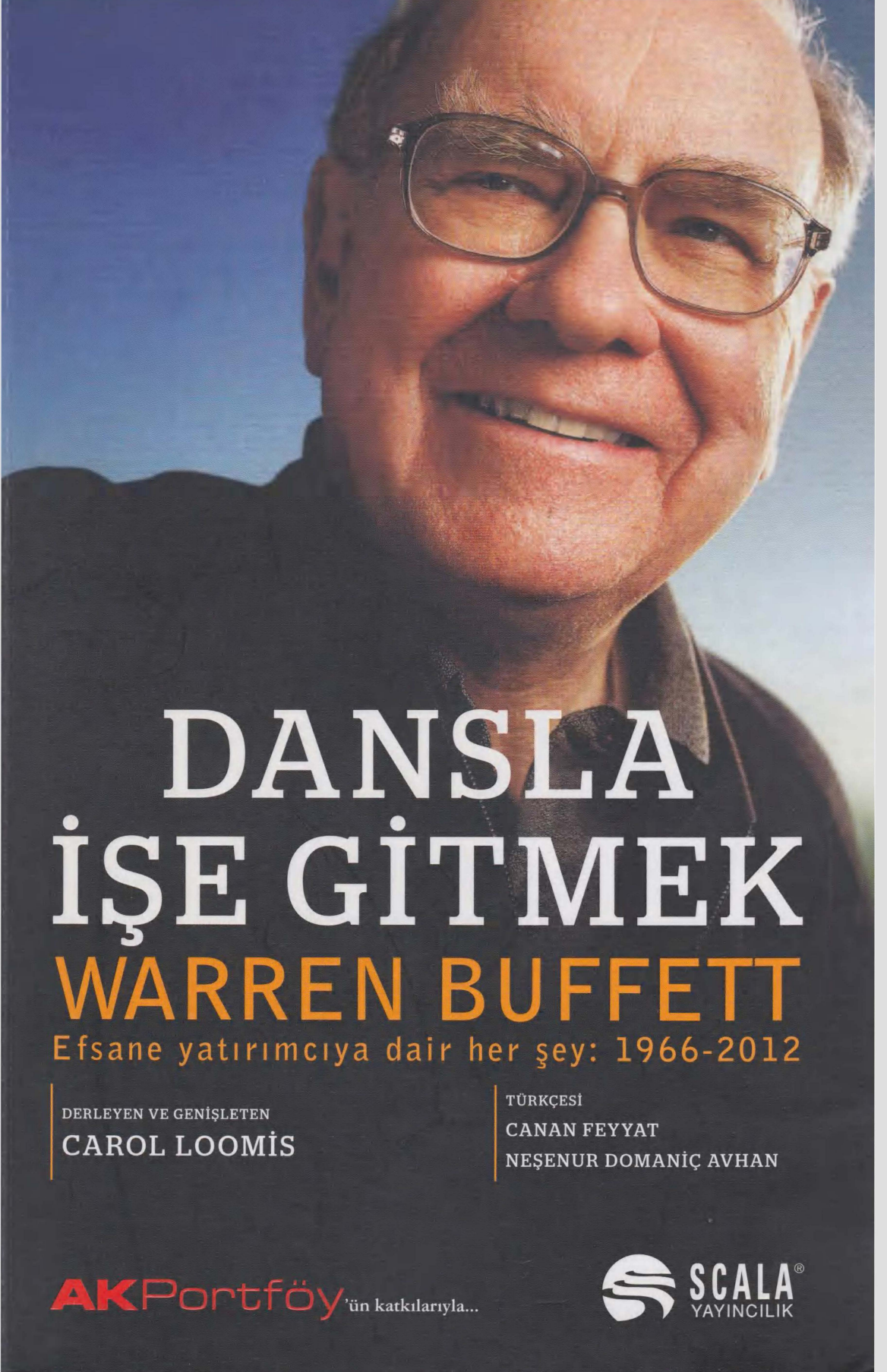


A close-up portrait of Warren Buffett, an older man with glasses, smiling. He is wearing a dark jacket over a collared shirt. The background is a clear blue sky.

DANSLA İŞE GİTMEK WARREN BUFFETT

Efsane yatırımcıya dair her şey: 1966-2012

DERLEYEN VE GENİŞLETEN

CAROL LOOMİS

TÜRKÇESİ

CANAN FEYYAT

NEŞENUR DOMANIÇ AVHAN

AKPortföy 'ün katkılarıyla...



SCALA[®]
YAYINCILIK

İçindekiler

Sunuş	17
Önsöz	19
Jones ile kimşe aşık atamaz Nisan 1966 Carol Loomis	23
Hedge fonlarını zor zamanlar bekliyor Ocak 1970 Carol Loomis'in makalesinden alıntı	32
Enflasyon hisse senedi yatırımcılarını nasıl kandırıyor? Mayıs 1977 Warren Buffett	35
Küçük kolejin yatırım oyunundaki büyük skoru 18 Aralık 1978 Lee Smith	56
BERKSHIRE HİSSEDARLARININ BAĞIŞLARI	63
Hissedarlar bağışları oyluyor 30 Kasım 1961 Lee Smith	64
Berkshire bağışlardan vazgeçiyor 11 Ağustos 2003 Nicholas Varchaver	69
Başkan Buffett'ın mektupları 22 Ağustos 1983 Andrew Tobias	72
Borsayı yenebilir misiniz? 26 Aralık 1983 Daniel Seligman'ın makalesinden alıntı	81
Sadece üç sayılık atışlar Daniel Seligman imzalı kutu yazısı	84

BUFFETT VE CAPITAL CITIES/ABC	86
Stratford Sherman, Peter Petre, Bill Saporito ve Carol Loomis'in makalelerinden alıntılar	
Hisse geri alımlarıyla borsayı yenmek	91
29 Nisan 1985 Carol Loomis'in makalesinden alıntı	
Bilin bakalım Whoops tahvillerini kim aldı?	94
29 Nisan 1985 Kenneth Labich	
Şimdi bunu dinle	100
28 Nisan 1986	
Hepsini çocuklara mı bırakmalı?	101
29 Eylül 1986 Richard I. Kirkland Jr.'ın makalesinden alıntı	
Birleşme için B-U-F-F-E-T-T harflerini tuşlayın	105
22 Aralık 1986 Newstrend bölümünden	
Endeks vadeli sözleşmelerine ilişkin erken korkular	106
7 Aralık 1987 Warren Buffett'ın Kongre üyesi John Dingell Jr'a gönderdiği uyan mektubu	
Warren Buffett'ın içeriden hikâyesi	112
11 Nisan 1988 Carol Loomis	
BUFFETT VE SALOMON	132
Salomon dehası mı?	133
11 Nisan 1988 Carol Loomis	
Buffett'in Salomon'da zamana karşı yarışı	135
27 Ekim 1997 Carol Loomis	
Şimdi bunu dinle	153
10 Ocak 1994 Salomon krizinden 2,5 yıl sonra Buffett'ın esprili yorumu	
Nebraska Special	154
26 Eylül 1988 Terence Pare	

Warren Buffett'tan sıcak tüyo: Freddie Mac hisselerinde alım zamanı 19 Aralık 1988 Brett Duval Fromson	155
BRİÇ MASASINDA NELER OLDU? Aslar masada 5 Haziran 1989 Julia Lieblich	160
Cayne kadınları kızdırdı 15 Ocak 1990 Alan Deutschman	161
Bir milyarla nasıl yaşamalı? 11 Eylül 1989 Alan Farnham'ın makalesinden alıntı	163
Şimdi bunu dinle 23 Ekim 1989	165
YENİ WARREN BUFFETT'LAR VE ESKİSİ Onlar yeni Buffett'lar mı? 30 Ekim 1989 Brett Duval Fromson'un makalesinden alıntı	166
Ve şimdi eskisine bakalım 30 Ekim 1989 Brett Duval Fromson	169
Nasıl Gaf yaptım? 9 Nisan 1990 Buffett'ın Berkshire Hathaway'in 1989 yıllık raporunda hissedarlara yazdığı mektuptan alıntı	172
Zengin ve ünlülerin çocukları 10 Eylül 1990 Alan Farnham'ın makalesinden alıntı	177
Midas'ın kulakları indirimde 5 Kasım 1990 alıntı Edmund Faltermayer	180
Buffett hurda alıyor 22 Nisan 1991 Jennifer Reese	182
Şimdi bunu dinle 5 Nisan 1993	183

BUFFETT VE COCA-COLA	184
John Huey, Betsy Morris ve Pattie Seller, Carol Loomis'in makalelerinden alıntılar	
Buffett riske nasıl bakıyor	190
4 Nisan 1994 Buffett'in Berkshire Hathaway'in 1993 yıllık raporunda hissedarlara yazdığı mektuptan alıntı	
Buffett 200 milyon dolarlık hava boşluğuna düştü	192
17 Kasım 1994 Colin Leinster	
BUFFETT VE GATES	194
Ahbap milyarderler	195
16 Ocak 1995 Brent Schlender	
Gates, Buffett'ı anlatıyor	197
5 Şubat 1996 Bill Gates	
Türev karmaşasını çözmek	204
20 Mart 1995 Carol Loomis'in makalesinden alıntı	
Şimdi bunu dinle – iki alıntı	205
3 Nisan 1995 ve 29 Mayıs 1995	
Warren Buffett American Express'te neden büyük oynuyor?	206
30 Ekim 1995 Linda Grant'in makalesinden alıntı ve kutu yazısı	
Berkshire'dan hisse hediye edene Buffett bedava	212
18 Mart 1996	
Bill ve Warren Show	213
20 Temmuz 1998 Derleyen Brent Schlender	
Kumdan kule	238
26 Ekim 1998 Carol Loomis	
Jimmy ile Warren akraba mı?	252
21 Haziran 1999 Tyler Maroney	

Denetim komitelerine mali sorumluluk tartışması	254
2 Ağustos 1999 Carol Loomis	
Warren Buffett'tan borsaya dair	256
22 Kasım 1999 Carol Loomis'in makaleye dönüştürdüğü bir Buffett konuşması	
Warren Buffett: Uyanışçı vaiz	269
19 Mayıs 2000 Amy Kover	
Warren Buffett First Lady'ye yatırım yapıyor	272
20 Ekim 2000 Jeffrey Birnbaum	
TEKRAR TEKRAR HAYRAN BIRAKIYOR	275
Değer makinesi	276
19 Şubat 2001 Carol Loomis	
Fortune mektuplar sütunundan bir mektup	290
26 Mart 2001	
Warren Buffett'tan borsaya dair	291
10 Aralık 2001 Carol Loomis'in makaleye dönüştürdüğü bir Buffett konuşması	
Herkesin istediği övgü yazısı	306
16 Eylül 2002 Jerry Useem'in yan sütun yazısı	
Her şeyin kâhini	307
11 Kasım 2002 Andy Serwer	
Fortune mektuplar sütunundan bir mektup	323
17 Şubat 2003	
Bir "mega-felaket"ten kaçınmak	324
17 Mart 2003 Berkshire Hathaway'in 2002 yıllık raporunda Buffett'in hissedarlara hitaben yazdığı mektuptan alıntı	
Su anda paramızı nereye yatırıyoruz?	331
17 Mart 2003 Berkshire Hathaway'in 2002 yıllık raporunda Buffett'in hissedarlara hitaben yazdığı mektuptan ikinci alıntı	

Bilge Asya'ya gidiyor	333
26 Mayıs 2003 Clay Chandler	
GÜÇ MESELESİ	336
İş dünyasındaki en güçlü 25 insan	336
11 Ağustos 2003 Jerry Useem'in makalesinden alıntılar	
En güçlü iş adamı: Warren Buffett	338
11 Ağustos 2003 Andy Serwer	
ABD'nin giderek artan dış ticaret açığı ülkeyi elimizden alıyor	
Acilen uygulamamız gereken çözüm yolu	340
10 Kasım 2003 Warren Buffett-Carol Loomis	
Yabancılar dolarlarından niçin kurtulamıyor	351
10 Kasım 2003 Warren Buffett-Carol Loomis imzalı tek sütun yazısı	
Buffett'a uygun piyasa	353
17 Mayıs 2004 David Stires	
Şimdiye kadar aldığım en iyi tavsiye	354
11 Mart 2005 Warren Buffett'ın bir anısı, derleyen Carol Loomis	
91 milyar dolarlık sözleşi	357
31 Ekim 2005 Daniel Roth	
Kazançlarınızı azaltın!	367
20 Mart 2006 Buffett'ın 2005 yıllık raporunda Berkshire Hathaway hissedarlarına hitaben yazdığı mektuptan alıntı	
Buffett'in diğer yarısı	372
29 Mayıs 2006 Andy Serwer	
Buffett GM'i destekliyor ve bir Cadillac alıyor	376
29 Mayıs 2006 Alex Taylor	
YARDIMSEVER SAHNEDE	377
Warren Buffett servetini bağışlıyor	378
10 Temmuz 2006 Carol Loomis	

Buffett'in başış planı nasıl uygulanacak	389
10 Temmuz 2006 Carol Loomis	
11 milyar doları yirmilikler halinde ister miydiniz?	392
24 Temmuz 2006 Carol Loomis	
Buffett'tan Gates'e: Harca!	394
19 Mart 2007 Jia Lynn Yang	
Efsaneye göre değ�erleme	396
3 Eylül 2007 Warren Buffett	
Kâhinin kredi krizi	397
31 Mart 2008 Telis Demos	
Warren ne d�������...	398
28 Nisan 2008 Nicholas Varchaver	
Buffett'in b���� bahsi	407
23 Haziran 2008 Carol Loomis	
Obama'nın i� d������ için anlamı	416
2 Temmuz 2008 Nina Easton'un makalesinden alıntı	
Buffett'in borsametrosi "al" diyor	417
16 �ubat 2009 Carol Loomis ve Doris Burke	
F�rt�nada ko�anlar	419
20 Nisan 2009 Adam Lashinsky'nin makalesinden alıntı	
Buffett sorumluluğu ��stleniyor	420
27 Nisan 2009 Marc G��nther	
Hayranlık duyulanlar kime hayranlık duyar	430
22 Mart 2010 Anna Bernasek'in makalesinden alıntı	
Buffett'in Mr. Fix'i	431
16 Ağustos 2010 Brian Dumaine	

BAĞIŞ TAAHHÜDÜ	443
600 milyon dolarlık çağrı	444
5 Temmuz 2010 Carol Loomis	
İnsanlığa yardım taahhüdüm	455
5 Temmuz 2010 Warren Buffett	
Genç Buffett Pekin'i fethediyor	458
17 Ekim 2011 Bill Powell	
Çin'de bağış krizi	464
17 Ekim 2011 Bill Powell'ın tek sütun yazısı	
Hisse senetleri niçin altın ve tahvillerden daha üstün performans gösteriyor	466
27 Şubat 2012 Buffett'ın 2011 yıllık raporunda Berkshire Hathaway hissedarlarına hitaben yazdığı mektuptan alıntı	
Editörden son not	474
Tesekkür	475

SUNUŞ

Warren Buffett 1 Mart 2013'te Berkshire Hathaway hissedarlarına yazdığı yıllık mektupta 2012 yılında 24.1 milyar dolar kazanç elde ettiklerini açıklarken 1965 yılında Berkshire'ın başına geçtiğinde 24 milyar dolar kazanca ulaşabileceklerini hayal bile edemediğini söylüyor.

Buffett devraldığı zaman Berkshire Hathaway küçük bir tekstil şirketi idi ve hisse başına değeri 19 dolardı. Aralık 2013 sonlarında bu kitap baskıya girerken bir adet A Grubu Berkshire hissesinin değeri 176.900 dolar.

Buffett'in neredeyse yarım yüzyıllık istikrarlı ve tutarlı yatırım başarısını tesadüflerle açıklamak imkansız. Kendisi başarısını doğru zamanda, doğru yerde dünyaya gelmiş olmasına ve işine duyduğu tutkuya bağlıyor.

Warren Buffett az sayıda ilkeyle şekillenen yatırım stratejisini hiç değiştirmemiştir. O ne tarzını ne de başarısını ölçtüğü kriterleri değiştirir. Piyasayı tahmin etmeye çalışmaz, düşük fiyatlanmış menkul değerleri bulmaya odaklanır. Kolay olanı seçer ve bilmediği, anlamadığı, hatta kızkardeşinin anlamadığı işe girmez. İşte bu yüzden 1950'lerden bu yana her dönemde ve her piyasada kazanmıştır.

Bu kitap Warren Buffett'ın kariyerinin 46 yılına ışık tutuyor. 1966 yılında Omaha dışında pek kimsenin tanımadığı 36 yaşındaki Buffett'ın dünyanın en büyük yatırımcısı haline gelmesine tanık oluyoruz. Fakat bunu geleneksel biyografide olduğu gibi bir anlatıcıdan dinlemiyoruz. 1966-2012 yılları arasında Fortune dergisinde Buffett ile ilgili yayınlanmış makaleleri kronolojik bir düzen içinde sıralayan Carol Loomis, neredeyse her makalenin başına konuyla ilgili önceki veya sonraki gelişmeleri ekleyerek güncellemiş. Bir makaleden diğerine geçerken bazen Buffett'ın

yatırım ve yönetimle ilgili ilkelerine dair bildiklerimizi tazeliyor, bazen yeni yönlerini keşfediyoruz. Bazen hatalarını itiraf ettiğine tanık oluyoruz, bazen de hiçbir yatırım kararı almadan sabırla doğru zamanı ve doğru işi beklediğine tanık oluyoruz. Toplumsal konulardaki görüşlerini, hatta anne baba olmaya dair fikirlerini görüyoruz.

Bu kitap moda olanın değil 'değer'in peşindeki Warren Buffett'ın dünyası ve uzun vadeli perspektifi hakkında önemli dersler içeriyor. Hepsinden önemlisi de okura Buffett hakkında kendi nesnel fikrini oluşturma olanağı veriyor. Yaşadığımız güncel pratikler de borsaların günlük al-sat'lardan ziyade uzun vadeli bir yatırım olduğu konusunda Buffett'ın 'casino toplumu'na çare arayan görüşleri ile örtüşüyor.

Scala Yayıncılık ile 10 yılı aşkın bir süredir yürüttüğümüz yatırım klasiklerini Türkçe'ye kazandırma projemizde bu yılbaşı yer alan "Dansla İşe Gitmek- Omaha sihirbazı Warren Buffett'a dair her şey" kütüphanenizin başucunda yer alan ve dönüp sık sık başvuracağınız bir yatırım klasiği olacak.

Emeği geçen herkese teşekkürlerimizi iletiyoruz.

Keyifli okumalar.

Dr. Alp Keler

Ak Portföy Yönetimi A.Ş.

Genel Müdür

ÖNSÖZ

Fortune ekonomi basınında Warren Buffett'ı tüm yayınlardan daha yakın planda izlediği için ve ben de uzun yıllardır *Fortune*'da Buffett hakkında en çok yazan yazar olduğumdan neden branşımın dışına çıkıp bir Buffett biyografisi hazırlamadığım sorusuyla çok sık karşılaştım. Öznenin yakın dostu olan bir yazarın iyi bir biyografi çıkaramayacağından emin olduğum için her zaman hayır dedim. Gerçekten de 40 yıldan fazladır Warren'ın dostu, neredeyse o kadar uzun zamandan beri şirketi Berkshire Hathaway'in hissedarı ve 35 yıldır da hissedarlara yazdığı yıllık mektuplarının gönüllü editörüyüm. Okurların da bilmesini istediğim için Buffett hakkında *Fortune*'da yazdığım tüm makalelerde bütün bunları belirtirim. Bu ilişkinin, yazar ve özne arasında hatırı sayılır bir mesafe olması gereken geniş yelpazeli bir kişisel ve mesleki biyografi için sağlam bir temel olmadığını düşünüyorum. Bu temel olmadığına göre, bu soru da yoktu benim için.

Fakat sonra kafamın içinde bir kıvılcım çıktı, Buffett hakkında *Fortune*'da yayınladığımız onca makale aslında meslek yaşamının biyografisiydi ve mükemmel bir kitap olabilirdi. İşte karşınızda: Dansla işe gitmek. Buffett işine olan aşkını yıllar önce böyle tanımlamıştı. Berkshire'yı yönetmek ona öyle büyük heyecan veriyordu ki her sabah koşu koşu gidiyordu işinin başına. Bu kitap Warren hakkında yazılmış ve çoğu kronolojik olarak sıralanmış uzun makalelerden (ve "Jimmy ile Warren Buffett akraba mı?" gibi kısa ve hafif yazılardan) oluşan bir derleme. Büyük makalelerin her birine -toplamda 40- giriş veya yorum yazdım. Bu paragraflarda makalenin özellikle önemli olan noktalarını açıkladım, mesela Warren'ın hangi tahmininin doğru çıktığı ve hangisinde yanıldığı, yazının anafikri konusunda bugün ne düşündüğü gibi açıklamalar ekle-

dim. Geneli itibarıyla kitap uzun bir geçmişi -46 yıl- anlatıyor ve bu süreç yalnızca Buffett'ın kendisi için değil, içinde başarıyla faaliyet gösterdiği Amerikan ekonomisi açısından da önemli bir zaman dilimi. ("Hımm, 46 yıl" diyebilirdi Buffett. "Uzun zaman, ABD'nin varoluşunun neredeyse beşte biri.")

Kitapta yer alan makale ve alıntıların büyük bölümü bana ve benim gibi *Fortune*'da görev yapmış veya hâlâ yapmakta olan yaklaşık 40 gazeteciye ait. (John Huey, Rik Kirkland ve Andy Serwer da onların arasında yer alıyor. Andy yayın yönetmenliğine yükseldi. John daha yükseğe, Time Inc. yayın yönetmenliğine geçti). Fakat yazarlardan biri de Buffett'ın kendisi. Buffett bize özel iki önemli makale yazdı; yıllık raporlarında belirttiği görüşlerden çıkardığımız ve makaleye dönüştürdüğümüz paragraflar da esasen Buffett'a ait. Ayrıca tanınmış iş kitapları yazarı Bill Gates de bir makalesiyle yer alıyor.

Bu kitap yazarlarıyla olduğu kadar içeriğiyle de muazzam farklı. Yol boyunca kendimizi fazla tekrar etmemeye çalıştık, öyle olması gerektiğinde de yaptığımız tekrarı yeniden yazdım. Aslında kendimizi tekrarlamamız oldukça kolaydı, çünkü Warren yeni şeyler yapmayı sürdürüyor.

Bu kitabı bitirdiğinizde Warren'ın iş yaşamının geniş yelpazesini görmüş olacaksınız. Buffett'tan söz ettiğimiz ilk yazı 1966 tarihliydi. Başka biri (Alfred Winslow) hakkında yazdığım o yatırım yazısında Buffett ile ilgili tek bir cümle geçiyordu ve orada tek "t" kullanarak adını yanlış yazmıştım. Zayıf bir mazeret olduğunu bilsem de, 1966 yılında Omaha dışında tanınmamış biri olduğunu söyleyerek af dileyeceğim (O zamanlar kendi şehrinde birkaç yatırımcı Warren'ı iyi tanıyordu, çünkü onları zengin ediyordu). 1983'te Buffett'ın hissedarlara yazdığı mektupları haber yapması için (bkz. sayfa 72) *Fortune* tarafından görevlendirilen serbest gazeteci Andrew Tobias, o dönemde Buffett'ın adını bile duymamıştı. Bu da Warren'ın 1977'de bizim için yazdığı ve onunla ilgili olarak bugün bile e-posta aldığı enflasyon hakkındaki harika makaleyi (bkz. sayfa 35) ne yazık ki kaçırdığını gösteriyor.

