



ФИЛОСОФИЯ СТОИМОСТНОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ

«Я не пытаюсь предсказать поведение рынка – мои усилия направлены на поиск недооцененных ценных бумаг.»
Уоррен Баффетт

В июле 2019 года АО "Октан-Брокер" начало применять подходы крупнейших международных стоимостных инвесторов (таких как Уоррен Баффетт) к управлению собственными и клиентскими средствами на глобальных рынках с целевым ориентиром по среднегодовой доходности 18-20% в долларах.

Суть стоимостного подхода

Это оценка справедливой стоимости качественных бизнесов на основании детального анализа консолидированной финансовой отчетности компаний за длительный промежуток времени (10-15 лет). При этом покупка акций таких компаний по рыночным ценам, которые значительно ниже их справедливой стоимости, практически исключает риск безвозвратной потери капитала, создавая большой запас прочности инвестиций (маржу безопасности). А последующая продажа акций вблизи уровней их справедливой стоимости приносит прибыль, которая значительно выше среднерыночной.

Несмотря на пандемию коронавируса, глобальные экономические проблемы и мировую геополитическую напряженность, фактическая доходность наших вложений в качественные недооцененные бизнесы в разных странах за период с 01.07.2019 г. по 30.06.2023 г. значительно превзошла целевые ориентиры.

Общая прибыль инвестиционного портфеля составила:

**184,18% в долларах США
(или 302,48% в рублях)**

при общем приросте индекса S&P500 на 47,87% в долларах США (или 109,42% в рублях).

Среднегодовая прибыль портфеля составила:

**29,84% в долларах США
(или 41,64% в рублях)**

при среднегодовом приросте индекса S&P500 на 10,27% в долларах США (или 20,30% в рублях).

Многолетний успешный опыт таких профессионалов как У. Баффетт показывает, что философия инвестирования в стоимость является прочным и надежным фундаментом, на котором можно уверенно приумножать свои накопления на протяжении десятилетий высокими среднегодовыми темпами, которые являются недостижимыми для подавляющего большинства других инвестиционных направлений.

Инвестиционная философия стоимостного подхода (и лично У. Баффетта) серьезно отличается от общепринятых методов управления активами в подавляющем большинстве банков и инвестиционных компаний мира, поэтому результаты стоимостных инвесторов являются не только устойчивыми на длинных дистанциях в десятки лет вне зависимости от любых изменений во внешней среде, но и значительно превосходят среднерыночные показатели по индустрии.

Ниже приведен ряд взглядов стоимостных инвесторов на широкий круг вопросов, которые могут помочь сформировать правильное отношение к инвестированию всем заинтересованным.

Об инвестициях и риске

Инвестиции – это деятельность, направленная на приумножение покупательной способности активов, рассчитанной в твердой валюте с учетом инфляции. Риск – это вероятность того, что в долгосрочной перспективе эта цель не будет достигнута.

В соответствии с этими определениями долгосрочные инвестиции в «безрисковые» казначейские облигации развитых стран оказываются гораздо более рискованными (т. к. купоны по облигациям часто не покрывают инфляцию), чем долгосрочные инвестиции в обыкновенные акции (при условии, что активы являются качественными и куплены по разумным ценам).

Поэтому, с точки зрения стоимостных инвесторов, измерение риска через соотношение акций и облигаций в долгосрочном инвестиционном портфеле является ошибкой, т. к. зачастую высококачественные облигации могут увеличивать его риск (особенно в развивающихся странах, где дополнительно необходимо учитывать серьезное негативное влияние обесценивания национальных валют на все местные активы в долгосрочной перспективе).

Об использовании прогнозов

Краткосрочный прогнозный подход в инвестициях (в пределах двух лет вперед) является общепринятым и самым распространенным в мире, однако стоимостные инвесторы не только не используют любые виды геополитических, макроэкономических, корпоративных или рыночных прогнозов при принятии финансовых решений, но и полностью их игнорируют вне зависимости от социального статуса или престижа предсказателей, т. к. у прогнозного подхода есть серьезный недостаток, который сводит на нет все ожидаемые выгоды.

