. Его доклад выглядел столь мрачным, что мне было неясно, как компания умудрилась завершить первый квартал с прибылью. Огромной проблемой был долг, причем 22 млн долл. этого долга необходимо было погасить к февралю 1993 года. Sun подготавливала себя к этим платежам так же, как это делает любой из нас — сокращая расходы и подавляя желание тратить деньги. Пока Sun воздержива-

лась от новых приобретений. Киссон считал, что это плохо, поскольку приходилось отказываться от возможности купить по очень хорошей цене многие фирмы, которые встраивались в специализацию компании Sun, — предприятия, связанные со стеклом, гидравликой и автомобильными запчастями.

Как вы, вероятно, помните, все дело в том, что в 1997 году пайщики класса А получают по 10 долл. на пай, а пайщики класса В получают все оставшиеся активы. Если экономическая ситуация улучшится, то можно оценить стоимость паев класса В в районе 5–8 долл. за штуку, а на нынешнем рынке они продаются по 3 долл.

Однако если экономическая ситуация станет ухудшаться, то Sun сможет легко продать некоторые из ранее приобретенных подразделений, чтобы получить средства на оплату долгов. Эти ценные франчайзинги дают компании некоторую защиту в случае необходимости.

Консультационная фирма в сфере ядерной энергетики под названием Tenera также пострадала от хороших новостей. Компания объявила о двух своих новых контрактах — с Martin Marietta и с Commonwealth Edison, которые являются крупнейшими операторами АЭС в Соединенных Штатах. Это доказывает, что консультационный бизнес фирмы Tenera все еще жизнеспособен — иначе зачем Martin Marietta и Commonwealth Edison тратить свое время (и деньги) на эту фирму? Затем компания объявила, что закрывается, чтобы урегулировать коллективный иск, который должен был обойтись дешевле, чем предполагали некоторые опасливые инвесторы. Кроме того, первый квартал компания закончила без убытков. Но все же ее акции не попали в список финалистов.

Я помню, что привлекло меня больше всего в компании Tenera: у нее не было долгов, она вела доходный консультационный бизнес, и, несмотря на тот факт, что ее подразделение программных продуктов разваливалось, акции все же стоили 2 долл. Если Tenera сможет за год получить выручку 40 млн долл. (что кажется более вероятным сейчас, нежели в январе), компания сможет получить прибыль 40 центов на акцию. Это общий план той ситуации, когда финансовая история компании становится лучше, а цена ее акций пока что остается неизменной. И это помогает мне выбрать акции такой компании для покупки.

## **CEDAR FAIR**

Я не могу рассматривать одно или пару ОТОО в отрыве от аналогичных компаний, которые я рекомендовал ранее. Высокая доходность и налоговые льготы делают такие товарищества очень привлекательными. На этот



раз я нашел еще пару акций, достойных внесения в лист покупок: Cedar Fair и Unimark. Cedar Fair управляет парком аттракционов Cedar Point, который расположен на берегу озера Эри. В начале августа мы обычно отправляемся туда всей семьей кататься на американских горках — это мой любимый вид рыночных исследований.

Компания Cedar Fair только что сделала важное объявление: она приобретает Dorney Park, большой центр развлечения под Аллентауном, — еще одно приятное место для проведения моих изысканий. Этой компании удалось зарегистрировать биржевую аббревиатуру для своих акций как FUN.

Но в начале 1992 года я еще не стал бы рекомендовать Cedar Fair для приобретения, поскольку пока не понимал, как именно компания собирается поднять доходы. Приобретение Dorney Park заставило задуматься: если Cedar Fair приобретет Dorney Park и добавит новые аттракционы, она сможет использовать свои проверенные методы для привлечения клиентов и сократить расходы.

4–5 млн людей живут на расстоянии автомобильной поездки от Cedar Point на берегу Эри, а до Dorney Park менее чем за три часа могут добраться 20 млн человек, жаждущих развлечений.