Kitabın ortalarında yer alan ve 1988 yılında benim yazdığım "Warren Buffett'ın İçeriden Hikâyesi" başlıklı makale Buffett'ın kariyer yolunda

yatırım işinin yanında ikinci bir mesleğe, şirket yönetimine yönelişini anlatıyor ve yakında Berkshire Hathaway'i Amerikan ekonomisinde çok büyük bir güç haline getireceğinin sinyallerini veriyor. Pek az kişi Berkshire'nın o eski küçücük halini bilir. Berkshire 1965 yılında Warren devraldığı zaman *Fortune* 500 listesine giremeyecek kadar küçük, New England'lı bir şirketti. 2011 yılında ise listenin 7 numarası. Sıralamadaki bu yer, *Fortune* 500 listesinin birinci kriteri olan kazançlara dayanıyor. Buffett'ın görüşüne göre daha büyük bir başarı olan piyasa değeri kategorisinde Berkshire 9 numara.

Üstelik bütün bunlar bir adamın yaşam süresi içinde oldu ve kuşkusuz hâlâ devam ediyor.

Kitabın kronolojik düzeninde son yıllara ait yazılar, Warren'ı yatırımlarının ve şirket yönetiminin ötesine, söz gelimi bağış taahhüdüne taşıyarak yelpazeyi tamamlıyor. Bu adımı atmak için bir felsefe yaratması gerekmedi. Büyük miraslara hep karşı çıktı (bkz. sayfa 101) ve parasının neredeyse tamamını bir gün hayırlı işlere yönlendirmek üzere kenara ayırdı. Fakat hep eşi Susie'nin -ondan iki yaş genç- kendisinden daha uzun yaşayacağını ve parasını onun dağıtacağını düşündü. Susie inme-ye bağlı beyin kanaması sonucunda 2004'te öldüğünde bu iş, hem de bütün ağırlığıyla Warren'ın omuzlarına kaldı. Böylece 2006 yılında parasını hemen dağıtacağını belirten açıklamayı yaptı ve 2010 yılında Bill ve Melinda Gates ile Bağış Taahhüdü'nü hayata geçirmek için kocaman bir adım attı. *Fortune* bu kitabın sonlarına doğru yer alan kapak yazılarında haberin her detayını duyurdu.

Bu adamı yatırımlardan uzaklaştırabilirsiniz, ama yatırımları ondan uzaklaştıramazsınız. Bu kitabın Warren'ın 2011 yılı faaliyet raporundan uyarlanan son yazısı, üç yatırım türünü ve onun hangisini tercih ettiğini anlatıyor. Bu seçiminin sürpriz bir yanı yok, ama kitabı okumayı bitirdiğinizde Buffett'ın yatırım tavsiyelerden bir doz daha almak hiç fena olmayabilir.

Benim açımdan, bu kitabı derlemek *Fortune*'daki kariyerimde (1954-hâlâ devam ediyor) uzun bir yolculuk oldu ve tabii adının sonuna çift "t" koymayı unutmamak için kendime yaptığım sonsuz uyarıları yol boyunca anımsattı. Daha da önemlisi, Buffett'ın yatırım ve yönetim dehasını,

yaratıcılığını ve bunlardan hiç de aşağı kalmayan görüşlerindeki tutarlılığı yine ve yeniden, üstelik bu kez çok daha geniş ve çok daha layıkıyla hatırlattı.

Tanınmış yazar William Buckley'nin bir arkadaşı Buffett hakkında burada uyarlamak istediğim bir ifade kullanmıştı. *Fortune* ve ben, Warren Buffett zaman içinde Warren Buffett olurken onun yanında durduğumuz için şanslıyız.

Jones ile kimse aşık atamaz

Nisan 1966

CAROL LOOMIS

Birini -Warren Buffett- anlatan bir kitaba, başka biri -Alfred Winslow Jones- ile ilgili bir makaleyle başlamak garip olabilir. Fakat Jones hakkındaki 1966 tarihli bu makale böyle bir kitabın en başında yer almayı hak ediyor. Her şeyden önce, Fortune'da Warren Buffett adı ilk kez bu makalede geçmişti; tabii utanarak söylüyorum, soyadı tek "t" ile, Buffett olarak yazılmıştı. Bu hatayı yapan da, elinizdeki kitabın ve içindeki diğer birçok makalenin yazarı, bendeniz Carol Loomis idi. Yazının yayınlanmasından bir süre sonra, o zamanlar broker olarak çalışan eşim John Loomis, Buffett ile tanışmış ve hiç vakit kaybetmeden yaptığım yazım hatasıyla dalga geçmek için beni aramıştı. Bir zaman sonra Buffett ve eşi Susie, John ile beni New York'ta öğle yemeğine davet etmişlerdi; o gün başlayan dostluğumuz bugün bu kitabı getirdi.

Jones makalesiyle ilgili ikinci önemli nokta, bu yazının A.W Jones'u ve bir fonun "hedge edilmesine" ilişkin kendine özgü konseptini dünyaya tanıtmış olmasıydı. Elbette bu tür bir fon kuran ilk Wall Street'li Jones değildi: Ondan önce Benjamin Graham da hedge stratejileri uygulayan bir ortaklığı yönetmişti. Ancak Jones'un bir anda parlayan başarısı birçok Fortune okuru için "vahiy" gibi bir şeydi ve başlıbaşına hayret bulan bu makale, kendi adlarına "Jones tarzı" fonlar yönetmek için hızla yola koyulan birçok kişiye yol haritası oldu. Bugün hâlâ hedge fon sektörüne ilişkin yazılar ve tarihçelerde hemen her zaman bu makaleye de yer verilir ve dünyanın gelişiminde bir kilometre taşı olarak ifade edilir.

Makaleyi okuyanlar giriş cümlesindeki "tereddüü" sezebilirler: "İnanmamız için nedenler var..." ifadesinin "çok net bir söylem" olduğunu söylemek zor. Bunu şöyle açıklayabilirim: O dönemde A.W. Jones'un perfor-

mans kayıtlarına ulaşmıştım ve daha iyisini bulamamıştım, diğer bireysel yatırımcıların performanslarına ilişkin bilgim kesinlikle tam değildi.

Omaha'lı Warren Buffett'in geçmişe dönük kayıtları elimizdeydi, Buffett ile Jones'u karşılaştırmak ilginç olabilirdi, ama sonuç getirecek bir çaba olması zordu. O dönemde A.W. Jones &Co ile ilgili 10 yıllık mali dönem kayıtlarını edinmiştik; buna karşılık Buffett Ortaklığı'nın kayıtları takvim yılını esas almıştı ve yalnızca 9 yıl geriye gidiyordu. Beş yıllık dönem bazında Jones 1965 mali yılını mayıs ayında tamamlamış ve yüzde 325 yapmıştı. Buffett'in 1965 yılı ise aralık ayında sona ermiş ve yüzde 334'e ulaşmıştı.

Ama bugün bütün bunlar mazide kaldı, ikisi de farklı yollara yöneldi: Bir sonraki makede ele alacağımız gibi Buffett ortaklığını kapatırken, Jones hedge fonları için o dönemde oldukça zorlaşan hisse senedi piyasasında mücadele etmek üzere sahada kaldı. — CL.

Bugünlerde yatırımcıların parasını yöneten en iyi profesyonel para yöneticisinin çok konuşan, az fotoğraf veren Alfred Winslow Jones olduğuna inanmamız için nedenler var. Adını pek az iş adamı biliyor, ama hafızaları çok gerilere gidebilenler onu *Fortune*'daki yazılarından hatırlayabilirler; 1940'ların başlarında Time Inc.'in kadrolu yazarlarındandı. Geçtiğimiz yıllarda borsada sergilediği performans onu Wall Street'in harikalarından biri, birçok yatırımcısını da milyoner yaptı. Jones, 31 Mayıs'ta sona eren beş yıllık dönem boyunca tasarrufuna bırakılan yatırımlarla yüzde 325 kazandı. Aynı yıllarda tüm yatırım fonları içinde en iyi performansı sergileyen Fidelity Trend Fonu ise "yalnızca" yüzde 225 kazandırdı. Mayıs ayında sona eren 10 yıllık dönemde Jones yüzde 670 getirirken, aynı 10 yıl boyunca sektörde faaliyet gösteren yatırım fonlarının lideri Dreyfus Fonu'nun getiri oranı yüzde 358 oldu.

Jones'un operasyonlarını yürüttüğü araç bir yatırım fonu değil, sınırlı ortaklık. Jones bu türden iki ortaklığı yönetiyor ve iki ortaklığın yatırım hedefleri birbirinden biraz farklı. Ama her ikisinin de temelindeki yatırım stratejisi aynı: Fonun sermayesi hem kaldıraçlı, hem de "hedge" edilmiş. Kaldıraç, fonun kendisini son kertesine kadar kredilendirmesinden kaynaklanıyor. Hedge, yani koruma ise kısa pozisyonlarla sağlanıyor;

fonun portföyünde her zaman birkaç kısa pozisyon yer alıyor. İki fonda da yaklaşık 60'şar yatırımcı var ve bunların şu andaki ortalama yatırımları 460.000 dolar civarında.

Jones'un başarıları bir dizi "hedge fonunun" ortaya çıkmasını getirdi. Son iki yılda Jones'un iki önemli yardımcısı kurumdan ayrılarak kendi sınırlı ortaklıklarını kurdular. Bunlardan biri City Associates (sermayesi yaklaşık 17.500.000 dolar), diğeri ise Fairfield Partners (14 milyon dolar sermayeli); her iki ortaklığın da çarpıcı performanslar sergilediğini görüyoruz.

Hedge fonu sektörüne bu ay yeni bir ortaklık, Fleschner Becker Associates giriyor; bu ortaklığın yöneticileri geçtiğimiz birkaç yıl boyunca Jones ile çalışmış olan Wall Street broker'ları. Bu ortaklıkların dışında küçük ölçekte bir dizi hedge fonu da sektörde faaliyet gösteriyor.

Ayrıca, geçmişte Jones ile iş yapmış olan L. Hubshman&Co adlı küçük broker'lık firması da ortaklık yapısına doğru kayarak Hubshman Fund adı altında, hedge fonu prensipleriyle yatırım yapacak açık uçlu bir yatırım şirketi (yani yatırım fonu) kuruyor. Düzenlemelere tabi bir yatırım şirketinin Jones'un tekniklerini özel bir ortaklık kadar etkin kullanıp kullanamayacağını göreceğiz. Bu arada Hubshman'ın bu adımı çok sayıda yatırımcıya hedge fonu fikrinden pay almanın yolunu açıyor.

Bugün 65 yaşında olan Jones hayatının büyük bölümünde borsadan çok sosyoloji ve yazma ile ilgilendi. 1938 yılında Columbia Üniversitesi'nde sosyoloji doktorası yapmaya karar verdi. Bir yandan doktorasını almayla çalışırken, diğeryandan Columbia Üniversitesi'nin Uygulamalı Sosyal Analiz Enstitüsü'nün direktörlüğünü yaptı ve bu kurum için ABD'deki sınıf ayrımları üzerine büyük bir proje yürüttü. Doktora tezinin temelini oluşturan bu proje *Yaşam, Özgürlük ve Mülkiyet (Life, Liberty, and Property)* adıyla yayınlandı. (İki yıl önce Octagon Books tarafından yeniden basıldı). *Fortune*, Jones'tan bu kitabı bir makale halinde özetlemesini istedi (Şubat 1941) ve yazar olarak kadrosuna aldı. İzleyen beş yıl boyunca (bu sürenin bir bölümü *Time* dergisinde geçti) Atlantik konvoyları, çiftçi kooperatifleri ve erkek çocukların gittiği hazırlık okullarına dair finansla ilgisi olmayan makaleler yazdı. 1946 yılında Time Inc..'ten ayrıldı, fakat Mart 1949'da borsada kullanılan çeşitli "teknik" yaklaşımlara yer verdiği

“*Tahmin yürütme modaları*” (*Fashions in Forecasting*) başlıklı bir makaleyle serbest yazar olarak *Fortune*’un sayfalarına geri döndü.

Bu yazı için yaptığı araştırmanın sonunda geçimini borsadan sağlayabileceğine inanan Jones, 1949 yılı başlarında dört arkadaşıyla genel bir ortaklık olan A.W. Jones&Co şirketini kurdu. Başlangıç sermayeleri 100.000 dolardı ve bunun 40.000 dolarını Jones koymuştu. Birinci yılında ortaklığın sermayesi üzerinden kârı yüzde 17,3 gibi tatmin edici bir rakama ulaştı ve bu tablo işin gidişatı konusunda bir fikir verdi. Başlangıç sermayesinin tamamı ortaklıkta bırakılmadı; eğer bırakılsaydı, bugünkü değeri 4.920.789 dolar olacaktı (ortakların vergileri için tahsisat ayrılma-dan önce).

İlk yıllarda Jones, esas itibarıyla, kendisine ait bir “hedge” fikri de dahil olmak üzere bir dizi yatırım yaklaşımını deniyordu. Giderek bu yeni teknik üzerinde çalışmaya ve şekillendirmeye yoğunlaştı.

Aslında hedge konsepti Jones’u hem yükselen hem de düşen hisselerde para kazanma pozisyonuna sokuyor ve kısmen de piyasanın genel trendi hakkında yanılması halinde zarardan koruyor. Jones temkinli bir yatırımcının sermayesinin bir bölümünü bu tür yanlış değerlendirmelerden korumak isteyeceğini varsayıyor. Çoğu yatırımcı riske karşı savunmasını nakit rezervleri tutarak veya tahvil/bono seçenekleriyle oluştururken, o açığa satarak kendini koruyor.

Jones açığa satışa kuşkuyla bakan yatırımcılara, “muhafazakâr amaçlarla spekülatif teknikler” kullandığı yanıtını veriyor. Bunu da şu örneklerle açıklıyor: Diyelim ki 100.000 doları olan bir yatırımcı bunun 80.000 dolarını hisse senetlerine, kalanını da “güvenli” tahvillere yatırırken, Jones 100.000 doları 50.000 dolar daha borçlanmak için kullanabiliyor (şu andaki yüzde 70 teminat koşulları uyarınca dönüştürülebilir bonolar ve borsaya kote edilmemiş hisse senetleri almak için 50.000 doların bile üstünde borçlanabiliyor). Bu 150.000 doların 10 bin dolarını sevdiği hisselerle yatırabiliyor ve aşırı değerli olduğunu düşündüğü hisselerde de 40.000 dolarlık açığa satış yapabiliyor. Böylece uzun pozisyonunun 40.000 dolarını hedge etmiş (yani kısa pozisyonla dengelemiş) oluyor ve kalan 70.000 dolar da tamamen riske açık kalıyor.

Bu rakam Jones’un başlangıç sermayesini temsil ediyor, dolayısıyla

da Jones “riskini” 70 olarak tanımlıyor. (Uygulamada, bir komplikasyon daha var: Jones dolar rakamlarını bazı hisselerin daha oynak, dolayısıyla da diğerlerinden daha riskli olduğunu varsayan bir hesapla düzeltiyor. Jones’un portföyündeki her hisse senedinin bir “hız” reytingi var -örneğin Syntex’in 6,61, Kerr McGee’nin 1,72- ve yatırılan para bu katsayılarla çarpılıyor. Böylece “düzeltilen” miktarlar da daha sonra riski hesaplamak için kullanılıyor). Jones’un ölçme yöntemiyle tahvillere 20.000 dolar yatıran daha geleneksel yatırımcının borçlanmadan ve açığa satmadan maruz kaldığı risk 80. Borsa yüzde 10 aşağı giderse ve bu iki portföydeki hisselerin tümü aynı şekilde gerilerse, Jones diğer yatırımcıya göre portföyünün hedge etmiş olduğu bölümünde başabaş gelecek ve hedge etmediği pozisyonunda da daha az kaybedecek; 8.000 dolar yerine 7.000 dolarlık bir kaybı olacak. Bütün hisseler yüzde 10 yükselirse, Jones diğer yatırımcıdan daha az kazanacak.

Bu nedenle, Jones’un sorunu, piyasa genelinin üzerinde değer kazanacak hisseleri almak ve ortalamanın altında yükselecek (ya da fiilen düşecek) hisseleri açığa satmak. Bu çabasında başarılı olursa ödülü katlanıyor, çünkü sermayesinin bir bölümünü değil yüzde 150’sini çalıştırıyor. Dolayısıyla, hedge kavramının en önemli avantajı, yatırımcının kısa pozisyonunun uzun tarafta azami düzeyde agresif iş yapmasına imkân vermesi.

Jones’un piyasanın yönüne ilişkin tahminleri vasat duruyor. 1962 yılının ilk aylarında yatırımcıları adına 140’lık hayli riskli bir pozisyon almıştı. Piyasa geriledikçe, kısa pozisyonlarını yapması gerektiği gibi hızla değil, yavaş yavaş artırmıştı. O ilkbaharda zararı büyüktü ve yatırımcıları mali yılı küçük bir kayıpla kapatmışlardı (Jones’un zararda olduğu tek yıldır). Dahası, bu kırılmadan sonra borsanın düşeceğini düşünmüş, böylece piyasanın toparlanmasından başlangıçta yararlanamamıştı. Geçen yıl tanık olduğumuz gibi, mayıs-haziran düşüşü boyunca oldukça “boğacı” idi ve sonra, tam büyük rallinin başlangıç noktasında ayıcı oluverdi. Ağustos ayında fiyatlar yükselirken Jones 18 riske geldi; yani, kısa pozisyonları uzun pozisyonlarının üstüne çıkarken, hedge edilmemiş kısa pozisyonları ortaklığın sermayesinin yüzde 18’i kadardı.

Piyasaların yönüyle ilgili bu yanlış hesaplamalara rağmen Jones’un

hisse seçimi genelde çok iyiydi. Sonbaharda nihayet tekrar “boğacı” olduğunda, çok sayıda “doğru” kâğıtta uzun pozisyondaydı; yani, Syntex, National Video, Fairchild Camera, havayolu şirketleri. Şubat ayı sonunda, mali yıl kazançlarını, bir fonunda yüzde 38, diğer fonunda yüzde 31’e çıkardı; aynı dönemde Dow Jones Sanayi Endeksi’nin kaydettiği artış yüzde 6 (kâr payları dahil) idi.

Hedge fonu yöneten herkes, hedge kavramı temel bir unsur olsa da (“Geceleri rahat uyumalıyım” diyor içlerinden biri), başansının gerçek sırrının hisseler hakkında iyi bilgi edinebilmesi ve bu bilgi üzerine çok çabuk harekete geçebilmesi olduğunu söyler; Ortaklık yapısı her ikisi açısından da yararlı ve Jones’un neler yaptığını yakından incelemeye değer.

Jones parasını çalıştırmasını ısrarla isteyen birçok arkadaşını da yapıya dahil etmek için 1952 yılında şirketi genel ortaklıktan sınırlı ortaklığa çevirdi. Yeni partnerlerle yapılan anlaşmaya göre, yalnızca mali yılın sonunda paralarını geri çekebilecekler veya yeni para koyabileceklerdi. Bu anlaşma hâlâ sürüyor. Ayrıca Jones ve diğer genel ortakları, sınırlı ortakların parasından realize edilen kârların (realize edilen zararların düşülmesinden sonra) yüzde 20’sini alıyorlar. Bu, bütün hedge fonlarında gördüğümüz bir uygulama ve Jones’un orijinal fikri değil. İlk kez Benjamin Graham bu çizgide bir sınırlı ortaklık yönetmişti. Bugün de Jones kadar liberal olmasalar da, yöneticilerine kâr bazında ödeme yapan bazı yatırım fonları var; Oppenheimer Fund, Equity Fund, Leon B. Allen Fund. Hubshman Fund da bu tür bir düzenleme ile çalışacak.

Sınırlı ortakların Jones’un realize ettiği devasa kârlardan şikayet etmelerini gerektirecek bir neden görünmüyor. Bu sansasyonel karşılaştırmalı performans rakamları, sınırlı ortakların, genel ortakların kârları çıkarıldıktan *sonraki* kazançlarını yansıtıyor. Diğer bir ifadeyle, rakamlar, Jones’un portföy performansı açısından Fidelity Trend ve Dreyfus karşısındaki fiili üstünlüğünü gerçekte olduğundan daha az gösteriyor.

O halde, çok sayıda yatırımcının yıllardır Jones’un ortaklığına bu kadar rağbet etmesine ve o yapı içinde yer almayı çok istemesine şaşmamak gerek. Ne var ki, özel, düzenleme dışı yatırım fonu olarak organize oldukları için Jones her yıl az sayıda ortak alıyor, ve fondaki ortakların akrabalarına veya yakın dostlarına öncelik veriyor.

Bugüne kadar olan yapıda ortakların çeşitlilik gösteren bir grup oluşturduğunu görüyoruz. Sınırlı ortaklıkta en büyük hisse Meksikalı iş adamı Louis E. Stephens'e ait. Kimya şirketi General Products S.A'nın emekli genel müdürü Stephens'in bu mali yılın başında Jones ortaklığındaki parası 2.260.000 dolardı. Bir başka büyük hisse, profesyonel heykeltraşlığa yönelen bir tıp doktoruna, A. Arlie Sinaiko'ya ait. Sinaiko'nun ailesiyle birlikte Jones fonunda toplam 2 milyon dolar yatırımı bulunuyor; bu paranın büyük bölümü portföyün değer kazanmasından kaynaklanıyor. Richardson'ların çoğu Richardson-Merrell ile bağlantılı ve şirketin başkanı Smith Richardson Jr.'in de ortaklıkta parası var. *Lenin'in Yaşamı (The Life of Lenin)* başta olmak üzere birçok kitabın yazarı Louis Fischer ile varlıklarının büyük bölümü yün endüstrisinden gelen briç ustası Samuel Stayman da yine Jones fonunun ortaklarından. Stayman'ın ayrıca hem iki büyük hedge fonu, City Associates ve Fairfield Partners'da, hem de bazı açılardan hedge ilkelerini kullanan, ama esas olarak ve büyük bir başarıyla uzun vadeli yatırımlara yoğunlaşan Omaha operasyonu, Buffett Partnership Ltd'de 45 milyon doları var. Hedge fonlarındaki diğer önde gelen iş adamları, Loew's Theatres'in başkanı Laurence Tich ve Kellwood'un eski başkanı Maurice Perlstein.