Дело в том, что любые прогнозы — это попытки угадать конкретный вариант будущего, в котором количество рациональных факторов и их взаимосвязей, влияющих на любые события, гораздо больше, чем те, которые можно реально охватить человеческим умом. А иррациональные факторы (ожидания, эмоции и реакции разных групп инвесторов) не только имеют гораздо более значительное влияние на дальнейшие события, но и в принципе не могут быть рациональным образом учтены в прогнозах.

В итоге получается, что принятие инвестиционных решений на основе подобных прогнозов — это игра в рулетку, где очень редко возможны и 5 выигрышей подряд, однако на длинной дистанции статистика и теория вероятностей возьмут свое, неминуемо оставив игрока в убытках.

О критерии эффективности управления активами

Среднерыночной доходностью (или доходностью по рынку) является прирост индекса широкого рынка США S&P500 на длинной дистанции (от трех лет). Соответственно, с точки зрения стоимостных инвесторов экономическая эффективность любых долгосрочных инвестиций в любой точке мира оценивается путем сравнения результатов управления инвестиционным портфелем в долларах с результатами индекса S&P500 на длинной дистанции. При этом результаты любых вложений в любой стране рассчитываются после того, как финансовые показатели на начало и конец инвестиционного периода будут переведены по соответствующим курсам в доллары.

Если среднегодовая доходность инвестиционного портфеля, рассчитанная в долларах, значительно превышает среднегодовой прирост индекса S&P500 на длинных дистанциях, то можно говорить о том, что активное управление эффективно и

имеет экономический смысл. Если среднегодовая доходность инвестиционного портфеля, выраженная в долларах, примерно соответствует среднегодовому приросту индекса S&P500 на длинных дистанциях или уступает ему, то в данном случае экономического смысла в активном управлении нет, логичнее от него отказаться и пассивно инвестировать в индекс S&P500 в долгосрочной перспективе.

Об особенностях получения среднегодовой доходности

Реальным ориентиром целевой среднегодовой доходности стоимостного подхода является 18-20% в долларах на длинной дистанции (от трех лет). В разные годы ситуация на глобальных рынках может значительно отличаться, также как и количество качественных недооцененных активов может быть очень разным не только по годам, но и в разные периоды в течение одного года, поэтому несмотря на среднегодовые цели 18-20% в долларах, доходности по годам могут различаться на порядок, а в некоторые годы даже быть отрицательными. Поэтому при выборе стоимостного подхода важно ориентироваться на долгосрочный инвестиционный горизонт.

Отличительной особенностью результатов стоимостного подхода является не только значительное опережение индекса S&P500 на длинной дистанции, но и более медленное временное снижение стоимости портфеля при наборе позиций в сравнении со снижением индекса S&P500. Например, фактическое максимальное временное снижение стоимости активов портфеля стоимостного инвестирования под управлением АО «Октан-Брокер» за период с 01.07.2019 г. по 30.06.2023 г. было зафиксировано в марте 2020 г. и составило около 22%, в то же время максимальное падение S&P500 составило около 35%.



Об отношении к теории эффективного рынка (ТЭР)

Согласно ТЭР (сформулированной Юджином Фамой), которая является основой инвестиционного образования в подавляющем большинстве бизнес-школ мира, вся существенная информация немедленно отображается в рыночной стоимости ценных бумаг. Т. е. бумаги не могут быть недооценены или переоценены рынком, т. к. рыночная цена является справедливой. В соответствии с этой теорией нельзя ожидать, чтобы какой-либо инвестор превосходил среднерыночные показатели (индекс S&P500) на длинной дистанции.

У. Баффетт сформулировал мнение стоимостных инвесторов по поводу ТЭР следующим образом:



«Достаточно недальновидно говорить об эффективности рынка, когда цена акции может находиться под влиянием "стада" с Уолл-Стрит, где крайние цены (максимумы и минимумы) устанавливаются наиболее эмоциональным участником торгов: самым жадным или самым расстроенным. По факту, рыночные цены очень часто иррациональны.»

Однако результаты стоимостных инвесторов, которые на дистанциях в десятки лет получали среднегодовую доходность 17%-25% в долларах (при среднегодовом приросте индекса S&P500 8%-9% на тех же временных интервалах) полностью опровергают теорию Ю. Фамы.