Сотрудников Cedar Fair это приобретение активов тревожит: уже второй раз за последние 20 лет Cedar Fair поглощает другую компанию. В цифрах все выглядит хорошо. Цена покупки Dorney составляет 48 млн долл. Поскольку за прошедший год Dorney заработала 4 млн, то коэффициент «цена/прибыль» этого приобретения составляет 12.

Но не всю сумму Cedar Fair выплачивает деньгами: 27 млн долл. она платит денежными средствами, которые берутся в займы, а остаток покрывается миллионом акций Cedar Fair, которые передаются владельцам Dorney Park.

А вот мой анализ этой сделки. Cedar Fair до приобретения имела прибыль 1,80 долл. на акцию. С дополнительным количеством акций на балансе для поддержания status quo надо получить дополнительный доход в 1,8 млн долл. Компании также необходимо заплатить 1,7 млн долл. процентов по 27-миллионному займу, взятому на это приобретение.

Откуда Cedar Fair собирается получить эти 3,5 млн долл., чтобы покрыть дополнительные доходы плюс платежи по процентам? Из доходов Dorney Park, которые оцениваются в 4 млн долл. ежегодно. При таком раскладе эта сделка должна увеличить доходы Cedar Fair.

И что же случилось, когда было объявлено о приобретении Dorney Park? В течение нескольких недель акции Cedar Fair не менялись в цене, оставаясь на уровне 19 долл. И не обязательно иметь доступ к конфиденциальной информации о состоянии компании, чтобы поучаствовать в этой сделке. Об этом можно прочитать в газетах, потратить время на анализ ситуации и успеть купить акции Cedar Fair по цене, предшествующей сделке.

## UNIMAR

У компании Unimar нет работников, у нее нет зарплатной ведомости. Это компания-холдинг с простым предназначением: собирать денежные поступления от продажи природного газа, поступающего из Индонезии. Эта выручка ежеквартально распределяется между держателями акций в виде хорошего дивиденда, который недавно составил приличную сумму в 20% годовых.

Но в третьем квартале 1999 года контракт между Unimar и индонезийскими нефтегазодобытчиками истекает, и тогда акции не будут стоить ничего. Это гонка на время: сколько газа будут добыты и продано и сколько дивидендов будет выплачено за оставшиеся шесть с половиной лет до истечения контракта.

Когда пишутся эти строки, акции Unimar продаются по 6 долл. Если к 1999 году акционеры получают дивидендов на 6 долл., то это не самые лучшие инвестиции. Зато если акционеры получают по 10 долл. в виде дивидендов, то это будет приличный вариант инвестиций, а если по 12 долл. — эта компания просто великолепна для вложений.

Размер дивидендов зависит от двух факторов: сколько природного газа удастся Unimar извлечь из месторождений в Индонезии (недавно компания расширила добычу, что делает акции более привлекательными), и по какой цене этот газ будет продаваться. Если цены на нефть и газ поднимаются, то с ними увеличиваются и выплаты компании; если цены снижаются, то выплаты тоже снижаются.

Unimar дает возможность инвесторам получить прибыль от будущего роста цен на нефть, а до этого получать очень хороший дивиденд. Это лучше, чем срочные сделки на газ и нефть, которые недешевы. Кроме того, спекуляции с такими ценными бумагами — более рискованная игра.

## FANNIE MAE

Еще одно колебание в цене акций дает инвестору очередной шанс прикупить акции замечательной компании по замечательной, то есть сниженной, цене. Цена акций Fannie Mae упала до уровня 55 долл. из-за того, что законы, выгодные для Fannie Mae, застряли в Конгрессе.