Her biriyle görüştüğümüz Jones'un sınırlı ortaklarının 1 Haziran itibariyle fondaki toplam yatırımı 44.898.000 dolar. Bu miktarın yaklaşık 5 milyon doları 10 genel ortağın ailelerine ait. Bütün fonlarını ortaklıkta tutma konusunda anlaşmış olan genel ortakların ayrıca 5 milyon dolarlık yatırımı bulunuyor. Bunun yaklaşık 2 milyon doları Jones'un. (Jones'un iki çocuğu da sınırlı ortak ve fondaki toplam yatırımları 2.500.000 dolar). İçinde bulunduğumuz mali yılda, şu ana kadar elde ettiği kazançlar dahil Jones toplamda 70 milyon dolara yakın bir sermayeyi yönetiyor. Operasyonun boyutu, borçlanılarak fona eklenmiş parayla birlikte bile orta ölçekli bir yatırım fonundan daha büyük değil.

Ancak tüm hedge fon yöneticileri gibi muazzam miktarlarda komisyon elde ettiği için Jones'un Wall Street'teki ağırlığı kat kat büyüyor. Açığa satışlar kısa vadeli kâr veya zarardan başka bir sonuç içermediğinden bu pozisyonlara özgürce girip çıkabiliyor. Aynı şekilde, açığa satışlarda zararda olduğunda, uzun pozisyonlarından kısa vadeli dengeleyici

kazançlar sağlamayı kolay buluyor. Genelde, hedge fonlarının portföy devir hızı yüksek.

Hedge fonlarının hisse senetlerinde diğer fonlara göre oldukça yüksek oranda pozisyona girip çıkmayı doğal bulmalarının önemli bir nedeni, broker'lardan iyi ve yeni fikir akışı sağlama gibi özel bir yeteneğe sahip olmaları, üstelik bu yeni ve iyi fikirleri erken edinebilmeleri. Aslında yatırım fonlarının çoğu elde ettikleri komisyonların büyük bölümünü (belki de yüzde 90'ını), fonlarının hisselerini halka satan broker'lara kanalize etmek zorunda kalıyorlar. Yatırım fonu satışlarında önemsiz ama araştırma alanında güçlü olan bütün firmalara komisyon işinde çok az kalıyor. Diğer yandan, ortaklık fonlarının satacak hisseleri yok, böylece komisyonlarının cömert bir kısmını araştırmanın karşılığını "ödemeye" ayırabiliyorlar. Jones'un durumunda ödemeler dolambaçlı bir şekil alıyor. Neuberger&Bermar broker'lık firması pratik olarak Jones'un bütün emirlerini yürütüyor, ama elde edilen komisyon gelirlerinin yalnızca yüzde 50 kadarını alıyor; kalan yüzde 50'yi de "iade" çekleri şeklinde, Jones'un belirlediği broker'lara gönderiyor. Jones'un araştırmalarına çok güvendiği bir broker'lık firması bu çeklerden yılda muhtemelen 50.000 dolar kazanabiliyor; bunun üçte biri, hatta daha fazlası bu iyi fikirleri sağlayan ve hesabı yöneten satıcıya gidiyor. Böylece satıcı Jones'u bilgilendirmeyi sürdürme konusunda işbirliğine hayli açık oluyor.

Jones'un şirket örgütlenmesi, alım-satım kararlarının hemen, danışma komitesi olmaksızın alınmasına imkân verecek şekilde oluşturulmuş. Her biri genel ortak olan beş portföy yöneticisi var; bunların her biri ortaklık sermayesinin belli bir yüzdesi üzerinde karar verme yetkisine sahip; ayrıca dışarıdan birçok "danışman" görev yapıyor, bunlardan biri yatırım danışmanı, diğerleri ise aracı kurum analisti veya satıcı. Bu dışarıdan danışmanlara da yönetmeleri için sermaye veriliyor. Gerek Jones, gerekse iki numaralı adamı Donald Woodward işleme koyulmadan önce her emri görüyor, ancak yalnızca ortaklık belli bir hissede fazla yüklü görüldüğü zaman müdahale ediyorlar; yani belli bir hissede aynı anda birkaç portföy yöneticisi satışa geçmişse ya da arzu edilmeyen bir oranda "riske" yönelme söz konusu olduğunda devreye giriyorlar.

Portföy yöneticileri, piyasanın uzun süreli bir yukarı trend sergilediği

dönemlerde en zor işlerinin iyi açığa satış fırsatlarını yakalamak olduğunu söyleyeceklerdir. Wall Street analistleri tipik olarak boğa trendindeki şirketleri keşfetmeye yoğunlaşıyorlar ve Jones'a umut vaad eden açığa satış fırsatlarını nadiren getiriyorlar. Böyle olunca da, Jones ve diğer hedge fonu yöneticileri kısa pozisyon portföylerinde başabaş noktasında bulunduklarında, normal olarak kendilerini şanslı sayıyorlar. Jones geçen ayın başında Korvette, Bristol-Myers, Admiral ve Du-Pont'un da aralarında bulunduğu 60 ayrı hissede kısa pozisyondaydı. Büyük hedge fonlarının tümü Control Data hisselerinde kısa pozisyon almıştı.

Jones son zamanlarda seyahatlere ve çoğu kendi vakfı Foundation for Voluntary Service (Gönüllü Hizmet Vakfı) tarafından finanse edilen bağış projelerine daha fazla zaman ayırıyor. Bay Jones, Peace Corps' adına bazı alan gezileri gerçekleştirdi. Jones'un vakfı bir bakıma "Ters Peace Corps" gibi çalışarak Hindistan kökenli beş genç sosyal hizmet görevlisinin ABD'de yürüttükleri faaliyetlere destek veriyor. Bay Jones ayrıca, ABD'deki yoksulluğu ve bu konuda neler yapılması gerektiğini ele alan bir kitap daha yazmayı düşünüyor.

* Peace Corps: Barış Gönüllüleri. ABD hükümeti ve aynı ismi taşıyan devlet kuruluşu tarafından yürütülen bir gönüllü programıdır. Programın üç amacı vardır: Teknik yardım sağlamak, ABD dışındaki halkların Amerikan kültürünü ve Amerikalıların diğer ülkelerin kültürlerini anlamasına yardımcı olmak. 1961 yılından bugüne (2010) kadar 200.000'den fazla Amerikalı Barış Gönüllüleri bünyesinde 139 ülkede çalışmıştır. (Çn.)

** Yazar, "Reverse Peace Corp" ifadesiyle borsadaki reversal (ters) arbitraj işlemlerine gönderme yapıyor. (Çn.)

Hedge fonlarını zor zamanlar bekliyor

Ocak 1970

Carol Loomis'in makalesinden alıntı

Çiçeği burnunda hedge fonu sektörü birkaç yıldır devam eden ve büyük bölümü 1968'in korkunç spekülasyon piyasasında edinilmiş aşırı gösterişli kârlardan sonra, 1969 yılının boyrat ayı piyasasında hayli hırpalandı. Fonları koruyacağı düşünülen hedge stratejileri büyük ölçüde başarısız oldu. Birçok fon zarar yazdı; müşterilerin paralarını geri çekmesi üzerine bazı fonlar büyük sermaye kayıpları yaşarken, birkaçı devrildi.

Bu makalenin küçük bir bölümüne konu olan Buffett Ortaklığı ise tersine, 1969 yılında para kazanarak bugüne dek kırılmamış kâr zincirine bir halka daha ekledi. Bu arada fon büyüdü, varlıkları 100 milyon dolara yükseldi (Aynı dönemde A.W. Jones'un yönettiği iki fonun toplam varlığı 160 milyon dolardı).

Fakat o zamanlar 39 yaşında olan Warren Buffett pek de mutlu değildi. 1968 yılının spekülasyon aşırılıklarına çılgınlık gözüyle bakıyordu. "Bu benim anlamadığım bir piyasa" diyordu ve hisse senetlerinden para kazanmanın giderek zorlaştığını düşünmeye başlamıştı. Böylece 13 yıllık faaliyetinin ardından, 1969'da Buffett Ortaklığı'nı yıl sonunda kapatacağını açıkladı.

Aşağıda yeniden yayınladığımız makalenin Buffett ile ilgili iki paragrafı işte bu konuya değiniyordu. Okuyacağınız alıntıda Buffett'ın sınırlı ortaklarına sağladığı büyük çaplı getiriyi göreceksiniz: 13 yıl boyunca yüzde 23,8 bileşik yıllık getiri. Fonun "brüt" rekoru -bir başka ifadeyle, Buffett'ın aldığı teşvik primi düşülmeden önceki rakam- doğal olarak çok daha şaşırtıcıydı: Yıllık yüzde 29,5 bileşik getiri. Aynı dönemde Dow'un toplam getirisi yüzde 7,4 olmuştu. Buffett, ortaklığın yönetiminden yaklaşık 25 milyon dolarlık bir servet biriktirmişti.

Ortaklığını kapatması gerektiğini düşünürken yürüttüğü mantığın parayla pek ilgisi yoktu. Doğru, izleyen birkaç yıl içinde, özellikle de 1973 ve 1974'te hisse senedi piyasası oldukça zor dönemlerden geçti. Ancak hiç kuşkusuz, hisse senetleri onlarca yıl boyunca yatırımcılarını gayet güzel ödüllendirmeye devam etti. Neyse ki Buffett, kendisi -ve peşinden giden yatırımcıları- için, Berkshire Hathaway'in yönetim kurulu başkanı ve de nakit fazlasının usta yatırımcısı olarak piyasalarda kaldı.

Buffett'in dükkânı kapatmak için açıkladığı diğer neden -para istiflemeyi bırakıp başka şeylere yönelme zamanının geldiği düşüncesi- gerçeğin içinde solup gidiyordu. Onu harekete geçiren para değildi. Bugün gösteriştten tamamen uzak bir yaşamı sürüyor. Ama servet oluşturmak onun için büyüsunü hiçbir zaman kaybetmeyecek bir oyun. Ortaklığını kapattığında oyunun birinci devresi sona ermişti. Berkshire'ın başına geçtiğinde ikinci devre başlayacaktı. — CL.

1970 yılı yalnızca bazı başarısız hedge fonlarının kepenk kapatmasına ve diğer birçoğunun daralmasına damgasını vurmakla kalmayacak, aynı zamanda ülkenin en eski, en geniş ve en başarılı yatırım ortaklıklarından Omaha'da kurulu Buffett Ortaklığı'nın tasfiyesini de beraberinde getirecek. Buffett'in operasyonunu bir hedge fonu olarak adlandırmak, yalnızca, genel ortak Warren E. Buffett'in (39) sınırlı ortakların kârlarını paylaştığı düşünüldüğünde doğru olabilir. (Bu oldukça sıradışı düzenlemede, sınırlı ortaklar yüzde 6'nın üzerindeki tüm yıllık kazançları kendilerine alıyorlar; o düzeyin üzerinde Buffett 1/4 kesinti yapıyor.) Öte yandan neredeyse tamamen uzun vadeli "değer" durumlarına yatırım yapması nedeniyle bildiğimiz hedge fonlarından ayrılıyor. Buffett'in performansı olağanüstü iyi. Onüç yıllık operasyonunun her yılını (1969 dahil) kârlı kapatmış ve yatırımcılarına yılda bileşik yüzde 24 kazandırmış bulunuyor.

Ancak şimdi, sınırlı ortaklarını çok üzmesine rağmen Buffett oyunu bitiriyor. Bu kararın arkasında birkaç nedeni var. Bunlardan biri, zamanının geldiğini düşünmesi ve artık paranın (şu anda kat ve kat milyoner) daha fazla kazanmaya değil başka amaçlara yönelmesi gerektiği yönünde güçlü bir duygu hissetmesi. Fakat aynı zamanda, hisse senedi

piyasasında kaymağın bir bölümünün tükendiğini ve gelecekte büyük çaplı kazançlar sağlamanın çok zor olacağını da düşünüyor. Dolayısıyla, yatırımcılarına daha “pasif” bir çıkış yolu olarak, ortaklıktaki paralarını hisse senedi piyasasına değil belediye tahvillerine yatırımlarını öneriyor.

“Hard Times Come to the Hedge Funds” orijinal başlıklı makalenin tam metnini fortune.com/buffettbook adresinde bulabilirsiniz.

Enflasyon hisse senedi yatırımcılarını nasıl kandırıyor?

Mayıs 1977

WARREN BUFFETT

Bu kitapta Warren Buffett tarafından yazılmış 12 makale yer alıyor. Bunlardan ikisi, ilkini aşağıda okuyacağınız Fortune için özel olarak yazdığı makaleler. Diğerleri ise makalelere dönüşen iki büyük konuşmasını; bir Kongre üyesine gönderdiği önemli bir mektubu; Bağış Taahhüdü; ve Berkshire Hathaway hissedarlarına yazdığı mektuplardan yapılmış altı alıntıyı içeriyor.

Buffett 12 makalenin ilki olan aşağıdaki yazıyı kaleme aldığı dönemde, üst düzeyde ve fevkalâde yetenekli Fortune editörü Dan Seligman ilk taslağın üzerinden geçmek üzere Omaha'ya gitmişti. Seligman bu işte hayli yorulmuştu; insanlar, genelde, yazdıklarının kısaltılmasına direnirler ve her türden değişikliğe pek uysal yaklaşmazlar. Bir noktada epey canı sıkılan Seligman, Fortune'un genel yayın yönetmeni Bob Lubar'ı arayarak, belki de derginin yazıyı yayınlanmaktan tümünden vazgeçmesi gerektiğini söylemişti. Ancak makalenin yayınlamaya değer olduğunu belirten Lubar, bu işin yarım bırakılamayacağı cevabını vermişti.

Sonuçta ortaya çıkan yazı -hiç kuşkusuz Seligman'ın birkaç düzeltmesini yansıtıyordu- Buffett'ın karmaşık sorunların sonuçlarını düşünme konusundaki olağanüstü yeteneğinin erken örneklerinden biriydi. Bu makale bugüne kadar içerdiği bilgelikle hatırlandı. Gerek Buffett, gerekse Fortune hâlâ yazının şu ya da bu yanıyla ilgili yorumlar içeren mektuplar alıyorlar.

Fakat makalede ifade ettiği görüşler birkaç açıdan yanlış çıktı. Birincisi, Buffett (iş dünyası da genelde aynı kanıdaydı) yüksek enflasyon

oranlarının süreceğini ve yatırımcıların başına dert olacağını düşünmüştü. Öngöremediği şey, 1979 yılında Fed'in başına geçen ve enflasyonun belini büken kararlı deha Paul Volcker'dı.

İkincisi, Buffett kurumlar vergisi oranlarında gidişatı yanlış değerlendirmiş ve "muhtemelen indirilmeyeceğini" düşünmüştü. Gerçekte, 1979'da başlayan bir dizi vergi indirimi, bu makalenin yazıldığı dönemde yüzde 48 düzeyinde seyreden kurumlar vergisi oranını bugün yüzde 35 seviyesine getirdi.

Bu durum Buffett'ın büyük kurumlarda özkaynak kârlılığının yüzde 12 civarına yapışıp kalacağı yönündeki yanlış inanışını da açıklamaya yardımcı olabilir. 1981 yılında, geçmiş beş yıllık dönemde Fortune 500 şirketleri için medyan getirinin -yüksek enflasyon oranlarına rağmen- yüzde 14,8'lik ortalamaya yükseldiğine işaret eden "Kârlılık tavan yapıyor" başlıklı bir yazı yazıyordum. Bu yazı, söz konusu yükselişi şirketlerin kaldıraç oranlarını biraz yükseltmelerine, vergi indirimlerinin tadını çıkarmalarına ve vergi öncesi kâr marjlarını yükseltmeye yönelmelerine bağlıyordu.

Buffett bugün kapitalizmin mükemmel işlediğini, rekabetin kâr marjlarını düşük tutmuş olacağını söylüyor. Ama şunu ekliyor: "Bir şeyi görmezden gelemezsin: Tahminlerimde hatalıydım, özellikle de vergiler konusunda."

Yine de yüksek enflasyon oranlarının hisse senedi yatırımcısını kandıracağından hâlâ emin ve enflasyonun kontrol edilemez olduğu yıllardan kanıtlar gösteriyor. 1977'de hisse senedi alan yatırımcıların, Volcker 1982'de enflasyonu yüzde 8'in altına itinceye kadar alım gücünde çok bariz bir düşüş ve kayıp yaşadığını anımsıyor Buffett. — CL.

Enflasyonist bir ortamda hisse senetlerinin de tıpkı tahviller gibi pek az kazandırdığı uzun zamandır sır değil. Geçtiğimiz 10 yılın büyük bölümünde böyle bir ortamdaydık ve hisse senetleri için gerçekten zor zamanlar oldu. Ancak hisse senedi piyasasının sorunları hâlâ tam olarak anlaşılmış değil.

Bir enflasyon döneminde tahvil sahiplerinin yaşadığı sorunların gizemli hiçbir yanı yok. Doların değeri ay ve ay düşerken, geliri ve ana

para ödemeleri dolar cinsinden olan bir menkul değerin büyük bir “kazan” olmayacağı açık. Bunu görmek için ekonomide doktora yapmanız gerekmez.

Uzun zaman hisse senetlerinin başka türlü bir şey olduğu düşünül-müştü. Yıllar boyunca geleneksel akıl hisse senetlerinin enflasyona karşı bir koruma olduğunda ısrar etti. Bu önermenin kökleri hisse senetlerinin tahviller gibi sabit bir getiri hakkı doğurmadığı, üretim tesislerine sahip şirketlerin mülkiyetini temsil ettiği düşüncesinde yatıyordu. Yatırımcılar, hisse senetlerinin reel anlamda değerlerini koruyacağına, politikacıları basabildikleri kadar para basmaya iteceğine inanıyorlardı.

Peki neden böyle olmadı? Bence başlıca nedeni, ekonomik özü itibarıyla, hisse senedinin aslında tahvile çok benzemesiydi.

Bu görüşün birçok yatırımcıya egzantrik geleceğini biliyorum. Tahvilin getirisinin (kupon) sabit olduğunu, buna karşılık bir hisse senedi yatırımında getirinin (şirketin kazançları) yıldan yıla büyük ölçüde değişebileceğini hemen gözlemleyeceklerdir. Çok doğru. Ancak şirketlerin savaş sonrası yıllarda elde ettikleri toplam gelirleri inceleyen herhangi biri sıradışı bir şey keşfedecektir: Hisse senedi getirileri aslında pek de değişmemiştir.

Savaşı izleyen ilk 10 yılda -1955'te biten 10 yıl- Dow Jones Sanayi Şirketleri Endeksi'nin yıllık ortalama getirisi yüzde 12,8'di. İkinci 10 yılda bu rakam yüzde 10,1 olarak gerçekleşti. Üçüncü 10 yılda yüzde 10,9 oldu. Daha uzun vadede, *Fortune* 500 (geçmiş yalnızca 1950'lere kadar gidiyor) de aşağı yukarı benzer sonuçları gösteriyor: 1965'te sona eren 10 yılda yüzde 11,2; 1975'te sona eren 10 yılda yüzde 11,8. Birkaç istisna yıl dışında rakamlar büyük ölçüde daha yüksek (500 şirket için en yüksek nokta, 1974 yılında yüzde 14,1 idi) veya daha düşüktü (1958 ve 1970 yılındaki yüzde 9,5); fakat yıllar içinde ve toplamda, defter değeri üzerinden getiri yaklaşık yüzde 12 düzeyine geri gelmeyi sürdürüyor. Enflasyon yıllarında (veya o alanda fiyatların sabit olduğu senelerde) bu düzeyin önemli ölçüde üstüne çıktığına ilişkin bir işaret yok.

Şu an için, o şirketleri borsaya kote olmuş hisse senetleri değil üretken girişimler olarak düşünelim. Aynı zamanda o girişimlerin sahiplerinin onları defter değerine satın aldıklarını varsayalım. O durumda, kendi

getirileri de yüzde 12 civarında olurdu. Ve getiri bu kadar tutarlı olduğu için, bunu bir “pay kuponu” olarak düşünmek mantıklı görünüyor.

Gerçek dünyada, kuşkusuz, hisse senedi yatırımcılarının yaptığı şey yalnızca kâğıtları alıp ellerinde tutmak değil. Birçok yatırımcı, şirketin gelirlerinden azami pay almak için diğer yatırımcılardan daha akıllı davranıp öne geçmeye çalışır. Bu çaba toplamda bariz bir şekilde nafiledir, pay kuponu üzerinde bir etkisi yoktur ve yatırımcının porsiyonunu küçültür; çünkü danışmanlık ücretleri ve aracılık komisyonları gibi büyük çaplı maliyetlere maruz kalır. Yatırımcılar Amerikan girişimlerinin üretkenliğine hiçbir şey katmayan, ama kumarhaneyi doldurmak için binlerce oyuncu gerektiren aktif bir opsiyon piyasasına girerler ve kırılganlıklar daha da yükselir.

Gerçek dünyada hisse senetlerine yatırım yapanların genellikle defter değeri üzerinden almadıkları da doğru. Bazen defter değerinin altında satın aldıkları da olur; fakat genellikle defterdekinden daha fazla ödemek zorunda kalırlar ve bu olduğunda, o yüzde 12’nin üzerinde biraz daha baskı oluşur. Bu ilişkilerden ileride daha detaylı söz edeceğim. Biz şimdi ana noktaya odaklanalım: *Enflasyon yükselirken, hisse senedinin getirisi yükselmemiş bulunuyor.* Hisse senedi yatırımcıları aslında getirisi sabit bir menkul değer alıyorlar, tıpkı tahvil sahipleri gibi.

Kuşkusuz, tahvil ve hisse senetleri arasında bazı önemli farklar var. Birincisi, tahvillerin vadesi belli. Uzun süre beklemek gerekebilse de, tahvil yatırımcısı girdiği anlaşmanın şartlarını yeniden düşünebilir. Mevcut ve gelecekteki enflasyon oranları elindeki kuponu elverişsiz gösteriyorsa, kuponlar onun ilgisini yeniden alevlendirecek şekilde sunulmadığı zaman oyuna devam etmekten vazgeçebilir. Geçtiğimiz yıllarda bu türden şeyler oldu.

Öte yandan, hisse senetlerinin süresi yok. Vadeleri sonsuz. Hisse senetlerine yatırım yapanlar, şirketin kazandığı getiri neyse onu alırlar. Eğer şirketlerin kaderi yüzde 12 kazanmaksa, yatırımcıların birlikte yaşamayı öğrenmeleri gereken düzey odur. Bir grup olarak, hisse senedi yatırımcıları bunun ne dışında kalmayı seçebilirler ne de koşulları yeniden pazarlık edebilirler. Toplamda, taahhütleri fiilen artmaktadır. Şirketler satılabilir veya tasfiye edilebilir ve kurumlar kendi hisselerini geri

satın alabilirler; ancak bilançonun sonunda, yeni hisse ihraçları ve dağıtılmamış kârlar, kurumsal sistem içindeki özkaynak birikiminin artmasını garanti eder.

Böylece, tahvil sınıfı 1-0 önde. Tahvil kuponları önünde sonunda yeniden pazarlık edilebilir, “pay kuponları” edilemez. Uzun zamandır yüzde 12’nin üstünde kâr payı ödemesini sürdüren bir şirket görmedik.

Bol çeşnili tahvil bahçesi ile Wall Street’in kostümlü balosuna hisse senedi sertifikası kıyafetiyle gelen şu bizim yüzde 12’lik yeni, egzotik tahvil-hisse arasında büyük bir fark daha var.