О влиянии психологии

Подавляющее большинство инвесторов некомфортно чувствует себя в состоянии неопределенности, стремится как-то спрогнозировать будущие события (хотя бы в общих чертах) и испытывает сложности с принятием самостоятельных финансовых

решений, ошибки в которых однозначно приведут к серьезным потерям собственных средств. Эти психологические особенности приводят к склонности слушать и присоединяться к прогнозам гадалок, прорицателей, астрологов, экономистов, аналитиков, «гуру» финансовых рынков (или к действиям простого большинства), считать такие суждения правильными, даже если они ошибочные (вместо того, чтобы сформировать непредвзятое собственное мнение на основании фактов).

Кроме того инвесторы часто ищут «гарантированную» доходность в виде ежемесячных/ежеквартальных/ежегодных (каких угодно, хотя бы мизерных, но, главное, стабильных) выплат, т. к. ощущение «гарантированной» доходности вселяет чувство «безопасности» (которое, конечно же, мнимое).

Неудивительно, что при использовании подобных схем принятия инвестиционных решений результаты на длинной дистанции не только значительно отстают от прироста S&P500, но в большинстве случаев и вовсе оказываются отрицательными. При этом такие инвесторы редко учатся даже на своих ошибках (не говоря уже о чужих), поэтому раз за разом принимают привычные решения (вместо правильных), которые снова и снова будут приводить к потере денег.

У стоимостных инвесторов нет потребности в поиске определенности на рынке, прогнозировании будущего или выяснении каких-либо мнений («экспертов», большинства и т. д.), т. к. по всем качественным активам заранее рассчитываются справедливые цены и все уровни недооцененности с планируемыми объемами покупок. Если рынок предложит выгодную цену покупки или продажи интересующего актива, то сделка состоится. Если на рынке нет выгодных предложений, то никаких действий не производится.



О диверсификации

Если инвестор является поклонником широкой диверсификации, лучшее, что он может сделать — пассивно инвестировать в индекс широкого рынка S&P500 (в индексе представлено 500 компаний), т. к. в случае самостоятельного распределения средств между классами активов (акции, облигации, товарные рынки, недвижимость, депозиты, структурные продукты, наборы индексов и т. д.), особенно при выборе времени инвестирования в каждый актив с периодической ребалансировкой портфеля, с высокой вероятностью на длинной дистанции итоговый результат значительно уступит приросту S&P500. Основная причина отставания от индекса простая — подавляющее большинство классов активов в таком портфеле в принципе не способны превзойти прирост S&P500 на длинной дистанции.

Стоимостные инвесторы рассчитывают справедливую стоимость качественных бизнесов по каждой компании индивидуально, инвестируют только в лучшие возможности, которых обычных условиях не так много (их количество значительно увеличивается в период обвалов фондовых рынков).

Поэтому концентрированный портфель из 10-20 качественных акций, купленных по ценам значительно ниже справедливых, диверсифицированных по странам и отраслям экономики, позволяет значительно превосходить индекс S&P500 на длинной дистанции.

”

Об уверенности в стоимостном подходе

Принципы стоимостного инвестирования работают уже не первое столетие, являются фундаментально устойчивыми и не зависят от конъюнктуры глобальных рынков. Бен Грэм сравнивал фондовый рынок с пациентом, страдающим маниакально-депрессивным психозом (или биполярным расстройством). До тех пор, пока на рынках будут присутствовать качественные бизнесы, справедливую цену которых можно рассчитать и эмоциональные участники, которые гоняют рыночные цены на активы то вверх, то вниз под влиянием жадности и страха (рыночная неэффективность), стоимостной подход будет работать, и на длинной дистанции можно получить прибыль, которая будет значительно выше среднерыночной.

"Хотя есть хорошие и плохие компании, нет такой вещи, как хорошие акции; есть только хорошие цены на акции, которые приходят и уходят."

Бен Грэм,
отец стоимостного инвестирования,
наставник Уоррена Баффетта



ОКТАН
ИНВЕСТИЦИОННАЯ ГРУППА