А в это время компания хорошо закончила первый и второй кварталы, и портфель ипотечных ценных бумаг вырос до 413 млрд долл. Даже в разгар спада на рынке недвижимости просроченные закладные Fannie Mae составляли ничтожную долю в 0,6% — половину от того, что было

пять лет назад. Прибыльность на акцию составила 6 долл. в 1992 году и 6,75 долл. в 1993 году. Стоимость акций росла на десятки процентов, и акции продавались при коэффициенте «цена/прибыль», равном 10.

23 июля 1992 года я позвонил Дженет Пойнт, представителю корпорации, чтобы узнать от нее самые свежие новости о том законе, который застрял на чтениях в Конгрессе. Она убеждала меня в том, что это несущественно для компании. Она почти уверена, что закон, который призван определить роль Fannie Mae, Freddie Mac и других подобных ассоциаций, с большой долей вероятности будет одобрен в Конгрессе, но сам факт принятия этого закона не так уж важен для Fannie Mae: компания вполне может прекрасно работать и без него.

## **ALLIED CAPITAL II**

Это фонд, который предоставляет кредиты венчурным фирмам под их акции. Мне понравились планы Allied Capital II приобрести самые лучшие займы, которые остались у обанкротившихся ссудо-сберегательных ассоциаций. Эти займы продавались на аукционе компанией Resolution Trust — и часто с большой скидкой.

Уже после того, как я рекомендовал акции Allied Capital II, в семействе фондов Allied появился новый фонд — Allied Capital Commercial. Он был создан для покупки различных займов. Теперь в семействе Allied было пять фондов. На фоне этого размножения фондов меня заинтересовала Allied Capital Advisors — особая компания, которая получает плату за управление от других венчурных предприятий Allied. Акции Allied Capital Advisors котируются на публичном рынке, и именно здесь руководители, которые создали все пять фондов, получают основную прибыль.

## **ЦИКЛИЧНЫЕ КОМПАНИИ: PHELPS DODGE И GENERAL MOTORS**

Покупка-продажа циклических акций происходит по тем же законам, по каким работают сети магазинов розничной торговли в середине фазы расширения сети. Акции Phelps Dodge выросли на 50% за шесть месяцев. Эта компания была одной из самых успешных среди списка избранных мною компаний (в количестве 21), но, к сожалению, времена легких денег уже

прошли. Акции Phelps Dodge были очень дешевыми на начало 1992 года (если исходить из доходов этого года), но ее будущее зависело от того, что произойдет с ценами на медь в 1993 году.

Я переговорил с гендиректором Дугом Ирли, и он отметил, что обычно, когда цена акций росла, аналитики с Уолл-стрит просто увеличивали собственные оценки доходов компании. Это пример того, как задача подгоняется под готовый ответ. Поскольку никто не может предсказать, куда пойдут цены на медь — вверх или вниз, то составлять такие оценки вполне можно поручить гадалкам. По этой цене я бы не стал покупать акции Phelps Dodge. Я бы лучше вложил свои деньги в компании Pier 1, Sun TV или First Federal of Michigan.

По сравнению с ценами на январь, акции General Motors выросли на 37%, а затем чуть снизились. Поскольку статистика продажи автомобилей оставалась не ниже миллиона штук в год, я мог предсказать хороший год для автомобильных компаний. Спрос должен остаться высоким, а низкий курс доллара и трудности у японских конкурентов помогут американским автомобилестроительным компаниям отвоевать обратно большую часть рынка.

Мне нравятся компании GM и Ford, но последние аналитические исследования убедили меня в том, что именно Chrysler должен быть первым в моем списке. И я следую этому мнению, несмотря на то что за 1992 год цена акций Chrysler уже успела удвоиться, обойдя двух других автогигантов. Меня поразила такой результат.

Большой ошибкой является отказ от покупки акций только потому, что их цена за последнее время возросла вдвое, втрое или даже вчетверо. И пусть миллионы инвесторов потеряли или выиграли на акциях Chrysler за один месяц, это никак не влияет на то, что может произойти с акциями на следующий месяц. Я пытаюсь анализировать каждый случай возможных инвестиций так, как будто у них нет прошлого — подход, известный как «здесь и сейчас». Все, что произошло ранее, уже неважно. Важно то, является ли цена акций в 21–22 долл. высокой или низкой, если прогнозируемые доходы составляют от 5 до 7 долл. на акцию.