Alışagelmış durumda, tahvil yatırımcısı kuponunun tamamını nakit alır ve bunu, imkânları el verdiğince azami oranda yeniden yatırıma kanalize eder. Bizim hisse senedi yatırımcımızın kuponu ise tersine, kısmen şirkette tutulur ve şirketin kazandığı oranda yeniden yatırıma dönüştürülür. Diğer bir ifadeyle, kurumsal evrenimize geri dönülür ve yıllık bazda kazanılan yüzde 12’nin bir kısmı kâr payı olarak ödenir, kalanı da yine yüzde 12 kazanmak için tekrar o evrendeki faaliyetlere yöneltilir.

Hisse senetlerinin bu karakteristik özelliği -kuponun bir kısmının yeniden yatırıma yöneltilmesi- o yüzde 12’nin görece çekiciliğine göre iyi veya kötü haber olabilir. Gerçekten de 1950’lerde ve 1960’ların başında haberler çok iyiydi. Tahviller yalnızca yüzde 3 veya 4 getirirken, yüzde 12’lik pay kuponunun bir kısmını otomatik olarak yeniden yatırıma hakkının muazzam değeri vardı. Unutmayın ki yatırımcılar yalnızca kendi paralarıyla yatırım yaparak o yüzde 12 getiriyi elde edemezlerdi. O dönemde hisse senedi fiyatları defter değerinin çok üzerindeydi. Bu durum, işin temelindeki şirketlerin kazandığı oran ne olursa olsun, doğrudan doğruya o kurumsal dünyadan çekip çıkardıklarıyla ödemek zorunda oldukları primli fiyatlar yatırımcılar açısından engel teşkil ediyordu. Yüzde 12’lik tahvile itibari değerinin çok üzerinde ödeyip de yüzde 12 kazanamazsınız.

Ancak yatırımcılar, dağıtılmamış kârlar üzerinden yüzde 12 kazanabiliyorlardı. Nitekim kârların dağıtılmayıp şirkette tutulması, yatırımcılara bir şirketin bir kısmını defter değerinden alma imkânı veriyordu ve bu, o dönemin ekonomik ortamında defter değerinden çok daha kıymetliydi.

Bu durumda nakit dağıtılan kâr payları konusunda konuşacak fazla

bir şey yoktu, buna karşılık kârların dağıtılmayıp şirkette tutulması konusunda söylenecek çok şey vardı. Aslında yüzde 12'den yeniden yatırıma dönüştürülecek paranın miktarı arttıkça, yeniden yatırmanın ayrıcalığı değer kazandıkça yatırımcılar kârların şirkette tutulmasına razı oluyorlardı. 1960'ların başında yatırımcılar, kazançlarının çok büyük bölümünü yeniden yatırıma dönüştürme yeteneğine sahip olduklarını bildikleri için, büyüme alanlarında yer alan elektrik tesislerine yüksek fiyatlar ödemeye hayli istekli oldular. Faaliyet ortamları nedeniyle daha büyük nakit ödemelere yönelmek durumunda olan şirketler düşük fiyatlardan işlem görüyordu.

Eğer o dönemde birinci sınıf, vadesinden önce geri ödenmesi veya değiştirilmesi talep edilemeyen yüzde 12 kuponlu uzun vadeli bir tahvil varolsaydı, nominal değerinin çok üstünde satılırdı. Ve bu tahvilin sıradışı bir başka özelliği daha olsaydı -kupon ödemelerinin büyük bölümü otomatik olarak nominal değeri üzerinden benzeri başka tahvillere yatırılabilseydi- çok daha büyük bir primi olurdu. Özünde, kazançlarının çoğunluğunu dağıtmayıp yeniden yatırıma yönlendiren büyüme hisseleri böyle bir menkul değeri temsil ediyorlar. Faiz oranları genelde yüzde 4 civarındayken, üzerine bir miktar daha eklenmiş özsermayelerinin yeniden yatırım oranı yüzde 12 olduğunda yatırımcılar çok keyifleniyorlardı ve kuşkusuz cömert fiyatlar ödüyorlardı.

Geriye baktığımızda, hisse senedi yatırımcıları 1946-66 döneminde gerçekten de nefis bir üçlü dip sosun kendilerine cömertçe servis edilmiş olduğunu düşünebilirler. Birincisi, şirketlerin mevcut faiz oranlarının çok üstündeki özkaynak kârlılık oranından yararlanıyorlardı. İkincisi, o kârların önemli bir bölümü, başka türlü elde edemeyecekleri oranlardan, onların adına yeniden yatırıma dönüştürülüyordu. Ve üçüncüsü, ilk iki faydanın önemi büyük ölçekte kabul edildiğinde, temeldeki özkaynak sermayesinin giderek değerlenme imkânı doğuyordu. Bu üçüncü dip sosun anlamı şuydu: 1946 yılında defter değerinin yüzde 133'ü üzerinden işlem gören Dow Jones Sanayi şirketleri 1966 yılında yüzde 220'ye çıkarken, yatırımcılar temeldeki veya onların yaptıkları hisse yatırımından şirketlerin kazandığı varsayılan yüzde 12 üzerinden bir bonus alıyorlardı. Böyle kârlı bir süreç yatırımcılara, bir süre için, yatırım yaptıkları şirket-

lerin sahip olduğu kazanç elde etme gücünün üzerinde getiri elde etme imkânı sağladı.

Bu “dünyada cennet” durumu, nihayet 1960’ların ortalarında birçok büyük yatırım kurumu tarafından “keşfedildi.” Ama o finans filleri birbirlerinin üzerinden atlayarak hisse yatırımlarına akın etmeye başladıklarında, enflasyonun hızlandığı ve faiz oranlarının yükseldiğı bir döneme girdik. Gayet mantıklı olarak, yükselme süreci tersine döndü. Yükselen faiz oranları, varolan tüm sabit kuponlu yatırımların değerini acımasızca düşürdü. Ve uzun vadeli şirket tahvili oranları yukarı doğru hareket ettikçe (sonunda yüzde 10 alanına ulaşacaktı) gerek yüzde 12’lik hisse getirisi, gerekse yeniden yatırım “ayrıcılığı” farklı görünmeye başlamıştı.

Gayet doğru bir yaklaşımla, hisse senetlerinin tahvillerden daha riskli oldukları düşünülür. Tahvil kuponları çeşitli zaman dilimlerinde aşağı yukarı sabit kalırken, hisse senetleri yıldan yıla, bir şekilde dalgalanır. Yatırımcıların geleceğe ilişkin tutumları, bu yıllık değişimlerden büyük ölçüde ve sık sık da yanlış kanılarla etkilenebilir. Hisse senetleri sonsuz vade donanımıyla geldikleri için de risklidirler. (En güvendiğiniz broker bile 100 yıl vadeli bir tahvili, böyle bir tahvil varsa eğer, “güvenli” olduğunu söyleyip satmaya cesaret edemez). İçerdiği ek risk nedeniyle yatırımcıların doğal tepkisi, tahvilin getirisinin rahatlıkla üstüne çıkan bir hisse senedi getirisi beklemektir. Mesela, aynı şirketlerin ihraç ettiği tahvillerden yüzde 10’luk getiriye karşılık yüzde 12’lik hisse getirisi “rahatlıkla” üste çıkmış bir performans olarak nitelenecek gibi görünmüyor. Makas daraldıkça, hisse senedi yatırımcıları çıkış aramaya başlarlar.

Fakat kuşkusuz, toplu halde çıkamazlar. Bütün başarabilecekleri; çok sayıda hareket, büyük çaplı işlem maliyetleri, ve enflasyon koşullarında yüzde 12 pay kuponunun çekiciliğinin azaldığını yansıtan daha düşük yeni bir değerlendirme düzeyinden ibarettir. Tahvil yatırımcıları geçtiğimiz 10 yıl boyunca hiçbir kupon düzeyine iliştilmiş bir sihir olmadığını keşfederken bir dizi şok yaşadılar: Yüzde 6, veya yüzde 8 veya yüzde 10’da tahvil fiyatları hâlâ çökebilir. Onların da elinde bir “kupon” bulunduğunun genelde farkında varmamış olan hisse senedi yatırımcıları bu konuda hâlâ eğitimden geçiyorlar.

Peki yüzde 12’lik hisse senedi kuponunu gerçekten değişmez gör-

meli miyiz? Daha yüksek enflasyon ortalaması karşısında şirketlerin özkaynak kârlılığının kendini yukarı yönde düzeltmeyeceğini söyleyen bir yasa var mı?

Böyle bir yasa yok, elbette. Öte yandan, Amerikan şirketleri kazançlarını arzu veya emirle yükseltmez. Şirketlerin özkaynak kârlılığını yükseltmek için aşağıda sıraladıklarımdan en azından birine ihtiyaçları vardır: 1. Ciro devir hızının yükselmesi, yani şirkette kullanılan toplam varlıklarla satışlar arasındaki oranın artması; 2. Daha ucuz kaldıraç; 3. Daha fazla kaldıraç; 4. Daha düşük gelir vergisi; 5. Satışlarda daha geniş operasyon marjları.

İşte hepsi budur. Adi hisse senedi getirilerini artırmanın başka yolu yoktur. Bunlarla neler yapabileceğimize bakalım.

Ciro ile başlayacağız. Bu egzersiz için düşünmemiz gereken üç büyük varlık kategorisi; alacaklar, stoklar ve tesisler ile makine donanımı gibi duran varlıklar.

Alacak hesapları; dolar cinsinden satışlar ister daha fazla fiziksel hacim, ister enflasyon kaynaklı olsun, satışlar yükseldikçe orantılı olarak yukarı doğru çıkar. Burada iyileşmeye yer yok.

Stoklarda durum bu kadar basit değil. Uzun vadede, stok trendinin, birim satış trendini izlemesi beklenebilir. Kısa vadede fakat, fiziksel ciro oranı özel etkiler nedeniyle -örneğin maliyet beklentileri veya darboğazlar- yükselip düşebilir.

Stok değerlemesinde “son giren ilk çıkar” (LIFO)* yönteminin kullanılması enflasyon dönemlerinde beyan edilen ciro oranının yükselmesine yarar. Enflasyon nedeniyle dolar cinsinden satışlar yükseldiğinde, LIFO yöntemiyle çalışan bir şirket ya aynı düzeyde kalır (birim satışları yükselmezse) ya da dolar satışlarındaki yükselişi izler (birim satışları yükselirse). Her iki durumda da nakit cirosu artacaktır.

1970’lerin başlarında, muhasebelerinde LIFO yöntemini kullanan şirketlerin sayısında önemli bir artış gündeme geldi (şirketin beyan edilmiş

* LIFO ABD’de 1970’lerden itibaren kullanılan ve son giren ürünün ilk önce satıldığını tanımlayan LIFO (last-in, first-out) stok değerlendirme yöntemi Uluslararası Muhasebe Standartları Kurulu tarafından yasaklanmış bulunuyor. ABD’de şu anda yalnızca FIFO (ilk giren ilk çıkar) yöntemi kullanılıyor. (Çn.)

kazançları ve vergilerdeki önemli düşüş etkisi nedeniyle). Bu trend şimdi yavaşlamış görünüyor. Yine de, LIFO yönetimini uygulayan çok sayıda şirket olması ve başkalarının da bu kalabalığa katılacak görünmesi, beyan edilmiş stok devirlerinin daha da artacağını gösteriyor.

Duran varlıklar açısından ise durum şöyle: Enflasyon oranındaki herhangi bir yükseliş, bütün ürünleri eşit oranda etkilediğini varsayarsak, başlangıçta ciroyu artıracak. Bu doğru, çünkü duran varlık hesabı değişimi yalnızca kademeli olarak yansıtırken, satışlar yeni fiyat düzeyini anında aksettirecek - yani mevcut varlıklar çekildikçe ve yeni fiyatlardan yeniden girildikçe. Bariz bir şekilde, bir şirket bu replasman sürecinde ne kadar yavaş ilerlerse, ciro oranı o kadar yükselecek. Fakat bu hareket, bir replasman döngüsü tamamlandığında duracaktır. Enflasyon oranının sabit olduğunu varsayarsak, satışlar ve duran varlıklar enflasyon oranıyla birlikte yükselecektir.

Toparlarsak, enflasyon cirolarda artış getirecektir. LIFO uygulamasıyla bazı kesin iyileşmeler gerçekleşirken, enflasyon hızlandığında satışlar duran varlıklardan daha hızlı yükseldiği için de kimi iyileşmeler gözlenecektir. Ancak bu kazanımlar mütevazî ölçülerde olacak, özkaynak üzerinden elde edilen getiriler (özkaynak kârlılığı) önemli iyileşmeler üretecek büyüklükte olmayacaktır. 1975 yılında sona eren 10 yıl boyunca, genel olarak hızlanan enflasyona ve muhasebede LIFO yönteminin yaygın kullanımına rağmen, *Fortune* 500 şirketlerinin ciro oranı yalnızca 1.18/1'den 1.29/1'e yükseldi.

Daba ucuz kaldıraç mı? Pek öyle görünmüyor. Yüksek enflasyon oranları genellikle borçlanmayı ucuzlatmaz, pahalandırır. Dört nala seyreten enflasyon oranları, sermaye ihtiyacının da dört nala koşmasına yol açar; kredi verenler, uzun vadeli sözleşmelere giderek daha kuşkucu bakar ve böyle oldukça taleplerini artırırlar. Fakat faiz oranları daha fazla yükselmese bile, şirketlerin defterlerindeki mevcut borcun ortalama maliyeti, yerine koymanın maliyetinin altında olduğu için kaldıraç daha pahalı olacaktır. Ve mevcut borçların vadeleri geldikçe replase edilmesi gerekecektir. Böylece, genel olarak, kaldıraç maliyetlerindeki müstakbel değişimler özkaynak kârlılığını biraz aşağı çekecek gibi görünüyor.

Daba fazla kaldıraç mı? Amerikan işletmeleri bugüne dek ellerindeki

kaldıraç kurşunlarının çoğunu olmasa da birçoğunu zaten ateşlediler. Bu savın kanıtları *Fortune* 500'ün diğer bazı istatistiklerinde görülebilir: 1975 yılında biten 20 yılda, *Fortune* 500 şirketlerinde hisse senedi sahiplerinin özkaynak payının toplam varlıklar içindeki oranı yüzde 63'ten yüzde 50'nin altına düştü. Diğer bir ifadeyle, özkaynağın her bir doları şimdi alışılmışın çok daha üzerinde kaldıraçlanmış durumda.

Enflasyon kaynaklı finansal ihtiyaçlarla ilgili bir ironi, kârlılığı yüksek şirketlerin -genelde kredibiliteleri de yüksektir- görece daha az borç sermayesine gereksinme duymalarıdır. Fakat kârlılığın arka sıralarında oturan haylazlar asla doymak bilmezler. Kredi verenler şimdi bu sorunu geçtiğimiz 10 yıldan çok daha iyi anlıyorlar ve kendilerini gökyüzüne kadar kaldıraçlandıran kârlılığı düşük şirketlerin sermayeye aç kalmalarını pek istemiyorlar.

Yine de, enflasyon koşullarını düşündüğümüzde, birçok kurumun özkaynak kârlılığını desteklemenin bir aracı olarak daha çok kaldıraca başvuracağı kesin görünüyor. Yönetimleri bu yönde hareket edecekler, çünkü devasa boyutlarda özkaynağa ihtiyaç duyacaklar -çoğu kez yalnızca aynı fiziksel iş hacmini sürdürmek için- ve bunu kâr paylarında kesintiye yönelmeden veya enflasyon nedeniyle çekici bir görünüm sergilemesi imkânsız olan yeni hisse satışına gitmeden yapmak isteyecekler. 1960'larda sekizde bir oranını tartışan ve 1974'te yüzde 12 borç finansmanı bulduklarına şükreden halka açık şirketler gibi davranma eğilimine girecekler.

Fakat mevcut faiz oranları üzerinden ek borçlanma, 1960'ların başında yüzde 4 oranlarıyla yapılan ilave borçlanmadan daha az kazandıracak. Ayrıca, yüksek borç oranlarının kredi notlarını düşürmesi ve faiz maliyetlerini daha da yükseltmesi sorunu da cabası.

Böylece, şu ana kadar ele aldıklarımızın dışında kaldıraç maliyetini yükseltecek bir başka unsur da bu. Toplamda, yüksek kaldıraç maliyetleri daha fazla kaldıraca girmenin faydalarını götürecek gibi görünüyor.

Bunun yanında, Amerikan şirketlerinde geleneksel bilançolarda görünenden çok daha fazla borç var. Birçok şirket, bugünkü çalışanlarının emekli olduklarında alacakları maaş düzeylerine göre düzenlenmiş büyük çaplı emeklilik yükümlülüklerine maruz. 1955-65 döneminin düşük

enflasyon oranlarında bu emeklilik planlarından doğan yükümlülükler mantıklı bir şekilde öngörülebiliyordu. Bugün bir şirketin nihai yükümlülüklerini hiç kimse gerçekten bilemez. Fakat enflasyon oranı gelecekte yüzde 7 civarında olursa, şu anda 12.000 dolar kazanan ve maaş zamları ancak geçim maliyetlerini karşılayan 25 yaşındaki bir işçi 65 yaşında emekli olduğunda 180.000 dolar alacak.

Kuşkusuz, birçok yıllık faaliyet raporunda, fonlanmamış emeklilik yükümlülüğünü gösteren şahane derecede kesin bir rakam vardır. Eğer o rakam gerçekten inanılır olsa, şirket o rakamı ödeyebilir, mevcut emeklilik fonu varlıklarına ekleyebilir, toplam miktarı bir sigorta şirketine ciro edebilir ve şirketin tüm mevcut emeklilik yükümlülüklerini o sigorta şirketinin yerine getirmesini sağlayabilir. Gerçek dünyada, ne yazık ki böyle bir anlaşmayı dinlemek isteyecek bir sigorta şirketi bulmak imkânsız.

Amerika'da neredeyse bütün şirketlerin hazine yöneticileri, bir *"geçinme tahvili"* -kupon faizleri bir fiyat endeksine bağlı olan ve vadesinden önce geri ödenmesi veya değiştirilmesi talep edilemeyen bir yükümlülük- çıkarma fikri karşısında geri çekilir. Ancak özel emeklilik sisteminde, Amerikan şirketleri aslında böyle bir tahvile eşdeğer muazzam bir borç miktarını üstlenmişlerdir.

Hissedarlar daha fazla kaldıracı, ister geleneksel borç, ister defterlerde görünmeyen endekslenmiş "kıdem tazminatı yükümlülüğü" olsun şüpheyle bakmalıdır. Borçsuz bir şirketten gelen yüzde 12'lik bir getiri, fazlasıyla borçlu bir şirketin aynı orandaki getirisinden çok çok üstündür. Bu da bugünün yüzde 12'lik hisse senedi getirisinin, yimi yıl öncesinin yüzde 12'lik getirisinden çok daha az değerli olabileceği anlamına gelir.

Kurumlar vergisinin düşmesi muhtemel görünmüyor. Amerikan şirketlerine yatırım yapan yatırımcılar D grubu hissesi olarak düşünülebilecek bir şeye sahipler. A, B ve C grubu hisseler federal, eyalet ve belediye yönetimlerinin gelir vergisine tabi. Bu "yatırımcıların" şirketin varlıkları üzerinde bir talepleri olmadığı doğru; ancak kazançlardan büyük bir pay alırlar. Hatta D grubu hissedarların kazançlarının bir bölümünün şirkette

* Enflasyona endeksli tahvil. (Çn.)

tutulması sonucunda oluşan özkaynak birikimiyle üretilen kazançlar da buna dahildir.

Bu harika A, B, ve C grubu hisselerinin çekici bir özelliği de, şirketin kazançlarındaki paylarının “*bissedar*” sınıflarından herhangi birinin oyuyla hemen, büyük miktarda ve ödemesiz artırılabilmesi - A grubu hisselerinde genel kurul kararıyla mesela. Bu hoşluğa ek olarak, gruplardan biri bazen işletmedeki mülkiyet payını geçmişe dönük artırma yönünde oy kullanmak isteyebilir; 1975 yılında New York'ta faaliyet gösteren şirketlerin hayal kırıklığı içinde keşfettikleri gibi. A, B ve C grubu hissedarları ne zaman işletmeden daha büyük bir pay almak için oy kullansalar, D grubu hissedarların payı -yani imtiyazsız yatırımcının hissesi- o oranda düşer.

İleriye baktığımızda, A, B ve C grubu hisselerinin kontrolünü ellerinde bulunduranların uzun dönemde hakimiyetlerini azaltacak şekilde oy vereceklerini düşünmek akıllıca görünmüyor. D grubu hisse sahipleri muhtemelen kendilerini sağlam tutmak için mücadele edecekler.

Hisse getirilerinin artışıyla ilgili beş olası kaynağımızın sonuncusu, satışlar üzerinden daha geniş işletme kârı. Bazı iyimserler burada daha büyük kazançlar umabilirler. Yanlış düşündüklerini gösteren bir kanıt yok. Ancak bir dolarlık satıştan elde edilen para yalnızca 100 cent ve biz vergi öncesi kârdan kalan miktarı alıncaya kadar o 100 cent'in çok taliplisi var. Başlıca talipler, işgücü, hammadde, enerji ve gelir vergisi dışındaki çeşitli diğer vergiler. Bu maliyetlerin görece önemi enflasyon döneminde azalacak gibi görünmüyor.

Son istatistik belirlemeler ayrıca, enflasyon döneminde marjların genişleyeceği fikri konusunda güven telkin etmiyor. Enflasyonun görece düşük seyrettiği 1965 yılında sona eren 10 yılda, Federal Ticaret Komisyonu'nun verilerine göre üretim şirketleri camiası, satışlar üzerinden yıllık ortalama yüzde 8,6 vergi öncesi kazanç marjı beyan etmiş bulunuyorlar. 1975 yılında sona eren 10 yılda, bu marj yüzde 8 idi. Marjlar, diğer bir ifadeyle, enflasyon oranlarındaki hatırı sayılır yükselişe rağmen düştü.

Eğer şirketler satış fiyatlarını yerine koyma maliyetleri temeline oturabilseler, marjlar enflasyon dönemlerinde de yükselir. Ancak çok basit bir gerçek var ki çoğu büyük şirket, gücü konusunda piyasadaki yaygın

inanca rağmen bunu başaramıyor. Yerine koyma maliyeti muhasebesi hemen her zaman kurumsal kazançların geçtiğimiz 10 yılda önemli ölçüde gerilediğini gösteriyor. Eğer petrol, çelik ve alüminyum gibi büyük sektörler, sanıldığı kadar kuvvetli olsalardı, insan sadece, fiyat politikalarının büyük ölçüde aşağı çekilmiş olduğu sonucuna varabilirdi.

Şimdi yapının tamamı karşınızda: Hisse senedi yatırımlarının gelirlerini artıracak beş kaynaktan hiçbirisi, yüksek enflasyon dönemlerinde bizi o yöne götürecek gibi görünmüyor. Siz bu egzersizden benden çok daha iyimser fikirlerle çıkmış olabilirsiniz. Ama yüzde 12 civarındaki getiri düzeylerinin uzun zamandır bizimle olduğunu hatırlayın.

Yüzde 12'lik temettü getirisinin aşağı yukarı değişmez olduğu konusunda hemfikir olsanız bile gelecek yıllarda daha iyisini sağlayacağınızı ümit edebilirsiniz. Doğru, başarabilirsiniz de. Ne de olsa birçok yatırımcı uzun bir süre çok iyi sonuçlar aldı. Ama sizin gelecekteki sonuçlarınıza üç değişken egemen olacak: Defter değeri ile piyasa değeri arasındaki ilişki, vergi oranı ve enflasyon oranı.

Defter değeri ve piyasa değeri konusunda biraz aritmetik yapalım. Hisseler tutarlı olarak defter değeri üzerinden satıldığında her şey gayet basit. Bir hissenin defter değeri 100 dolar, ortalama piyasa değeri de 100 dolar ise, işletmenin yüzde 12'lik kazancı yatırımcıya yüzde 12 getiri sağlayacaktır (eksi geçici maliyetler, şu an için bunları dikkate almıyoruz). Temettü ödeme oranı yüzde 50 ise yatırımcımız kâr payı yoluyla 6 dolar alacak ve işletmenin defter değerindeki artış nedeniyle 6 dolar daha alacaktır, ki bu kuşkusuz varlıklarının piyasa değerine yansıtacaktır.

Eğer hisse defter değerinin yüzde 150 üzerinden satılıyorsa resim değişir. Yatırımcı nakit kâr payı olarak aynı 6 doları alacak; fakat bu şimdi, 150 dolarlık maliyeti üzerinden yalnızca yüzde 4'lük bir getiriye temsil edecektir. İşletmenin defter değeri yine yüzde 6 artabilir (106 dolara çıkabilir) ve yatırımcının tutarlı olarak yüzde 150 defter değeri üzerinden değerlendirilen varlıklarının piyasa değeri, işletmenin yüzde 12'lik kazancına karşılık yalnızca yüzde 10 olabilir.

Yatırımcı hisseyi defter değerinin altında satın aldığı zaman süreç tersine döner. Örneğin, hisse defter değerinin yüzde 80'ine satılıyorsa, aynı kazanç ve ödeme varsayımları, kâr paylarından yüzde 7,5 (80

dolarlık fiyat üzerinden 6 dolar) ve değer artışı nedeniyle de yüzde 6 getirebilir; toplam getiri yüzde 13.5 olur. Bir diğer ifadeyle, sağduyunun söyleyebileceği gibi, primden ziyade iskontoyla alırsanız daha iyi edersiniz.

Savaş sonrası yıllarda, Dow Jones Sanayi Endeksi şirketlerinin piyasa değeri, defter değerinin yüzde 84'ü gibi son derece düşük bir oran (1974'te) ile yüzde 232'si gibi yüksek bir düzey (1965'te) arasındaydı; çoğunlukla da rasyo yüzde 100'ün bayağı üzerindeydi. (Bu baharın başında yüzde 110 civarındaydı). Gelecekte bu oranın yüzde 100'e yakın bir şey olacağını varsayarsak, hisse senetlerine yatırım yapan yatırımcılar yüzde 12 kazanabilirler. En azından vergi öncesi ve enflasyon öncesinde bu rakamı elde edebilirler.

Bu yüzde 12'den vergilerin koparacağı ısınk ne kadar büyük olabilir? Bireysel yatırımcıların ödeyeceği yerel, federal ve eyalet vergilerinin, kâr paylarının ortalama yüzde 50'si, sermaye gelirlerinin de yüzde 30'u civarında olacağını varsaymak mantıklı görünüyor. Yatırımcıların çoğunluğu için marjinal vergi oranları bunun biraz altında olabilir, ama büyük çapta varlığı olan birçok yatırımcı büyük ölçüde yüksek oranlar deneyimleyecektir. Yeni vergi yasasıyla, vergi oranlarının yüksek olduğu bir şehirde yaşayan gelir düzeyi yüksek bir yatırımcı, sermaye gelirleri üzerinden yüzde 56 gibi marjinal vergi oranını görebilir.

Bu yüzden bireysel yatırımcılar için yüzde 50 ve yüzde 30 oranlarını alalım. Geçmiş deneyimlerle tutarlı olarak şirketin yüzde 12'lik kazanç üzerinden yüzde 5 kâr payı ödemesi (vergiler düşüldükten sonra yüzde 2,5) yaptığını, yüzde 7'yi şirkette tuttuğunu, bunun da piyasa değerinde mukabil büymeyi (yüzde 30 vergi sonrasında yüzde 4,9) sağladığını varsayalım. Bu durumda vergi sonrası getiri yüzde 7,4 olabilir. Muhtemelen, geçici maliyetlerin düşülmesi ve bu rakamın aşağı doğru yuvarlanarak yüzde 7 olarak düşünülmesi gerekecektir. Bizim *"tahvil kılığına girmiş hisse"* tezimizi bir kerte daha ileri götürmek için, bireysel yatırımcılar hisse senetlerini yüzde 7 getirisi olan vadesiz ve vergiden muaf tahvil olarak görebilirler.

Bu da bizi kilit soruya getirir: Enflasyon oranı. Siyasiler, ekonomistler ve birkaç yıl önce, işsizlik ve enflasyonun, orasından burasından biraz

dürtüklerseniz eğitimli fok balıkları gibi tepki vereceğini düşünen devletin uzmanları dahil bu soruya kimse yanıt veremez.

Fakat fiyat istikrarı açısından birçok işaret negatif görünüyor: Halen tüm dünyada enflasyon olması; toplumumuzda büyük grupların seçmen olarak güçlerini ekonomik sorunları çözmekten çok değiştirmek için kullanma eğilimi; ertelenebildikleri sürece en hayati sorunların (örneğin enerji ve nükleer tehlike) dahi çözümüne gönülsüz yaklaşılması; ve eylemlerinin nihai etkisi uzun vadede acı getirecek bile olsa kısa vadeli faydalar üreten politikacıları yeniden seçerek ödüllendiren bir siyasi sistem.

Siyasilerin çoğu, gayet anlaşılabilir biçimde, hem enflasyonun hem de enflasyon üreten politikaların dimdik arkasındalar. (Fakat bu şizofreni gerçeğe bağlarının kopmasına neden olmuyor. Kongre üyeleri, kendi emeklilik fonlarının -özel sektördeki uygulamanın tersine- emekliye ayrılmalarından sonraki geçim maliyetlerine endekslenmesini garanti altına almış bulunuyorlar.)

Enflasyon oranlarının gelecekteki seyrine ilişkin tartışmalar genelde, temeldeki parasal ve mali politikaları sondajlıyor. Bunlar her türden enflasyon denkleminin sonuçlarını belirleyen önemli değişkenler. Fakat özünde, enflasyon, barış dönemlerinde ekonomik değil siyasal bir sorun. Kilit unsur insan davranışı, parasal davranış değil. Ve gayet insan politikacılar gelecek seçim ile gelecek kuşak arasında bir seçim yaptıklarında genellikle neler olduğu ortada.

Bu tür geniş genellemeler kesin rakamlar üretmiyor. Ancak, önümüzdeki yıllarda enflasyon oranının yüzde 7 ortalamada seyretmesi bana oldukça mümkün görünüyor. Bu tahminimin yanlış çıkmasını ümit ediyorum. Ve pekâlâ öyle olabilir. Tahminler bize gelecekte çok, tahmincinin kendisi hakkında fikir verir. Yatırımcının denkleminde kendi enflasyon oranınızı kullanmakta serbestsiniz. Fakat yüzde 2 ile 3 arasında bir ortalama öngörüyorsanız, benimkinden farklı gözlükler takıyorsunuz.

Böylece şu noktadayız: Enflasyon ve vergi öncesi yüzde 12; vergi sonrası ve enflasyon öncesi yüzde 7; vergi ve enflasyon sonrası belki de yüzde sıfır. Bütün o sığırların televizyonları eşelemeye devam etmesini sağlayacak bir formül gibi görünmüyor.

Adi hisse senedi sahibi olarak daha çok dolarınız olacak, ama daha

fazla alım gücünüz olmayabilir. Güle güle Ben Franklin (“tasarruf edilmiş bir kuruş kazanılmış bir kuruştur”, hoş geldin Milton Friedman (“İnsan, sermayesiyle yatırım yapabildiği gibi tüketebilmeli de”).

Aritmetik bize enflasyonun kanun koyucuların getirdiği her türlü vergiden çok daha yıkıcı bir vergi olduğunu gayet açık gösteriyor. Enflasyon vergisinin sermayeyi tüketmek gibi fantastik bir yeteneği var. Birikimlerini yüzde 5’lik bir banka hesabında tutan bir dul için, sıfır enflasyon döneminde faiz geliri üzerinden yüzde 100 gelir vergisi ödemek ile enflasyonun yüzde 5 seyrettiği yıllarda hiç gelir vergisi ödememek arasında değişen bir şey yok. Her iki durumda da kendisine hiçbir reel gelir bırakmayacak şekilde “*vergilendirilmiş*” bulunuyor. Harcadığı her kuruş tamamen sermayesinden gidiyor. Yüzde 120 gelir vergisini insafsız bulabilir, ama yüzde 6 enflasyonun ekonomide aynı verginin karşılığı olduğunu da farketmiş görünmeyebilir.

Eğer enflasyona ilişkin varsayımlarım doğruya yakınsa, piyasa düşeceği için değil, yükselmesine rağmen üzücü sonuçlar ortaya çıkacak. Geçen ayın başlarında 920 civarında olan Dow, 10 yıl öncesine göre 55 puan yukarıdaydı. Fakat enflasyona uyarlandığında Dow neredeyse 345 puan aşağıda, 865’ten 520’ye düşmüş durumda. Ve o sonucu almak için bile Dow’un kazançlarının yaklaşık yarısının alıkonması ve yeniden yatırılması gerekiyor.

Önümüzdeki 10 yılda Dow sadece yüzde 12 pay kuponu yüzde 40 temettü ödeme oranı ve defter değerine nazaran piyasa değerinin şu andaki yüzde 110’luk seviyesinin kombinasyonu ile ikiye katlanabilir. Ve yüzde 7 enflasyon oranıyla, 1800’den satan yatırımcılar, sermaye kazancı vergilerini ödedikten sonra mali açıdan bugünkünden fazlasıyla kötü durumda olabilirler.

Bazı yatırımcıların bu kötümser düşüncelere verdiği tepkiyi neredeyse duyar gibiyim. Yeni bir yatırım döneminde ne zaman zorluklar baş gösterse, bir şekilde üstün sonuçlar elde etmeyi başaracaklarını söyleyebilirler. Başarıları pek mümkün görünmüyor. Ve toplamda, elbette, imkânsız. Gir-çık yaparak menkul değerlerle enflasyon vergisini alt edecek şekilde dans edebileceğinizi düşünüyorsanız sizin broker’inız olmak isterim, ama partneriniz olmayı hiç istemem.

Emeklilik fonları, üniversite vakıf fonları gibi vergiden muaf tabir edilen yatırımcılar bile enflasyon vergisinden kaçamazlar. Enflasyonla ilgili yüzde 7'lik varsayımın doğru ise, bir üniversite hazinecisi, her yıl kazandığı ilk yüzde 7'yi yalnızca alım gücünün ikmali olarak görmelidir. Vergiden muaf olduklarını düşünen bu kurumlar yüzde 7 enflasyonda ve toplam yatırım getirileri diyelim yüzde 8 olduğunda, gerçekte yüzde 87,5 "gelir vergisi" ödemekteler.

Ne yazık ki, yüksek enflasyon oranlarından kaynaklanan büyük sorunlar, yatırımcılara değil toplumun tamamına yönelir. Yatırım geliri ulusal gelirin küçük bir dilimidir ve eğer kişi başına reel gelir, sıfır reel yatırım geliriyle sağlıklı bir oranda büyürse sosyal adalet gayet iyi gelişebilir.

Piyasa ekonomisi katılımcılarına bazı dengesiz getiriler sağlıyor. Ses tellerinin, anatomik yapının, fiziksel dayanıklılığın veya zihinsel gücün doğuştan doğru bağışlanması, gelecekte ulusal verim üzerinde yığınla mülkiyet hakkı (hisse senetleri, tahviller ve diğer sermaye biçimleri) üretebilir. Uygun atalara denk düşmek de aynı şekilde, daha doğum anında bu türden kuponların ömür boyu tedarikini sağlayabilir. Eğer sıfır reel yatırım getirileri, ulusal çıktının biraz daha büyük bir payını bu tür hisse senedi sahiplerinden alıp büyük ikramiye üretme yetenekleri olmayan fakat aynı derecede değerli ve çalışkan vatandaşlara kanallize etseydi, adil bir dünyaya yönelik İlahi Müdahale'yi riske atacak böyle bir ayıp muhtemelen söz konusu olmayacaktı.

Fakat işçilerin refahını varlıklı hisse senedi sahipleri aracılığıyla gerçek anlamda iyileştirme potansiyeli pek yok. Çalışanların maaşları kâr payı ödemelerinin 28 katı ve o kâr paylarının büyük bölümü şimdi emeklilik fonlarına, üniversiteler gibi kâr amacı gütmeyen kurumlara ve varlıklı olmayan bireysel hisse senedi sahiplerine gidiyor. Bu koşullar altında, bütün varlıklı hisse sahiplerinin kâr paylarını maaşa çevirsek -bu bir kez yapabileceğimiz bir şey, tıpkı bir sığırı öldürmek gibi (ya da tercih ederseniz, bir domuzu)- reel maaşları, ekonomideki bir yıllık büyümeyle elde etmeye alışık olduğumuzdan daha az artırabiliriz.

Dolayısıyla, enflasyonun yatırımları üzerinde yarattığı etki nedeniyle varlıkların değerinin düşmesi, varlıklı olmayanlara kısa vadede bile

önemli yardım sağlamayacak. Onların ekonomik refah düzeyleri, enflasyonun ekonomi üzerindeki genel etkileriyle yükselecek veya düşecek. Ve bu etkiler iyi görünmüyor.

Modern üretim tesislerine yatırılan büyük çaplı reel sermaye kazançlarının ekonomik refahta büyük kazanımlar üretmesi gerekir. Sanayinin tamamında sürekli olarak pahalı yeni sermaye varlıkları yaratılmadıkça ve istihdam edilmedikçe, büyük işgücü, büyük tüketici talepleri ve büyük hükümet vaatleri sonuçta büyük hayal kırıklıklarından başka bir şey getirmeyecektir. Bu, Rusların da Rockefeller's'ın da anlamış olduğu bir denklem. Almanya ve Japonya'da da göz kamaştırıcı bir başarıyla uygulandı. Biz enerjide üstün pozisyonun keyfini çıkarsak da yüksek sermaye birikimi oranları, bu ülkelerin bizimkinin çok üzerinde yaşam standartları edinmesine imkân verdi.

Enflasyonun reel sermaye birikimi üzerindeki etkisini anlamak için biraz matematik gerekiyor. Bir an için bizim şu yüzde 12'lik özkaynak kârlılığına geri dönelim. Bu gibi kazançlar, muhtemelen mevcut üretim kapasitesinin yerine konmasını sağlayacak olan amortismanlar düşüldükten sonra beyan edilir -o tesis veya ekipman gelecekte orijinal maliyetleriyle aynı fiyattan satın alınabilirse.

Kazançların yaklaşık yarısının kâr payı olarak ödendiğini, gelecekteki büyümeyi finanse etmek için % 6 özkaynak kaldığını varsayalım. Enflasyon düşükse -diyelim yüzde 2- o büyümenin büyük bölümü fiziksel üretimde reel büyüme olabilir. Bu koşullar altında, ertesi yıl, bu senenin fiziksel üretimini elde etmek için alacaklara, stoklara ve duran varlıklara % 2 daha fazla yatırılmış olacaktır. Daha fazla fiziksel ürün üretecek varlıklara % 4'lük bir yatırım kalır. Yüzde 2, enflasyonu yansıtan aldatıcı dolar büyümesini finanse eder ve kalan % 4 reel büyümeyi finanse eder. Nüfus artışı % 1 ise, reel gelirde % 4 artış kişi başına net reel gelirde % 3'lük bir artışa karşılık gelir. Gayet kabaca, ekonomimizde olan budur.

Şimdi enflasyon oranını yüzde 7'ye çıkarın ve enflasyon unsurunun zorunlu finansmanını düşüldükten sonra reel büyüme için ne kaldığını hesaplayın. Kâr payı politikaları ve kaldıraç rasyoları aynı kaldığında yanıt: Hiçbir şey. Yüzde 12'lik kazancın yarısı düşüldükten sonra, aynı yüzde 6

kalır, ama bu önceki yılın fiziksel iş hacmini gerçekleştirmek için ihtiyaç duyulan ilave dolarları sağlamak için alıkonmuştur.

Normal kâr payı ödemelerinden sonra fiziksel büyümelerini finanse edecek reel yedek akçesi (dağıtılmamış kârları) olmayan birçok şirket bunun bir çaresine bakmaya çalışır. “Hissedarlarımızı kızdırma riskini almadan kâr payı ödemelerini nasıl durdurabilir veya azaltabiliriz?” diye sorarlar kendilerine. Onlara güzel bir haberim var: Bu konuda hazır bir plan mevcut.

Geçtiğimiz yıllarda halka açık elektrik hizmetleri sektöründe kâr payı ödeme kapasitesi çok düşüktü veya yoktu. Ya da daha çok, eğer yatırımcılar onlardan hisse almayı kabul ederlerse kâr payı ödeme güçleri oluyordu. 1975 yılında elektrik hizmetleri sektöründeki halka açık şirketler 3,3 milyar dolar tutarında kâr payı ödemesi yaptılar ve yatırımcılardan 3,4 milyar dolar geri getirmelerini istediler. Kuşkusuz, Con Ed tarzı bir nam salmamak için bir miktar “*Ali’nin külâhı Veli’ye*” taktiği uyguladılar. Con Ed, hatırlayacağınız gibi, 1974 yılında yatırımcılarına kâr payı ödeyecek parası olmadığını söyleme akılsızlığını yapmıştı. Dürüstlük piyasada felaketle ödüllendirilmişti.

Daha gelişmiş hizmetler çeyrek döneme ilişkin kâr payını korurlar -ya da artırır- ve sonra da hissedarlarından (eski ve yeni) parayı onlara geri göndermelerini isterler. Diğer bir ifadeyle, şirket yeni hisse arz eder. Bu prosedür büyük çapta sermayeyi vergi tahsildarlarına, büyük toplamları da yüklenicilere yönlendirir. Yine de, herkesin (özellikle de yüklenicilerin) keyfi yerindedir.

Bu başarıdan cesaret alan bazı hizmet kuruluşları kestirme bir yol daha geliştirmişlerdir. Bu durumda şirket kâr payını beyan eder, hissedarlar vergiyi öder ve -çabucak- yeni hisseler arz edilir. Nakit el değiştirmez, oyunbozan ABD Gelir İdaresi (IRS) temettü ödeme işlemini olmuş gibi ele almayı ısrarla sürdürse de.

örneğin A.T.&T. 1973 yılında kâr paylarıyla ilgili bir yeniden yatırım programı oluşturdu. Bu şirket, doğruyu söylemek gerekirse, son derece hissedar dostu bir kurum olarak tanımlanmalı ve finansın gelenekleri düşünüldüğünde o programın uygulamaya konması tamamen makûl karşılanmalıdır. Ama programın özü *Alice Harikalar Diyarında* klasiğinden çok uzak.

1976 yılında A.T.&T. adi hisselerini elinde bulunduran 2,9 milyon hissedara 2,3 milyar dolar nakit kâr payı ödemesi yaptı. O yılın sonunda, 648.000 hisse sahibi (bir önceki yıl 601.000 idi) şirket tarafından arz edilen ilave hisseler 432 milyon dolar (bir önceki yıl 327 milyon dolar) yatırdı.

Sırf eğlenmek için bütün A.T.&T. hissedarlarının nihayetinde bu programa dahil olduğunu varsayalım. Bu durumda Con Ed'in kâr payını pas geçmesi gibi, hissedarlara tek kuruş nakit gönderilmeyecektir. Ancak 2,9 milyon hisse sahibinin her biri, o yıl "*kâr payı*" olarak tanımlanan "*dağıtılmamış kârlardaki*" hissesi oranında gelir vergisi ödemek zorunda kalacaktır. Bu "kâr paylarının" 1976 yılındaki gibi 2,3 milyar dolar olduğunu ve hissedarların bunların üzerinden ortalama yüzde 30 vergi ödediğini varsayalım; sonuç itibarıyla, bu harika plan neticesinde Amerikan Gelir İdaresi'ne yaklaşık 700 milyon dolar ödeyeceklerdir. Böyle bir ortamda, hele bir de yönetim kurulları kâr payını iki katına çıkarırlarsa, hissedarların keyfini siz düşünün.

Şirketler reel sermaye birikimi problemiyle mücadele ederken daha da çok "*kılık değiştirmiş ödeme indirimleri*" görmeyi bekleyebiliriz. Fakat hissedarların musluğunu bir şekilde kesmek sorunu bütünüyle çözmeyecektir. Yüzde 7 enflasyon ve yüzde 12 temettü kombinasyonu, şirketlerin reel büyümeyi finanse edecek kurumsal sermaye akışını azaltacaktır.

Böylece, enflasyon ortamında geleneksel özel sermaye birikimi yöntemleri duraksadıkça, hükümetimiz İngiltere'de başarısızlıkla sonuçlanan, Japonya'da ise başarılı olan sektöre sermaye akışını etkileme girişimlerini giderek artıracaktır. Hükümetlerin, şirketlerin ve işgücünün Japon tarzı coşkulu ortaklığı için gerekli olan kültürel ve tarihi temel burada pek yok. Eğer şanslıysak, bütün kesimlerin enerjilerini tek bir havuzda toplayıp genişletmek yerine pastadan pay almak için kapıştıkları İngiliz yolunu izlemekten kaçınırsınız.

Yaptığımız hesabın bakiyesine bakarsak, yine de, gelecek yıllarda yatırımların azaldığını, *stagflasyon* kelimesini ve özel sektörün yükümlülüklerini yerine getiremediğini daha çok işiteceğiz gibi görünüyor.

Ek: *Bu makale yayınlandığında Buffett'ın kim olduğunu anlatan bir*

profil kutucuğuna da yer verilmişti, yani 1977'de o kadar tanınmamış biriydi. Kutuda yer alan ayrıntıların çoğunu bugün herkes biliyor, bu yüzden burada tekrarlamayı gereksiz görüyoruz. Ancak o dönemde Buffett'ın Berkshire'daki varlıklarının 35 milyon dolar, Blue Chips Stamps'deki payının 10 milyon dolar olduğunu ve her iki şirketin de aktif yatırım işinde faaliyet gösterdiğini belirtmek isteriz. Bu yüzden Buffett ile ilgili profil yazısının son paragrafında şöyle bir soru yer alıyordu: Peki, hisse senetleri konusunda bu kadar karamsar bir adam neden bunca hisseyi elinde tutuyor? "Kısmen, alışkanlıktan..." diye yanıt vermişti Buffett. "Kısmen de hisse senedi şirket demek olduğu için. Şirketlerin sahibi olmak altın veya çiftlik sahibi olmaktan çok daha enteresan. Ayrıca, bir enflasyon döneminde, hisse senetleri diğer bütün zayıf alternatiflerin yanında muhtemelen en iyi seçenek; en azından uygun fiyatlarla aldığınızda." — CL.