Учитывая подобный подход, можно сказать, что последние новости от Chrysler были просто потрясающими. Даже когда компания скатывалась на грань банкротства, она умудрялась накопить 3,6 млрд долл. денежных средств, чтобы выплатить свой долгосрочный долг размером 3,7 млрд долл. Масштаб финансового кризиса на Chrysler сейчас преувеличен. Поскольку финансовое положение корпорации улучшилось, ее финансовое подразделение Chrysler Financial сможет занимать деньги по выгодным ставкам. Это должно улучшить прибыльность Chrysler.

Обновленная модель джипа Cherokee настолько популярна, что у Chrysler даже нет необходимости продавать его со скидкой. На каждом

джипе компания зарабатывает несколько тысяч долл. и столько же — на каждом мини-вэне. Эти две модели автомобилей принесли компании 4 млрд долл. в год, хотя год выдался трудным для автопрома в целом.

Полноразмерный пикап T300, прозванный автолюбителями «BMW-внедорожник», дает Chrysler хорошие позиции на рынке грузовиков, где ранее Ford и GM получили огромные прибыли. До сих пор у Chrysler не было в производстве полноразмерных грузовиков. Производство заурядных малых автомобилей, таких как Sundance и Shadow, было свернуто. Компания впервые за десятилетие ввела по-настоящему новый автомобильный дизайн — модели серии LH.

Автомобили с LH-системой: Eagle Vision, Chrysler Concorde и Plymouth Intrepid — получили достаточно высокое признание на рынке, чтобы рассчитывать на хорошую прибыль. Если они окажутся такими же популярными, как ранее Saturn или Taurus, это изрядно увеличит прибыль компании Chrysler.

Если что-то задержит компанию Chrysler на подъеме, то в ближайшие годы ей придется продать миллионы своих акций, чтобы иметь средства. В 1986 году в обращении было 217 млн акций, а сейчас их уже 340 млн. Но если бизнес корпорации Chrysler будет развиваться, как запланировано, то более высокие доходы в 1993–95 годах вполне смогут компенсировать бремя дополнительных акций.

В сентябре меня пригласили на передачу «Неделя на Уолл-стрит с Луи Рукизером». Это была десятая годовщина моего появления в этой передаче и еще одна возможность рекомендовать инвесторам очередную порцию акций. Несколько недель я готовился к этой передаче, так же как я готовлюсь к встречам в офисе *Barron's*, и был готов поделиться результатами своих изысканий с миллионами телезрителей.

На передаче «Неделя на Уолл-стрит» никогда нельзя знать заранее, о чем будет вопрос, и всегда крайне мало времени, чтобы прореагировать на него. Если бы меня не прерывали, то я бы мог говорить полчаса о своих последних находках, подобно тому, как бабушки и дедушки готовы говорить о своих внуках. Поскольку я слишком много времени потратил, чтобы правильно произнести название компании *Au Bon Pain*, то у меня не осталось времени, чтобы рассказать про *Fannie Mae*, или *First Federal of Michigan*, или про любимые мною ссудо-сберегательные ассоциации.

Я успел сказать пару хороших слов о Ford и Chrysler, то есть о тех же самых акциях, о которых я положительно отзывался во время первого своего появления в этой передаче — вопреки советам нескольких коллег. Похоже, в деле покупки акций мы совершили полный оборот и вернулись в исходную точку.