Küçük kolejin yatırım oyunundaki büyük skoru

18 Aralık 1978

LEE SMITH

Grinnell College vakıf fonunun Buffett destekli büyük başarısı, bu makale Fortune'da yayınlanıncaya kadar ülke genelinde bilinmiyordu. Bu haber o başarının önemli bir unsurunu, Grinnell'in 1976 yılında Dayton'da bir televizyon kanalını sıradışı bir yöntemle satın almasını anlatıyor ve Buffett'ın, ellerinde tutmaları halinde kanalın ileride "ateş gibi bir varlık" olabileceğine dair görüşüyle sona eriyor. Fakat haberin ardından televizyon kanallarının fiyatları yükselmeye devam etti ve Buffett kısa bir süre sonra Grinnell adına çıkışa yönelmeye hazırdı. Henüz dört yıl önce 12,9 milyon dolara satın alınan kanal (yalnızca 2 milyon doları nakit, gerisi uzun vadeli yatırım kredisiyle) 1980 yılında 50 milyon dolara Hearst'e satıldı.

Buffett'ı Grinnell yönetim kuruluna girmeye ikna eden Joe Rosenfield, 2000 yılında öldüğü güne kadar gönlünde ayrı bir yeri olan bu üniversiteye yakın kaldı. Buffett 1987 yılına dek mütevelli heyetinin aktif bir üyesi olmayı sürdürdü, 2011 yılı itibarıyla de ömür boyu mütevelli oldu.

Bu arada yönetim kurulundaki deneyimi konusunda bazı kuşkularını dile getirdi. Onu en çok rahatsız eden kendisi ve Rosenfield'ın Grinnell Vakfı adına sağladıkları büyük çaplı kazançların -60 kattan fazla artmıştı- başka türlü pek fazla yükselmeyecek görünmesiydi. Buffett bugün şöyle diyor: "1200 öğrencisi ve 8 milyon dolarlık vakfıyla güzel bir okuldu, 500 milyon dolarlık vakfı ve yine 1200 öğrencisiyle daha güzel bir okul oldu."

Grinnell'i günümüzde değerlendirecek, 2011-2012 öğretim yılında yaklaşık 1600 öğrencisi var ve vakfının büyüklüğü 1,5 milyar dolar. — CL.

Grinnell College her zaman biraz kıyıda köşede kaldı. Doksan dönümlük kampüsü; kentteki en uzun yapısının buğday silosu olduğu ve bir üniversitenin hayvancılığı vurgularken beşeri bilimlere de şöyle kabaca dokunmasının şaşırtmadığı orta Iowa bölgesinin tipik çiftlik kümesinin bir köşesinde yer alıyor. Okul 1200 kadar öğrencisine Amerika'nın sömürgecilik tarihi, John Milton şiiri ve Quantum teorisine giriş gibi temel derslere dayalı titiz ve geleneksel bir eğitim programı sunuyor. Böylece de Amerika'nın iyi meslek yüksek okullarından' biri olarak tanınıyor.

Fakat Grinnell bugünlerde çok başka bir nedenle şaşırtıyor. Cornbelt'teki bu küçük okul vakfın varlıklarını öyle ustaca yönetti ki son beş yılda beşe katlayarak 37,5 milyon dolara yükseldi, üstelik bu muhafazakâr bir değerlendirme. Üniversitenin bütün varlıklarını bugünkü piyasa değerinden hesaplarsak rakam 60 milyon dolara yaklaşabilir. Yeni katkılar yalnızca 5,4 milyon dolar civarında ve vakıf esas olarak, varlıklarının şaşırtıcı derecede değer kazanmasıyla büyüdü. Muhafazakâr değerlendirme yöntemiyle bile -gelirlere dayalı- vakıf son beş yılda yıllık ortalama yüzde 16,2 getiri elde etti.

Aynı dönemde kolej ve üniversite vakıfları genel olarak kötü bir tablo sergilediler. A.G Becker'in beş yıllık kayıtlara dayanarak yaptığı araştırmaya göre, 150 vakıf fonunun son beş yılda ortalama yıllık getirisi yüzde 1,7 gibi tatsız bir oran oldu.

Grinnell bu başarıyı elde etmek için finansal yatırım stratejileri uyguladı ve eğitim kurumlarının normalde uzak durdukları girişimlere ortak oldu. Örneğin, yumurtalarını hisse senedi ve tahvil piyasalarının geleneksel sepetlerine tedbirli bir şekilde yerleştirmek yerine, çok sayıda yumurtasını bir veya iki sepete doldurmakta veya spekülatif bir konuda risk almakta tereddüt etmedi. En alışılmadık ve dramatik hareketi, ticari bir televizyon kanalını 12 milyon dolara satın almak oldu.

Grinnell vakıf kurulu diğer birçok okulun aksine, vakfın günlük kontrolünü bir bankaya, dışarıdan bir portföy yöneticisine, hatta içeriden pro-

* Liberal Arts College: ABD'de temel eğitime odaklanmış üniversitelerdir ve çoğunlukla özeldir. Öğrenciler bir mesleği öğrenirken hayata hazırlanır. Bu yüzden felsefe psikoloji, edebiyat gibi dersler zorunludur. (Çn.)

fesyonel bir yöneticiye bile teslim etmiyor. Heyet kontrolü tamamen kendi elinde tutuyor. Daha açık bir ifadeyle, kendi içlerinde oluşturdukları finans komitesine, en başta da komitenin daha önce hatırı sayılır bir servet yaparak bu işe ne kadar uygun olduklarını kanıtlamış olan iki üyesine güveniyorlar. Bunlardan biri, Des Moines'dan Joseph F. Rosenfield. Emekli savcı ve aktif yatırımcı Rosenfield, bir dönem beş Ortabatı eyaletinde faaliyet gösteren büyük mağazalar zinciri Younkers Brothers'ın başkanıydı.

Komitenin ikinci kilit adamı Warren E. Buffett. Ailesinden ve arkadaşlarından gelen küçük bir meblağı 30 yıllık bir dönemde yılda yüzde 29,5 gibi fenomen bir oranla yatırım ortaklığına dönüştüren ve 1969'da 100 milyon dolar değerine ulaşan ortaklığı tasfiye edip kârları dağıtan Buffett, "Omaha'lı Yatırımcı" olarak hatırı sayılır bir ün kazandı. Halen kendi varlıklarıyla finans kurumları ve gazeteler dahil çok sayıda şirketin kontrolünü elinde tutuyor.

1925 mezunu Rosenfield 1941 yılında yönetim kuruluna katıldığında vakfın değeri yalnızca 1 milyon dolardı; vakfın miras aldığı birkaç çiftlik ve hisse senetlerine yatırılmış 250.000 dolar da buna dahildi. Grinnell vakfının başına ilk talih kuşu 1950'lerin başında, petrolcü Fred Darby okula 5 milyon dolarlık varlık miras bıraktığında kondu. İkinci büyük yardım 1960'ların başında Ford Vakfı'ndan geldi; eğer Grinnell de 4 milyon dolar toplarsa Ford Vakfı okula 2 milyon dolar bağışlayacağına söz verdi. Grinnell parayı topladı, 400.000 dolar doğrudan doğruya Joe Rosenfield'in cebinden çıktı.

Bu arada Rosenfield okula katkı sağlamayı sürdürdü ve bağışlarının büyük bölümü, zamanla J.F Rosenfield Fonu olarak tanınan vakıf içindeki özel bir hesapta tutuldu. Rosenfield ve Buffett'ın geleneksel blue-chip hisselerinde ve tahvillerde bırakmaları halinde çok fazla getiri sağlamayacak olan küçük miktarlarda parayı sınırlı risklerle başka alanlarda değerlendirdikleri para, işte bu fondu. İki yatırımcı çarpıcı bir başarı sağladı. Fondaki bir "hisse" son 15 yılda yaklaşık 18 kat büyüdü.

Rosenfield fonun ilk görkemli yatırım başarısını 10 yıl önce gerçekleştirmişti. Fairchild Semiconductor'un kurucularından Robert N. Noyce, Grinnell'in mütevelli heyetindeydi ve eski öğrencilerindendi (biraz haylaz bir öğrenciydi; bir geceyarısı mangal partisi yapmak için bir çiftlikten domuz çaldığı için uzaklaştırma cezası almıştı). Rosenfield ve bir diğer

mütevelli heyeti üyesi, Chicago Savcısı Samuel R. Robenthal, Noyce'un dehasından Kolej adına yararlanabileceklerini öngörebilecek kadar ileri görüşlüydüler. "Noyce'a kendi işinin başına geçtiği zaman Kolej'in de bundan payını alacağını söylemiştik," diye anımsıyor Rosenfield. Böylece Noyce 1968 yılında bilgisayarlar için yariletken ince hafıza çipleri üretecek Intel'i kurmak üzere Fairchild'dan ayrıldığında, Kolej'e 300.000 dolar değerinde Intel değiştirebilir tahvili alma fırsatı verdi. Rosenthal ve Rosenfield 100'er bin dolar koydular, üçüncü 100.000 dolarlık dilim Rosenfield Fonu'ndan geldi. Intel büyüdükçe okulun yatırımı 46 kat arttı. Vakıf fonu tahvilleri değiştirdi ve zaman içinde Intel hisselerinin büyük bölümünü 12 milyon dolara yakın bir kârla elden çıkardı; bugün piyasa değeri yaklaşık 2 milyon doları bulan 37.000 İntel hissesi hâlâ fonda duruyor.

Buffett, Grinnell'in öğrencisi değil. O lisans eğitimini Wharton School ve Nebraska Üniversitesi'nde yaptı, ardından da Columbia Üniversitesi İşletme Okulu'ndan (Graduate School of Business) master derecesi aldı. Buffett'ı Grinnell'in vakıf kuruluna girmeye ortak arkadaşları aracılığıyla tanıştığı Rosenfield ikna etmişti. Aralarında bir kuşak olmasına rağmen -Rosenfield 74, Buffett 48 yaşında- birbirlerine çok yakınlar. Buffett 1968 yılında Rosenfield'ın ricası üzerine kurula katılmıştı. "Jo hayır diyebileceğiniz türden bir adam değil," diyor Buffett ve şöyle ekliyor: "Bir kere, kendi net varlığından bağış yapan tek insan. Başkaları vergiden düşebilecekleri miktar dahilinde bağış yapıyorlar." Buffett ve Rosenfield sık sık birbirlerine danışıyorlar, ama 32 üyeli kurulun tamamıyla nadiren biraraya geliyorlar. Zaman zaman finans kurulunun bazı üyeleriyle, özellikle de başkanlığını yürüten 38 yaşındaki varlıklı yatırım danışmanı Tom Hutchison ile fikir alışverişinde bulunuyorlar; Hutchison da Rosenfield gibi Des Moines'li. Buffett özellikle yalnızlığı seviyor; yılda üç kez Grinnell'in Kütüphanesi'nde yapılan ve günboyu süren yönetim kurulu toplantılarında hareketsiz oturmaktan rahatsız oluyor, prosedürler konusunda da sabırsız.

Buffett ve Rosenfield'in yatırım stratejileri aynı. Yine de bir fikir karşısında biri diğerinden daha coşkulu olabiliyor. Örneğin Intel'in alımında Buffett sessizce kenarda kalmış. "Karşı değildim," diye açıklıyor. "Sadece yariletken işinden anlamıyorum ve benim anlamadığım veya kızkardeşimin anlamadığı bir işe girmem."

Buffett, Benjamin Graham'ın en tanınmış öğrencisi. Columbia'da onun kürsüsünde okumuş, bu yüzden de değerinin altında işlem gören şirketleri bulup onlara büyük miktarda yatırım yapmaya inanıyor. Buffett aslında Graham'ın felsefesini daha ileri götürüyor: Graham bir hissenin değeri, onun "gerçek değer" olarak gördüğü noktaya geldiğinde satmaya yönelirdi. Buffett ise kesinlikle elinde tutmak isteyeceği hisseleri tercih ediyor. Bugünlerdeki ideal fırsat kriteri, gerçek değeri 2 milyon dolar olan ve beş yıl sonra 4 milyon dolar olacak bir şirketi 1 milyon dolara almak. Böyle durumlar, onun da kabul ettiği gibi kolay bulunmuyor. "Çok sayıda iyi fikrimiz yok," diyor, "bu yüzden de çok şey yapmıyoruz."

Buffett'in 1976 yılında Grinnell'in en büyük şansını yakalaması neredeyse tamamen tesadüftü. Ekonomi basını üzerine New Orleans'da düzenlenen bir konferansa katılan Buffett, orada arkadaşı Thomas S. Murphy ile karşılaşmıştı. Capital Cities Communication'ın başkanı olan Murphy kahvaltıdan sonra bir ara Buffett'a Avco Corp'un televizyon kanallarını satacağından söz etmişti. Eğer olası bir çıkar çatışması olmasaydı, Buffett kendi adına veya başında olduğu Berkshire Hathaway adına bir televizyon kanalı almakla ilgilenebilirdi. Berkshire Hathaway, Washington Post Co'nun yüzde 12 hissesine sahip. Bir kişi/kurum en fazla beş televizyon kanalı (eğer en az iki tanesi pek rağbet görmeyen UHF kanalıysa 7 kanala kadar izin var) kanalına sahip olabiliyor. Post Company'nin o dönemde 4 VHF kanalı vardı. Berkshire'ın Post'taki hissesinin oy hakkı olmasa bile, Avco'nun satışı Buffett adına da Berkshire adına da gerçekleşse, hükümet bunu Post'un hanesine yazabilir, böylece de halk arasında söylendiği gibi, Post son kurşununu sıkmış olurdu. Bir süre sonra bu fikri unutmak üzere olan Buffett, Rosenfield ile telefonda konuşurken bir televizyon kanalının Grinnell için biçilmiş kaftan olabileceğini düşündü birden. Nakit sorunları nedeniyle Avco kanalı elden çıkarmak istiyordu ve Grinnell de Buffett'ın sevdiği türden, yani "değerinin altında fiyatlanmış sağlam bir varlık" olan bu yatırıma pekâlâ girebilirdi. Bir okulun televizyon kanalının olması duyulmamış şey değildi. (New Orleans'ın en büyük ticari televizyon istasyonu, Loyola Üniversitesi'nin bir yan kuruluşu.) Ama bir üniversitenin piyasaya girip teklif vermesi sıradışıydı.

Kurul onay verdi, fakat bu alımı nasıl finanse edeceklerini tartışırken çok geciktiler ve Grinnell ilk şansını kaybetti: Avco'nun Cincinnati istasyonu, Multimedia Inc.'e 16 milyon dolara satıldı. (Grinnell bu hayalkırıklığını hemen 315.000 dolarlık Multimedia hisesi olarak atlatmayı seçti; hisselerin değeri o günden bu yana üç kat arttı.) İkinci girişimleri Avco'nun Dayton istasyonuydu; Buffett bu kez önce öne çıkıp talip olmaya, finansman işini sonra düşünmeye karar verdi. NBC'nin yan kuruluşu WLWD-TV 2 kanalı için 12,9 milyon dolar teklif verdi; bu fiyat kanalın brüt gelirlerinin 2,5 katıydı; televizyon kanallarının genelde gelirlerinin üç katına satıldığı düşünülürse, aşırı cömert bir teklif değildi. Ama Avco kabul etti.

Dayton City il sınırının hemen dışında, Moraine, Ohio'da paten alanından dönüştürülmüş bir binada bulunan bu televizyon kanalı, üç kanallı piyasada 2 numaraydı. Grinnell baş harflerini WDTN olarak değiştirdi ve yönetmek için de Grinnell Communications unvanlı ayrı bir şirket kurdu. (Şirket eğitim değil de kâr amaçlı bir işletme gibi kazançları üzerinden kurumlar vergisi ödüyor). Grinnell Communications, yayın kulesinin yüksekliğini iki katına çıkarmak ve izleyici kitlesini genişletmek için harcadığı 750.000 dolar dahil olmak üzere, iyileştirmelere yaklaşık 1,3 milyon dolar sermaye yatırdı. Kanalı yönetmek pek problem olmadı. Avco döneminde genel müdür olan Ray W. Colie, Grinnell yönetiminde de kanalın başında çalışmaya devam etti ve şirketin altı üyeli yönetim kurulunda Grinnell'in mütevellileri egemen olsalar da, Colie ve ekibini oldukça serbest bırakıyorlardı.

Sonunda kanalın finansmanını karşılamak için Rosenfield Fonu 2 milyon doları sağladı, Grinnell de yarısı dış kreditorlerden, yarısı da vakıf fonundan olmak üzere 11 milyon dolar borçlandı. Bu yatırımın gerçekten dikkate değer yönü, etkileyici değeri oldu. İlk 50 içindeki televizyon kanalları (Dayton 46. sırada) geçtiğimiz dönemde gelirlerinin 4 katına satılıyor. WDTN, bu yıl yaklaşık 9 milyon dolar kazanç öngörüyor ve bu da yaklaşık 35 milyon dolar civarında bir piyasa değeri olduğu anlamına geliyor; okulun ödediğinin 2.5 katından fazla.

Kanalın değeri Grinnell'in defterlerinde oldukça düşük gösteriliyor. Başlangıçta yapılan 2 milyon dolarlık özkaynak yatırımı ve vakfın hâlâ borçlu olduğu 5 milyon dolar maliyet olarak gösterilmiş. (Borcun bir kıs-

mı ödenmiş). WDTN gerçekçi bir biçimde muhasebeleştirilse -piyasa değeri, eksi dış kreditorlere hâlâ borçlu olduğu 4,7 milyon doların altındaki meblağ- bu 7 milyon dolar büyük ölçüde yükselir. Bu durumda vakfın değeri 60 milyon dolara yaklaşır ki, bunun 37,5 milyon doları Grinnell'in değer kazanmasından kaynaklanıyor.

Buffett çok büyük vakıflarca yönetilen büyük okulların da portföylerini göreceli olarak az sayıda alanla sınırlayarak Grinnell'in stratejisini uygulamamaları için hiçbir neden bulunmadığına inanıyor. Bu da elbette bazı büyüleyici olasılıkları düşündürüyor. Eğer Harvard 1978 yılı başında American Broadcasting Co'yu, hissenin piyasa değeri 700 milyon dolar-ken -Harvard Vakfı'nın yarısı- alsaydı ne olurdu? Bu öyle fantastik bir fikir ki, ABC'ye yapacağı 700 milyon dolarlık yatırım Harvard'a kabaca Grinnell'inkiyle orantılı bir yayın taahhüdü verirdi.

Büyük bir okulun Grinnell kadar cesurca hareket edebilme olasılığı pek mümkün görünmüyor. Aslında Grinnell vakfının bazı mütevellileri de portföylerinin dengesizliğinden kaygılanmaya başlıyorlar. Çelişkili olarak, WDTN değer kazandıkça işleri zorlaşıyor. Duydukları rahatsızlık yeterince anlaşılabilir. Kanal şu anda vakfın reel varlığının yaklaşık yarısı ediyor ve bir mutemet için böylesi bir yoğunlaşmaya izin vermenin ne kadar tedbirli bir yaklaşım olduğu sorusu gündeme geliyor. "Kanalın değerinin düşmesi gibi bir durumu hayal bile edemiyorum" diyor Grinnell'den bir müteveli ve şöyle ekliyor: "Bir öğrenci kanalın satılması halinde okul ücretinin daha düşük olacağını iddia ederek bize karşı bir toplu dava örgütüyor."

Buffett kurul üyelerinin eğer isterlerse satmaya elbette hakları olduğunu söylüyor. Ancak açıkçası, böyle bir satışın lehine oy vermeye istekli değil, en azından şimdi. "Ben durumları her zaman yeniden değerlendiririm," diyor ve bir an durakladıktan sonra ekliyor: "Ama bu ateş gibi bir varlık." Buffett vakfın geleceğine baktığı zaman aleyhte açılacak bir davadan çok daha başka bir olasılığa odaklanıyor. Grinnell'i gelecekte faaliyet bütçesinin belki de 20 katı değerinde bir grup işletmenin sahibi büyük bir okul vakfı olarak görüyor. Vakıf bu yatırımın sağlayacağı yüzde 5'lik reel getiriyle okulu her zaman fonlayabilir. Kısacası, Grinnell ücretsiz bir okul olabilir.

BERKSHIRE HİSSEDARLARININ BAĞIŞLARI

Kitabın büyük ölçüde kronolojik formatından ayrılarak birbiriyle ilgili iki haberi eşleştirdik. 1981 tarihli birinci yazı Buffett'ın getirdiği yeni bir uygulamayı anlatıyordu. Bu uygulamaya göre ,Berkshire hissedarları artık kendi seçtikleri hayır kurumları ve sivil toplum kuruluşlarına bağışta bulunabileceklerdi. İkincisi, 22 yıl sonra yayınlanmış bir haberdin ve kürtaj yanlısı kuruluşları kayırdığına inanan öfkeli kürtaj karşıtlarının tepkileri nedeniyle Buffett'ın bu bağış ve katkı programını sonlandırma kararı aldığını bildiriyordu.

Öfkenin nedeni bağış yapılan hayır kurumu ve sivil toplum kuruluşlarının sıralaması değildi: 2002 yılında bağışların aktarıldığı kurumlar arasında 790 okul, 437 kilise ve sinagog vardı. Buffett "Başkanın Mektubu"nda bu rakamları verirken kürtaj konusuna da değinmiş ve Berkshire hissedarlarının da muhtemelen Amerikan halkı gibi tartışmanın iki tarafında da yaklaşık aynı oranda yer aldığını söylemişti. Fakat gerek Buffett ve o dönemdeki eşi merhum Susie, gerekse Berkshire'ın bir diğer büyük hissedarı ve başkan yardımcısı Charlie Munger'ın düşünce olarak kürtaj yanlısı oldukları biliniyordu. Bu nedenle de kürtaj karşıtı güçler, gelişip güçlenmesini görmek istemedikleri sivil toplum kuruluşlarının -örneğin Planned Parenthood'un (Planlı Ebeveynlik)- toplam katkılardan orantısız pay aldıklarını düşünüyorlardı. (Buffett'ın Planned Parenthood'a yaptığı bağışlar başkanlığını bizzat benim yürüttüğüm vakıfları aracılığıyla gerçekleşiyordu).

Kürtaj karşıtı muhalefetin öfkesi esas olarak kendisini ve Munger'ı hedef aldığı dönemde Buffett yolundan dönmedi. Fakat sonra bu öfke, Berkshire'ın yan kuruluşu Pampered Chef'e ve şirketin mutfak ürünleri-

ni pazarlayan “danışmanlara” odaklanmaya başladı. Bağımsız çalışan “danışmanların” çoğunluğunu ev kadınları oluşturuyordu; Buffett bu kadınların Berkshire’ın bağış programı nedeniyle geçim kaynaklarını kaybedecek olmalarını doğru bulmadı ve programa son verdi.

Bir tür “bağışlanabilir kâr payı” olan program 22 yıllık ömrü boyunca 197 milyon dolar dağıtmış ve hissedarların oldukça memnun kaldığı bir uygulama olmuştu. Programa son verilmesinden sonra birçok Berkshire hissedarı hayır kurumları ve sivil toplum kuruluşlarına yaptığı kişisel bağışları hiç kuşkusuz artırdı. Yine de bu artışlar Berkshire’ın katkılarının son bulmasından doğan boşluğu kapatamadı ve hissedarların toplam bağışları geriledi. — CL.

Hissedarlar bağışları oyluyor

30 Kasım 1961

LEE SMITH

Mantıksız görünse de, büyük kurumlar bağış yapacakları hayır kurumları veya sivil toplum kuruluşlarını seçerken genelde hissedarlarına oy hakkı vermezler. Paranın büyük kısmının nereye gideceğine yönetim karar verir. Son dönemlerde, çalışanların bu alandaki ağırlıkları giderek artıyor ve popüler programlara bağışta bulunulmasını sağlayarak sözlerini söylüyorlar. Ama sahipler büyük ölçüde işin dışında kalıyorlar.

Hissedarlara yönelik bu eşitsizlik Berkshire Hathaway Inc.’in başkanı, tanınmış yatırımcı Warren E. Buffett’ı uzun süredir rahatsız ediyordu. Böylece Buffett geçtiğimiz ay Berkshire Hathaway hissedarlarına yaklaşık 2 milyon doları üniversitelere, kiliselere, müzelere, sosyal kurumlara ve iyi şeyler yaptıklarına inandıkları kâr amacı gütmeyen diğer kurumlara dağıtma hakkı verdi.

“Hissedarların kendi seçtikleri kurum ve örgütlere benim banka hesabımdan bağış çeki yazmalarını istemezdim,” diyor Buffett. “Bu yüzden

kendi seçtiğim kurumlara veya desteklediğim eylemlere onların hesabından çek yazmayı da uygun bulmuyorum.” Buffett çoğu şirket yöneticisinin reflekssel bir tepkiyle diğer meslektaşlarının desteklediği sosyal projelere katkı sağladığını düşünüyor.

Berkshire’ın 51 yaşındaki başkanı Buffett kendi yolunda yürüyen bir yönetici. Üniversiteyi bitirdikten kısa bir süre sonra ailesi, akrabaları ve dostlarıyla bir ortaklık kurarak 100.000 dolar topladı. Zaman zaman yeni sermaye ekleyerek fonu 100 milyon dolar borsa değerine taşıdı. 1965 yılında Berkshire Hathaway’i devraldı ve yeniden örgütledi. Berkshire bugün See’s Candies, Blue Chip Stamps ve bir düzine kadar sigorta şirketi de dahil olmak üzere çok sayıda kuruluşu şemsiyesi altında topluyor. Berkshire Hathaway ayrıca, General Foods’un yüzde 5’ine, Washington Post Co.’nun da yüzde 13’üne sahip. Kazançları oldukça yüksek; geçtiğimiz yıl 53 milyon dolar, ya da diğer bir ifadeyle hisse başına 51,72 dolar kazanç sağladı. Halen tezgâh üstü piyasada hisse başına yaklaşık 500 dolardan işlem görüyor. Berkshire Hathaway 1967 yılından bu yana kâr payı ödemedi, fakat net değeri yılda ortalama yüzde 20 büyüdü. Bu büyüklükteki varlığına rağmen şirketin hayır kurumları ve sivil toplum kuruluşlarına yaptığı bağışlar görece düşük kalıyor: Yılda 200.000 dolar gibi bir şey. Bu rakam 1980 yılındaki vergi öncesi kârın yüzde 2’sinden biraz fazla. ABD genelinde ise şirketlerin katkıları ortalama yüzde 1 civarında.

Buffett bugüne dek eli sıkı davranıyordu; çünkü bağışlar konusunda diğer büyük kurumların uyguladıkları seçme yöntemleri içine sinmiyor ve nasıl iyileştireceğini de bilmiyordu. Yeni planının hem adil hem de pratik olduğunu düşünüyor. Bu plan esasen şirketlerin hissedar tercihlerini belirlemek için yaptıkları anketleri taklit ediyor. Fakat bir düzine kadar hissedara değil, 1500 kişiye anket yapıyor.

Berkshire’da oylar bu ay sandığa atılıyor. Yaklaşık bir milyon hisse var ve her hisse, sahibine 2 dolar bağışlama hakkı veriyor. Bir başka ifadeyle, bin hisse sahibi bir hissedarın 2000 dolarlık bağış hakkı var; bu parayı nereye yönlendirmek istediğini şirkete bildirmesi yeterli. Büyük hissedarların oy vermesi gerekmiyor. Buffett ve eşi şirketin yüzde 47’sinin sahibi ve 935.000 doları istedikleri kuruma tahsis edebilecekler. Para

önce, 15 yıl evvel kurulan Buffett Vakfı'na gidecek; oradan da doğum kontrolünü destekleyen ve teşvik eden örgütlere aktarılacak.

Buffett'in planının vergi avantajları var. Esasen Berkshire Hathaway hissedarlarına kâr payı dağıtabilir, bunlar da hayır kurumlarına ve bağışlara aktarılabilir. Ama kârlar hissedarlara dağıtılmadan önce vergilendirilir. Öte yandan, kurumsal bağışlar şirket harcaması olarak işlem görür ve vergiden muaftır. Böylece Berkshire Hathaway'in kasasından çıkan her doların büyük bölümü hayır etkinliklerine, küçük bir kısmı da vergi dairesine gidecek.

İlk bakışta, Buffett'in Omaha'daki 4 odalı şirketinde çalışan 5 kişilik personel müthiş bir kırtasiye işine boğulacak gibi görünüyor. Buffett'in hissedarları kendilerine dağıtılmış olan formlara katkı yapmak istedikleri en fazla üç hayır kurumunun isim ve adreslerini yazarak merkeze gönderecekler. Eğer bağışta bulunmak istedikleri kurum veya kuruluş Amerikan Gelir İdaresi kurallarına göre açık bir şekilde vergiden muaf değilse, Buffett'in personeli önce ilgili kurum veya kuruluşun muafiyet durumunu kanıtlamasını isteyecek. (Buffett'a göre Winnetka'da bir dula yapılacak yardımın vergiden muafiyeti pek de açık olmayacak).

Personel ilgili hissedarın sahip olduğu hisse adedini de kontrol ettikten sonra çekleri yazıp gönderecek ve bu bağışın hissedarın isteği üzerine gerçekleştiğini belirten bir not ekleyecek. Fakat her hissedar yaptığı bağışın çekte belirtilen katkı dışında herhangi bir taahhüt içermediğini onaylamak zorunda; aksi halde Amerikan Gelir İdaresi bu parayı kâr payı olarak görebilir ve Berkshire Hathaway'in vergilerini buna uygun olarak artırabilir. İlk bakıştaki karmaşıklığına rağmen, Buffett evrak işinin yıllık toplantılarda başkaları adına kullanılan "vekalet oylarının" yarattığı küçük fırtınadan daha zorlu olmayacağını söylüyor. "Eğer yanıyorsam," diyor "cumartesi ve pazar günleri de gelip çalışırım."

Hissedarlar adına yapılan bu bağışlar Berkshire Hathaway'in net kârını 1 milyon dolar veya daha da fazla azaltabilir. (Vergi oranını yüzde 46 olarak varsayarsak, 2 milyon dolarlık bağış vergi sonrası kârlardan 1.080.000 dolar kesilmesi anlamına geliyor.) Fakat bu miktar, bağışlanan paranın tamamını kapsamıyor. Broker'lık kuruluşları ve diğer kurumların müşterileri adına sakladıkları hisseler oylanamıyor; ayrıca bazı bireyler

oy verme zahmetine girmekten kaçınabilirler veya herhangi bir kuruluşa bağışta bulunmak istemeyebilirler. Bu durumda, tahsis edilmeyen fonlar şirketin kazançlarına geri aktarılacak.

İlk tepkileri ölçen Buffett hissedarların yüzde 85'inin olumlu yanıt vereceğini düşünüyor. "Hayli coşku var," diyor. "Fazla geliri olmayan çok dindar bir hanım tanıyorum. Bu hanım kilisesine ayda en fazla 5 dolar verebiliyor. Fakat elinde yüklü miktarda hissemiz var, böylece artık kilisesine ayda 60 veya 70 dolar bağışlayabilecek."

Buffett'in planı, Rochester Üniversitesi Başkanı Robert A. Sproull'un önerisine benziyor, ama ondan daha az sorunlu. Rochester hissedarların ABD Hazinesi'ne ödenecek miktar dışında hiçbir ek maliyet olmaksızın, kâr paylarının yaklaşık iki katı kadar bağış gönderebilecekleri bir plan önermişti. Hissedar şirkete bir talimat vererek üçüncü dönem kâr payının, artı bu kazanç üzerinden ödeyeceği gelir vergisinin Amerikan Kızılhâç Örgütü'ne, Rochester Üniversitesi'ne veya başka bir hayır kurumu ya da sivil toplum kuruluşuna gönderilmesini isteyebilecekti. Sproull'un da hesaba kattığı gibi, kazançlarının yüzde 46'sını vergi olarak ödeyen bir şirket, vergi öncesi 185 doların bağışlanmasını ya da hissedara 100 dolar kâr payı, devlete de 85 dolar ödemeyi önemsemezdi.

Sproull'un planı dahiyane ama yasadışı. Senatör Daniel Patrick Moynihan bu planı yasallaştırma konusunda Kongre'yi ikna etmeye çalışıyor; fakat mevcut bütçe açığı düşünüldüğünde pek başarılı olacak gibi görünmüyor. Ayrıca şirketler de fikre çok sıcak bakmıyorlar. Örneğin AT&T, bu planın hissedarların kâr paylarını otomatik olarak yeniden hisse yatırımına aktardıkları sistemle rekabet etmesinden kaygılanıyor. Ma Bell yalnızca 1980 yılında kâr paylarının yeniden hisselerle yatırılmasıyla yaklaşık 1 milyar dolar toplamış bulunuyor.

Buffett'in bağış planının başkalarınca da taklit edilip edilmeyeceğini zaman içinde göreceğiz. Birçok şirketin Berkshire Hathaway'den kat kat fazla hissedarı var; aynı miktarda formalite ve evrak işiyle uğraşabilecek personel sayısının da daha fazla olduğunu rahatlıkla düşünebiliriz. *Fortune*'un yaptığı sondajda birçok şirket fikri yaratıcı buldu, fakat bazı çekinceler ileri sürüldü. Bağış ve katkılardan sorumlu yöneticilerinden biri, şirketin parasının dini kuruluşlara gitmesinin bazı hissedarları rahatsız

etmesinden korktuğunu belirtti; oysa Berkshire Hathaway hissedarlarının çoğunluğu Buffett'ın planını heyecanla karşılıyor (Hissedarların bireysel bağışlarının yarısından fazlası kiliselere gidiyor). Birçok kurum uzlaşmazlıklardan kaçınmak için yalnızca laik kurumlara, yani sivil toplum kuruluşlarına bağış ve katkı sağlıyor.

Berkshire Hathaway, en azından önemli bir açıdan alışılmışın dışında bir şirket ve bu nedenle de Buffett'ın planı özellikle uygun görünüyor. Buffett 2 milyon doları yönetimin seçimiyle yönlendirmek ile hissedarın tercihi ile yönlendirmek arasında fark yaratacak önemli kurumsal amaçları olmadığını söylüyor. Diğer şirketlerin ise bu türden amaçları var. Mühendisleri işe alıp çalıştıran şirketler, araştırmaları teşvik etmek ve mezunları kendilerine çekmek umuduyla mühendislik okullarına para veriyorlar. Petrol şirketleri de kısmen genelde halkı, özelde de kanun yapıcıları "kirli" kârların üzerine oturmadıklarına, sorumlu vatandaşlar olduklarına ikna etmek için yerel televizyon kanalına katkıda bulunuyorlar.

Yine de birçok şirket Berkshire Hathaway örneğini izleyebilir; özellikle de kârlılığı yüksek, pek az halkla ilişkiler sorunu yaşayan ve yardım güdüsüne sahip kurumlar. Buffett'ın yardım konusunda önceden de iyi fikirleri vardı. Birkaç yıl önce Iowa'daki Grinnell College vakfına parasının bir bölümüyle televizyon kanalı almasını tavsiye etmişti ve bu bir okul için alışılmış bir seçim değildi. Grinnell, Dayton'da bir televizyon kanalını 12,9 milyon dolara aldı ve iki ay önce de 50 milyon dolara sattı. Bu yüzden de Buffett kendi başına dolanıyorsa, nereye gittiğini izlemek anlamlı görünüyor.

Berkshire bağışlardan vazgeçiyor

11 Ağustos 2003

NICHOLAS VARCHAVER

Warren Buffett kürtaj yanlısı eylemleri desteklediği için geçmişte de eleştiri oklarını üzerine çekmiş, fakat bu durum Berkshire Hathaway'in bağışlarını hiçbir şekilde etkilememişti. Ne var ki Peoria, Arizona'dan 34 yaşındaki ev kadını ve anne Cindy Coughlon'un kürtaj yanlısı bağışların durdurulması için yürüttüğü kampanya sektörün en güçlü adamı Warren Buffett'in duruşunu değiştirdi. Buffett 20 yıl boyunca okullardan kürtaj tartışmasının her iki cephesindeki gruplara kadar çok sayıda kurum ve kuruluşa yaklaşık 200 milyon dolar katkı sağlayan Berkshire Hathaway'in bağış programına son verdi. Alışılmışın dışındaki bu bağış ve yardım programı -adına *bağışlanabilir kâr payı* diyelim- Berkshire hissedarlarına kendi seçtikleri en fazla üç hayır kurumu veya sivil toplum örgütüne hisse başına 18 dolar bağışlama olanağı sağlıyordu. Buffett dahil bazı hissedarlar bu program sayesinde Planned Parenthood (Planlı Ebeveynlik) gibi kürtaj yanlısı hareketlere katkı sağlıyorlardı. (*Fortune* editörü Carol Loomis, Buffett Vakfı'nın yöneticilerindendir).

Olaylar bu kış, üç çocuk annesi Coughlon'un biraz para kazanmak için Berkshire'ın bir süre önce 740 milyon dolar geliriyle birlikte satın aldığı Pampered Chef'in ürünlerini satmak istemesiyle başladı. Coughlon serbest zamanlı çalışarak Pampered Chef ürünlerini pazarlayan yaklaşık 70.000 "danışman"dan biriydi. Danışmanlar evlerde düzenledikleri Tupperware tarzı davetlerde sunum yaparak mutfak gereçleri satıyorlar. Coughlon dindar bir Hristiyan olduğunu ve aileye önem veren değerlerini paylaştığı için Pampered Chef'e yöneldiğini söylüyor. Örneğin onu çeken unsurlardan birinin, şirketin misyonunun insanları

“Tanrı vergisi yeteneklerini geliştirmeye” teşvik etmesi olduğunu vurguluyor.

Fakat Coughlon, Pampered Chef’in Berkshire’a satılmasından sonra Buffett’ın bağış programını öğrenmiş ve kendi ürettiği kârların bir bölümünün kürtaj yanlısı grupları fonlayacağını düşünerek dehşete düşmüştü. Ocak ayında bir imza kampanyası başlatan Coughlon, Berkshire ve Buffett’ın bu tür örgütlere yönelik bağışlara son vermesini isteyen bir mektup yazarak 100 aileye ve arkadaşlarına e-posta yoluyla göndermişti. Life Decisions International gibi kürtaj karşıtı kurumlar Coughlon’un imza kampanyasına destek vermişler ve yaygınlaştırma çabası içine girmişlerdi.

Olayın patlak verdiği nisan ayında “danışmanlara” bir e-posta gönderen Pampered Chef Başkanı Doris Christopher, “Bazı konularda kişisel görüşlerim Warren Buffett’tan farklı... Fakat onun görüşlerini sorgulayacak veya yargılayacak konumda değilim,” demişti. Fakat bu mesaj isyanı bastırmaya yetmedi. “Danışmanlar işi bırakıyorlar, müşteriler şikâyet ediyorlardı” diyor Christopher. (Bu arada Coughlon kampanyaya imza verenlerin “1000’e yakın” olduğunu söylüyor). Haziran ayı sonunda baskı artık tahammül edilemez hale geldiğinde Christopher danışmanlara bir e-posta daha gönderdi. Bu kez “İçim sızlayarak Warren’a gittim. Berkshire Hathaway’in bağışlarının sizleri zor durumda bırakması kendisini derinden üzdü,” diyordu. Berkshire 3 Temmuz günü bağış programına son verdi.

Oysa Buffett’ın Berkshire’ı şimdiye dek bu tür baskılardan etkilenmez görünüyordu. Kürtaj karşıtı eylemciler seneledir şirketin yıllık toplantılarını boykot ediyorlardı. Bunun da ötesinde, geçen yıl bir hissedar, bağış programının iptali için önerge vermiş ve büyük bir çoğunlukla -hissedarların yüzde 97’si karşı oyu kullanmıştı- reddedilmişti. Buffett 2001 yılı faaliyet raporunda “Berkshire’in hissedarların belirlediği katkılar dışında bağış yapmadığını” belirtmişti. Programı savunan Buffett, kürtaj meselesinde Berkshire hissedarlarının da “muhtemelen Amerikan halkı gibi tartışmanın iki tarafında da yaklaşık olarak aynı oranda yer aldığını” söylemişti.

Peki Berkshire programa şimdi neden son veriyor? Şirketin açıklamasında, “Programın şu anda yalnızca bağlı kuruluşlara değil bireylere de

“zarar vermekte olduğu” belirtildi. Yönetim kurulu geçmişte boykot ve eylemlerden kaynaklanan bir miktar zararı kabullenmeye razıydı, çünkü bedeli dev bir kuruma yayılıyordu; fakat şimdi Berkshire’ın politikasıyla hiçbir ilgileri olmayan Pampered Chef satıcılarını etkiliyordu.

Coughlon kendi adına “karardan mennun.” Ama “Bay Buffett” olarak söz ettiği adam kürtağı destekleyen örgütlere bağış yapmayı sürdürdükçe tatmin olmayacağını söylüyor. “Şimdi,” diyor, “odak noktamız bu.”

Başkan Buffett'ın mektupları

22 Ağustos 1983

ANDREW TOBIAS

Buffett Berkshire Hathaway'de "Başkan'ın mektubunu" 1966 yılından bu yana yazıyor. Fakat 10 yıl sonra, şirketlerin hissedarlarla iletişimlerini nasıl iyileştirebileceklerine ilişkin Securities and Exchange Commission (SEC)' tarafından düzenlenen panelde görev alması Buffett'ın mektuplarında bir dönüm noktası oldu ve ertesi yıl, 1977'de yenilemeye artık hazırды. Herşey birden olmadı, değişiklikler aşama aşama geldi. Fakat 1980'lerin başından itibaren Buffett'ın mektupları hem fikrî içeriği, esprili dili ve benzersizliği ile öne çıkmaya hem de geniş ilgi çekmeye başladı.

İşte o zaman Fortune Buffett'ın mektuplarını haber yapmaya karar verdi. Kitap inceleme yazısı şeklinde kurgulanmış bir haber isteniyordu. Ben yazar adayı olarak mantıklı bir seçim değildim, çünkü 1977 yıllık raporunu kaleme alma zamanı yaklaştığında, o vakitler yaklaşık 10 yıllık dostum olan Buffett büyük ölçüde bitirdiği mektubunu okuyup görüşlerimi belirtmemi istemişti. Hatırladığıma göre imlâ ile ilgili çok küçük düzeltmeler önermiştim. O günden bu yana Buffett'ın "gönüllü" ama özenli ve titiz editörüym. 1977 yılı mektubundan bu yana önerilerimi yoğunlaştırdığımı kabul ediyorum, ama işin özü hiç değişmedi: O yazıyor, ben gözden geçiriyorum (ve ne yazık ki bazen bir cümlemin nasıl devam edeceğine ilişkin tartışmalarda kayboluyorum).

1983 yılında mektuplarla ilgili haberi üstlenmediğim için Fortune dışarıdan bir yazara, Andrew Tobias'a yöneldi. Tobias bir yıl önce çalışmak üzere dergiye gelmiş (devam etmemesi bizim için büyük kayıp),

* ABD'nin Sermaye Piyasası Kurulu (Cn.)

ama sonra kitap yazarı -The Only Investment Guide You'll Ever Need (Her zaman İhtiyaç Duyacağınız Tek Yatırım Rehberi)- ve serbest gazeteci olarak parlak bir kariyere yönelmişti. Haberi yazması için Fortune'dan bir editor kendisini aradığında "neredeyse bir tarikat lideri gibi müridleri olduğu söylenen" Buffett'ın adını bile duymadığını söylemişti.

Fakat Tobias kendi mizabını ve özgün üslubunu da katarak haberi yazmış, çıkardığı iş kitap inceleme yazısının çok ötesine geçmişti.

Peki ardından Berkshire hissesi almış, sonra da hisse başına 1000 dolardan (son rakam yaklaşık 130.000 dolar) satmış mıydı? Bu soruya şöyle yanıt veriyor: "İnsanlara Berkshire'ın hayatımda yaptığım en kötü yatırım olduğunu söyleyip duruyorum; yatırım yaptığım için değil yapmadığımdan. Fortune'ın o yazı için bana ödediği 1500 doların üzerine birkaç dolar daha ekleyip iki adet hisse alsaydım keşke..." Evet, Tobias o günleri hatırladığında, hissenin biraz yukarıda olduğunu ve almak için bir miktar düşmesini beklemek istediğini söylüyor.

Ama teselli bulduğu bir nokta var. Buffett ile yalnızca bu yazı hakkındaki sohbetleriyle değil, Demokrat adayları destekleme konusundaki ortak ilgileri nedeniyle de yakınlaştıkları ve dost oldukları için memnun. — CL

Berkshire Hathaway hissedarları yıllık faaliyet raporundan iki şey beklerler: İyi haberler (defter değeri son 18 ayda 19 dolardan 637 dolara yükseldi) ve 18 yıldır şirketin başında olan Warren Buffett'ın sıradışı mektubu. Başkanın Mektubu esas olarak Berkshire Hathaway'in yıllık faaliyet raporudur.

Berkshire hissedarlarına fotoğraflar, kabartmalı renkli dosyalar, çubuk grafikler veya şemalar gelmez, hatta logo bile. İlk bakışta balonu nihayet patlamış bir şirketin yıllık faaliyet raporuna benzer. Fakat Berkshire Hathaway kesinlikle balon değil, ana faaliyet alanı sigortacılık olan ve diğer birçok sektörde büyük çaplı varlıkları bulunan bir holding şirketi. Üstelik altı yıl önce 85 dolar iken bugün 995 dolar olan hissesi hiç de patlama sinyali vermiyor.

Yıllık raporları okurken geleneksel olarak, önce denetçi firmanın fikrine bir göz atılır, sonra finansal sonuçlar ve dipnotlar kontrol edilir.