# ДВАДЦАТЬ ЗОЛОТЫХ ПРАВИЛ

Перед тем как закрыть текстовый редактор, не могу удержаться от последней возможности подытожить наиболее важное из того, чему меня научили два десятилетия инвестиционной деятельности. Многие рекомендации уже обсуждались в этой и других книгах. Пусть они станут моим вариантом прощального хора школы Св. Агнессы:

- \* Ваше преимущество как инвестора заключается не в том, чтобы следовать советам профессионалов с Уолл-стрит. Преимущество состоит в знаниях, которыми вы уже обладаете. Вы можете превзойти результаты профессионалов, если используете эти знания для инвестиций в компании или отрасли, в которых вы разбираетесь.
- \* В последние тридцать лет на фондовом рынке возобладала толпа профессиональных участников. Вопреки расхожему мнению, это только облегчает жизнь инвестору-непрофессионалу. Вы можете превзойти рынок, не обращая внимания на толпу.
- \* Корреляция между успешной деятельностью компании и ростом ее акций нередко отсутствует в течение нескольких месяцев или даже лет. Но в долгосрочном плане существует стопроцентная корреляция между успешной деятельностью компании и ростом ее акций. Этот разрыв и позволяет зарабатывать деньги, если вы терпеливо держите акции успешных компаний.
- \* Следует иметь представление, во что вы инвестируете и почему. Соображения вроде «Эта акция вырастет, как пить дать!» здесь не проходят.
- \* Стреляя наудачу, вы почти всегда промахнетесь.
- \* Акции, как и детей, не следует иметь больше, чем вы способны справиться. Если инвестиции не являются вашей основной работой,

вам, вероятно, хватит времени, чтобы отслеживать 8–12 компаний, покупая и продавая, когда для этого есть основания. Вряд ли целесообразно иметь в портфеле более 5 компаний одновременно.

- \* Если не удастся найти компании, которые кажутся вам привлекательными, положите деньги в банк до тех пор, пока не обнаружите таковые.
- \* Никогда не инвестируйте в компанию, если не знаете ее финансовое состояние. Именно фирмы с плохим финансовым положением ведут к рекордным убыткам.
- \* Избегайте модных компаний в модных отраслях. Вложения в отличные компании спокойных и не растущих отраслей неизменно приносят превосходный доход.
- \* Прежде чем инвестировать в небольшие фирмы, дождитесь, пока их деятельность начнет приносить прибыль.
- \* Убыток от вложения в акции 1000 долл. никогда не превысит этой 1000 долл. Однако вы можете рассчитывать, что со временем они превратятся в 10 000 долл. или даже 50 000 долл., если вы достаточно терпеливы. Следует только отыскать несколько хороших акций, чтобы ожидание сбылось.
- \* В каждой отрасли и в каждом регионе наблюдательный непрофессионал может найти великолепные растущие компании задолго до того, как их обнаружат профессионалы.
- \* Падение фондового рынка — столь же обычное явление, как январская метель в Колорадо. Если вы готовы к нему, оно не может причинить вам вреда. Падение — прекрасная возможность дешево купить акции, которые сбрасывают пугливые инвесторы, опасаясь бури.
- \* У каждого из нас достаточно ума, чтобы зарабатывать на фондовом рынке. Но не у каждого достаточно выдержки. Если вы склонны к панической продаже, вам лучше обойти стороной и акции, и взаимные фонды, инвестирующие в акции.
- \* Какая-нибудь причина для беспокойства всегда найдется. Избегайте раздумий на выходных и не обращайтесь внимания на жуткие прогнозы в СМИ. Продавайте акции компании, когда ее финансовые показатели ухудшаются, а не когда замаячил «конец света».
- \* Предсказать процентные ставки, перспективы экономики и динамику фондового рынка невозможно. Отбрасывайте подобные прогнозы и сосредотачивайтесь на том, что действительно происходит с компаниями, в которые вы инвестируете.
- \* Изучив 10 компаний, вы найдете одну, состояние которой лучше, чем ожидалось. Изучив 50, вы найдете 5 таких компаний. На фондовом