Peki ya Başkanın Mektubu? Zaman harcamaya değmez. Ancak Warren Buffett'ın mektupları müthiş ilgi çekiyor. Hatta kopyaları isteniyor. Şirket, talebi karşılamak için son beş yılın mektuplarından özel baskı yapmış bulunuyor.

“Harika şeyler,” diyor, kendisi de epey büyük bir Wall Street efsanesi olan Odyssey Partners'den Leon Levy ve Buffett'ın son mektubundan en sevdiği pasajı tekrarlıyor. Buffett bu pasajda 1982 yılında birçokları alıma koşarken kendisinin seyretmeyi tercih ettiğini söylüyor: “Bu alımların çoğunda,” diye yazıyor Buffett, “idarî muhakeme yeteneği idari adrenalin karşısında güç kaybetti. Avın heyecanı, avcının gözlerini öyle bir kör etti ki avı kaçırdı. Pascal'ın gözlemi doğru ve yerinde görünüyor: ‘İnsanoğlunun bütün şanssızlıklarının bir odada sakince oturamamaktan kaynaklandığını görmek beni şaşkına çevirdi.’ (Başkanınız geçen yıl yine sık sık odadan çıktı ve 1982'nin Alım Çılgınlıklarını hayretle izledi. Geriye dönüp baktığımızda bu yıl en büyük başarımız, kararlı bir şekilde kendimizi adadığımız çok büyük bir satın alma operasyonunun tamamen bizim kontrolümüz dışındaki nedenlerle gerçekleşmemesi oldu. Eğer gerçekleşseydi, olağanüstü miktarlarda zaman ve enerji tüketecekti ve bütün o zaman ve enerji belirsiz bir getiri için harcanmış olacaktı. Şimdi bu raporda geçtiğimiz yılın olumlu gelişmelerini gösteren grafikler veriyor olsaydık, o balon anlaşılmayı gösteren iki boş sayfanın tam göbekte yer alması uygun olurdu.)”

“Bunu seviyorum,” diyor Levy gülerek.

Buffett hissedarlarını ortakları olarak görüyor ve onlarla bu bakış açısından konuşmaya çalıştığını söylüyor. “Bir yıl işten uzak kalmış ve olan biteni öğrenme ihtiyacı duyan çok zeki bir ortağım olduğunu varsayıyorum,” diyor. Aynı zamanda hisselerde fazla el değiştirme olmadığı için 2000 hissedarının pek değişmediğini düşünüyor. “Her yıl aynı şeyleri tekrar etmek yerine,” diyor, “onları eğitecek, bilgilerini geliştirecek konuları ele alıyorum.” Bu egzersizi sevdiği çok açık; şu anda yaklaşık 12 sayfa olan mektupları her yıl biraz uzuyor. (Geçen yıldan uç bir örnek de ikon kabul edilen bir başka CEO, Wisconsin'li banker Jack Puelicher'in mektubunda yer alıyor. Marshall & Ilsley hissedarlarının CEO Puelicher'in mektubunun tamamında okudukları şu: “Şirketiniz 1982'de iyi

bir yıl geçirdi. Bu kısmen şansı, kısmen de iyi planlanma ve yönetimle gerçekleşti. Rakamları ve resimleri seveceğinizi umuyoruz.”)

Buffett'in mektuplarına gösterdiği özen, şirketlerdeki resmi açıklama uygulamalarını incelemek üzere 1976 yılında SEC tarafından oluşturulan heyette görev almasıyla daha da arttı. (Heyet açıklama ve beyan sisteminin temelde sağlam olduğunu belirten 1200 sayfalık bir rapor yazmıştı). Heyete başkanlık eden eski SEC üyesi A. A. Sommer Jr. -kendisi de Berkshire Hathaway hissedarı- grubun bu tür mektuplara çok önem verdiğini söylüyor. Hemen ardından da bir eklemede bulunmayı ihmal etmiyor: “Fakat Warren'ın mektuplarının eşi benzeri yok. Ne yazık ki pek az CEO Warren kadar zeki. Bütün CEO'lardan böyle bir tartışma temeli beklemek şaşırtıcı derece zor olurdu.

Peki Buffett mektuplarında sıradışı konulara değiniyor mu? “Evet,” diye cevap veriyor Sommer Jr., “hatalarını tartışıyor.”

Buffett 1977 yılı mektubunda, “Tekstil işi yine verimsiz bir yıl yaşadı” diye yazmış hissedarlarına. (Berkshire Hathaway, 1965 yılında Buffett devraldığında New Bedford, Massachusetts'li bir tekstil üreticisiydi sadece.) “Geçtiğimiz iki yıl üst üste yanıldık, daha iyi sonuçlar öngördük. Yaşadığımız zorluklar, öncelikle sektörün koşullarından kaynaklanıyor; fakat bazı sorunlar bizim kendi üretimimiz.”

1979 yılı mektubunda ise, “Sigorta faaliyetimizi genişletmenin yollarını aramayı sürdürüyoruz,” demiş ve şöyle devam etmiş: “Fakat bu niyetimizden sınırsız sevinç duymamalısınız. Genişleme çabalarımızdan bazıları -büyük ölçüde başkanınız tarafından başlatıldı- sönük kaldı, diğerleri ise pahalı hatalar oldu.”

Buffett kendi çabalarının mükemmelliğini önemsiz gösterirken, gururlu bir koç gibi, spot ışıklarını oyuncularının üzerine tutuyor. Otomobil sigortacısı GEICO'nun büyük bölümü Berkshire Hathaway'in kontrolünde ve o, şirketin kurmayları için bakın ne yazıyor: “Jack Byrne and Bill Snyder insani amaçların en zorunu başarıyorlar: İşleri basit tutuyorlar ve ne yaptıklarını unutmuyorlar.”

Berkshire'in bir yan kuruluşunun 81 yaşında hayatını kaybeden liderinin ardından söyledikleri ise şöyle: “Deneyimimiz şu ki, zaten yüksek maliyetli bir operasyonun yöneticileri genel giderleri artırmanın yeni

yollarını bulmada çoğu zaman olağanüstü beceriklidirler; buna karşılık sıkıca yönetilen bir operasyonun yöneticileri, genellikle, maliyetleri rakiplerinin çok altında bile olsa, biraz daha kısımaya devam ederler. Bu yeteneği, Gene Abegg'den daha iyi gösteren yoktur.”

Yer yer duygusal notlarla karşılaşsak da, Warren Buffett 13 yaşında kapı kapı dağıtımını yaptığı Washington Post veya ilk kez 20 yaşında gözüne ilişen GEICO hakkında bazen biraz gayri ciddi şeyler söylemek istese de, Berkshire'ın varlıklarının ilkinde 11 milyon dolardan 103 milyon dolara, ikincisinde 47 milyon dolardan 310 milyon dolara çıktığını ve her ikisinin de 10 yıldan az bir zamanda gerçekleştiğini hatırlamak gerekir. Yani, o istediğini söyleyebilir.

Neyse ki espriyle söylüyor. “Tipik bir saldırı hareketiyle,” diye yazıyor, “dünya merkez üssümüzü 36 metrekare (yüzde 17) genişlettik, bu da yeni beş yıllık kira kontramızın imzasına tesadüf etti. Dünya üssü -Omaha'da- Buffett'ın dışında beş kişiye ev sahipliği yapıyor. (“Kompakt bir organizasyon. Böylece zamanımızı birbirimizi yönetmekten çok, işi yönetmeye harcayabiliyoruz.”)

Başkanların mektuplarında çoğu zaman mevcut koşullar altında hissedarların yeni hisse alması ümit edilerek herşeyin ne kadar iyi gittiği anlatılır. Buffett ise olumsuz vurgular, çünkü öyle olmayacağını bilir.

En son raporunda Berkshire Hathaway'in defter değerindeki 18 yıllık yükselişin yıllık bileşik büyümenin yüzde 22'sini temsil ettiğini gözlemledikten sonra, bakın ne diyor: “Bu yüzdenin gelecekte azalacağından emin olabilirsiniz. Geometrik ilerlemeler muhtemelen kendi temellerinden uzaklaşırlar. (Haklı, tabii. Bu oranı 18 yıl daha korumak defter değerinin 22 milyar dolara yükselmesi ve 18 yıl sonra hisse başına yaklaşık 1 milyon dolara çıkması anlamına geliyor.) Buffett, Berkshire Hathaway'in portföyüne ilişkin kâğıt üstündeki kazançları belirtirken bile -1982'den bu yana % 40 yükseldi- öncelikle bu kazançların realize edilmesi halinde ödenecek vergileri hesaptan düşmeye dikkat ediyor.

Emin olun, herhangi bir budala sizin müthiş olduğunuzu görebildiğinde saf olmak ve kendini küçümsemek kolaydır. Onunla aynı konumdakilerin incitici buldukları şey, Buffett'ın mektuplarının yalnızca kendi performansını ve yanlışlarını değil, ülkenin diğer yöneticilerini de değer-

lendirmesi. “1982 yılında birçok büyük sigorta şirketinin karanlık muhasebeyi ve temel iş sahalarındaki önemli gerilemeyi maskeleyen manevralarını sürdürme yolunu seçtiğini gösteren işaretler var,” diye yazıyor. “Diğer yerlerde olduğu gibi sigortacılıkta da zayıf yönetimlerin zayıf operasyonlara tepkisi çoğu kez zayıf muhasebedir,” derken de aslında her zaman tekrarladığı temayı vurguluyor: Çok sayıda yöneticinin ayaklar altına aldığı hissedar hakları.

Buffett, cömert ve nazik teklifleri savuşturmak için kahramanca mücadele eden şirket yöneticilerini takdir ediyor. Satın alma yoluyla büyümeye çok fazla para ödeyen yöneticilerin ise onlar kadar zeki ve ileri görüşlü olmadıklarını düşünüyor. “Sahiplerin pahasına kendi varlıklarını büyütme isteyen yöneticiler, devlette bir işi düşünseler iyi ederler,” diye esprili bir dille ayıplıyor onları.

Buffett’a göre şirketleri hisse karşılığında satın almak daha da kötü: “Çünkü çoğu zaman satın alanın hisseleri piyasada gerçek değerinden iskontolanmış olarak satılır. Balıklama atlayan alıcı, gerçek değerindeki bir mülkiyetin bedelini ödemek için değerinin altındaki para birimini (hisselerini) kullanır... Dostane yaklaşan yatırım bankacıları, kararının yerindeliği konusunda onu temin edeceklerdir. (Saç traşına ihtiyacınız olup olmadığını berbere sormayın.)”

Bir şirketin tamamını satın almak için devasa primler ödemek istemeyen Buffett kısmi alım stratejisi uyguluyor. Hisseleri daha dün 25 dolardan satılan bir şirketin tamamı için başkaları hisse başına 48 dolar teklif verirken, Buffett aynı şirketin bir kısmını, kendini hiç sıkmadan hisse başına 25 dolardan aldığı için memnun. “Bir şirketin tamamını iyi bir fiyata almak bizi gerçekten yerimizden hoplatır, ama bunu başarmak son derece zor,” diyor. Ve böylece yıl sonu itibarıyla Berkshire Hathaway, diğer varlıklarının yanı sıra çok sayıda büyük şirketin önemli miktarda hissesini elinde bulunduruyor: Blue Chip Stamps (% 60), GEICO (% 35), General Foods (% 4), değerli metaller üreticisi Handy&Harman (% 17), R.J. Reynolds (% 2.7), Interpublic (% 15), Ogilvy & Mather (% 9), *Fortune*’u çıkaran Time Inc. (% 2.7) ve Washington Post Co. (% 13).

Berkshire Hathaway’ın beyan edilmiş kazançları, Blue Chip Stamps’ın -bu şirketle birleşme halinde- gelirlerinden elde ettiği payı da içeriyor,

fakat yatırım portföyündeki diğer şirketlerin sadece kâr payı gelirleri dahil. Böylece beyan edilen kârların gerçek kazanç gücünün büyük bir bölümünü kapsamadığını Buffett'ın hissedarlara her yıl hatırlatması gerekiyor. “Bu, muhasebe prosedürlerine yönelik bir eleştiri değil” diyor. “Daha iyi bir sistem tasarlama işini üstlenmek istemeyiz. Yöneticiler gibi yatırımcıların da muhasebe rakamlarının şirket değerlemesinin sonu değil başlangıcı olduğunu anlamaları gerek ve bizim yaptığımız, bunu söylemek sadece.”

Buffett muhasebenin karmaşıklığından yakınırken “Yanomamo Kızılderililerinin yalnızca üç sayı kullandıklarını” söylüyor: “Üç sayı: Bir, iki ve çok. Belki o zamanlar da gelecek.”

Şirketin konsolide olmayan varlıkları giderek önem kazanırken, Buffett hissedarlarına, Berkshire'ın performansını yakın geçmişe kadar önerdiği gibi beyan edilmiş kazançların özsermayeye oranı ile ölçmenin artık uygun olmadığını belirtiyor. Hemen ardından da bakın ne diyor: “Böyle bir ölçümden aslında kuşku duymalısınız. Kıyaslanabilir standart ölçütler verimli okuma sağladıkları halde çoğu zaman bir kenara atılıyorlar. Ama birçok yönetici sonuçlar gerilediğinde, kendi pozisyonunu değiştirmek yerine ölçütün konumunu değiştirmeyi yeğliyor. Bu tür bir gerilemeyle karşı karşıya kalan yöneticiler çoğu kez daha esnek bir ölçüm sistemine yöneliyorlar: Şirketin performans okunu boş bir kanvasa atıyor, sonra da okun saplandığı yere özenle bir hedef yuvarlağı çiziyorlar. Biz genellikle önceden belirlenmiş, uzun ömürlü ve küçük “tam isabet” atışlarına inanırız.”

Buffett'ın pek de etkileyici bulmadığı “hedef yuvarlaklarından” biri de herkesin dilindeki şu “rekor” kazançlar. “Sonuçta,” diye açıklıyor, “tamamen uyumakta olan bir mevduat hesabı bile bileşik faiz nedeniyle her yıl istikrarlı bir biçimde artan faiz geliri üretecektir.”

Buffett'ın hissedarların haklarını savunması hiç de şaşırtıcı değil. Çünkü 52 yaşındaki Buffett'ın kendisi de uzun zamandan beri profesyonel hissedar. Buffett ve eşi en son değeri 460 dolar olan Berkshire Hathaway'de hisse sahibi ve Berkshire Hathaway'in işi de büyük ölçüde, şirketlerden hisse almak.

Yazar Jerry Goodman, *Supermoney* (Süper para) başlıklı kitabında,

1956 yılında kurulan -ve 1969 sonuna kadar mükemmel tahminler ortaya koyan- ortaklığının yıllık bileşik yüzde 31 büyüme başardığına işaret ederek Buffett'ı "kuşağının önder para yöneticisi" olarak tanımlıyor. "Daha da önemlisi," diyor Goodman, "bunu başka bir kuşağın felsefesiyle başarması... Benjamin Graham'ı en katıksız haliyle ve müthiş bir tutarlılıkla uygulayarak." Bildiğiniz gibi merhum Benjamin Graham 1949 yılından bu yana sürekli yeni baskıları yayınlanan *Intelligent Investor*'ın (Akıllı Yatırımcı) yazarıydı. Buffett, Graham'ı kendisine bir rehber, akıl hocası olarak seçmişti (ve yıllar sonra Graham da kitabının yeni baskısının revizyonu için Buffett'ı tercih etmişti.)

Graham ve Buffett her konuda anlaşamamaları da ortak algıları, varlıkları zaman içinde kâr getirmemesi neredeyse imkânsız denecek kadar düşük fiyattan almaktı. Bu yaklaşım belli bir düzeyde kafa ve çok çalışma gerektiriyor. "Piyasa da, Tanrı gibi," diye yazıyor Buffett, "kendilerine faydası olanlara yardım eder. Fakat Tanrı'nın aksine, piyasa ne yaptığını bilmeyenleri affetmez."

Buffett'in kısmi alım stratejisi, piyasa periyodik olarak yaptığı gibi aya fırladığı zaman değil, şirketler piyasada gerçek değerlerinden önemli ölçüde iskontolanmış fiyatlardan satıldıklarında anlam ifade ediyor. 1972 yılında Avon ve diğer hisseler kazançlarının 60 katı üzerinden satılırken, Berkshire'nın portföyünün yalnızca % 15'i hisse yatırımlarındaydı; şimdi, 1982 yılı sonunda ise bu oran % 80. "1972 yılında da 1982'deki kadar iyi şirket vardı etrafta," diye yazıyor Buffett. "Fakat 1972'de borsanın bu şirketlere verdiği fiyat saçma görünüyordu." Borsanın yükselişini sürdürmesi halinde Berkshire'nın sermayesini kısmi şirket alımlarında etkin biçimde kullanma yeteneği azalacak veya tamamen ortadan kalkacak. Şu anda bu sorunun erken işaretlerini görüyoruz," diye de uyarıyor. (Eyvah, bir boğa piyasası daha!)

Buffett'in mektuplarında değindiği sorunlardan biri de mülk/kaza sigortası sektörünün -ana faaliyet alanı- içinde bulunduğu durum. "Bu yüzyılın büyük bölümünde," diye yazıyor, "sektörün çoğunluğu, aslında, sigorta düzenleyicilerinin teşvik ettiği yasal bir yarı-güdümlü tavan fiyat sistemi ile çalıştı. Fiyat rekabeti vardı, ama büyük şirketler arasında yaygın değildi." Buffett o centilmenlik günlerinin artık geride kaldığını

söylüyor. “Eski yapının bazı kısımları yerinde dursa da...” diyor, “Yeni pozisyonda taraflar fiyatı rekabetin birinci silahı olarak kullanmaktan çekinmiyor. Aslında o silahın tadını çıkarıyorlar. Süreç içinde, müşteriler sigortacılığın tek fiyatlı bir iş olmadığını öğrendiler. Unutmayacaklar.”

Buffett’in planı, fiyatların oturmasını sağlayacak silkelenmeyi beklerken düşük hacimle yaşamak.

Tekstil sektörünün geleceğine duyduğu güven her mektupta biraz daha azalıyor; sınırlı arz dönemlerinin, dolayısıyla da uygun fiyatların yalnızca nadiren geldiği (ve sonra da yalnızca “bir sabahın iyi bir kısmında” sürdüğü) sermaye-yoğun bir emtia işi olarak tanımlıyor tekstili. Ne var ki, işçilerine olan sadakati ve helki de Berkshire’ın köklerine duyduğu belli bir özlem yüzünden Buffett bu işi sebatla sürdürüyor. Bu tutumu Berkshire hissedarlarının çıkarlarını önemsemediği şeklinde görülebilir, Buffett % 47 hissesiyle herhangi bir politika konusunda kendi oylarıyla çoğunluğu sağlayabilir. Böyle de olsa, gelecekte girmek istediği türden bir iş olmadığı konusunda hissedarlarını temin ediyor.

Buffett’in mektuplarının son notları arasında sanal bir “ŞİRKET ARANIYOR” ilanı yer alıyor. Bu ilan Warren Buffett’in nasıl çalıştığını gösteriyor: Berkshire Hathaway tutarlı kazanç gücüne sahip, borcu az, yönetimi işin başında olan (“bunu biz sağlayamayız”) ve bir teklif fiyatı bulunan (“Fiyat belirsizse, ön görüşme için bile ne kendimizin ne de satıcının zamanını harcamak isteriz”), büyük ama basit (“Çok teknoloji varsa, anlamayız”) şirketler arıyor. Vaatleri de gayet açık: “Düşmanca işlemlere girmeyiz. Tam bir gizlilik vaad edebilir ve ilgilenmemiz halinde çok hızlı-alışlageldiği gibi beş dakika içinde- cevap sözü verebiliriz.”

İlginç fikirleri olan bir başkansanız, ilginç bir Başkanın Mektubu yazmak çok yararlı. Buffett’inkilerin hem iş dünyası için hem de edebi açıdan canlandırıcı bir tarz olduğu kesin.

Borsayı yenebilir misiniz?

26 Aralık 1983

Daniel Seligman'ın makalesinden alıntı ve kutu yazısı

Etkin piyasa hipotezi (EPH), bu makalenin de gayet net anlattığı gibi, "saf fanilerin borsayı yenemeyeceğini" söyler. Dolayısıyla da, Buffett'ın hisse seçimi konusunda bugüne kadar sergilediği başarı, etkin piyasa hipotezine inanan herkes açısından en azından çelişkili bir durum. Etkin piyasa müridlerinin bu başarıya tepkisi hep Buffett'ı sadece şanslı olarak tanımlamak oldu; olağanüstü şanslı veya muhteşsem şanslı da dediler.

Fakat Buffett'ın ünü arttıkça başarısı bir "anomali" olarak görülmeye başladı; bir yatırımcının böylesine üstün başarısı yalnızca şansa açıklanamazdı. Bu durumu Fortune'dan Dan Seligman'ın aşağıdaki makaleyi yazmasına engel olmadı. Akıl hocam ve arkadaşım Seligman, fikren etkin piyasa hipotezinin cazibesine kapılmıştı -bu eğilimini makalede de ortaya koyuyor- ve haklı çıkmasını çok istiyordu. Fakat dürüstlüğü ve haber anlayışı, ona burada yazılmamış güzel bir hikâye olduğunu söyledi ve o hikâyeyi yazmak için yola koyuldu.

Kitaba makalenin tamamını almadık; yalnızca başını, ana bölümünü ve Buffett ile ömür boyu dost olan üç kişinin, Charlie Munger, merhum Bill Ruane ve merhum Walter Schloss'un portrelerinin yer aldığı kutuyu burada yeniden yayınlıyoruz. Makalenin tümünü internette bulabilirsiniz; fakat etkin piyasa hipotezi büyük ölçüde çöpü boyladığı için, siz bilirsiniz.

Bu makaleyle birlikte yayınlanmış önemli bir ek yazı vardı: Columbia Üniversitesi'nin düzenlediği ve Buffett ile işletme alanının tanınmış akademisyeni, Rochester Üniversitesi finans profesörü Michael Jensen'i karşı karşıya getiren Mayıs 1984 tarihli bir tartışmayı anlatıyordu. Önce

konusan Jensen, etkin piyasa hipotezine duyduğu güçlü inancı ifade etmiş, ve Fortune'da yayınlanan bir makaleye gönderme yaparak, "Etkin piyasa hipotezi konusunda harika bir inceleme" demişti. Fakat Buffett ve diğer üç kişinin olağanüstü yatırım geçmişlerinin inkâr edilemez biçimde yeteneğe bağlı olduğu düşünüldüğünde, makalenin yanıltıcı olabileceğini öne sürmüştü. "İstatistiksel olarak," demişti yazı-tura olasılıklarından söz ederek, "rekorlar kolay kolay şansla gerçekleştirilemez."

Buffett ise, "Öyle değil," diye söze girmişti yapmayı plandığı konuşmanın en can alıcı argümanına değinmenin tam zamanı olduğunu düşünerek. Buffett, kendisi ve yukarıda isimleri geçen üç yatırımcının yanına beş "yazı turacı" daha eklemiş ve dokuz kişilik bu gruba Graham ve Doddsville'in "süper yatırımcıları" adını vermişti. Buffett'ın ifadesiyle, bu grubun dokuz üyesinin her birini tanımlayan ortak bir "fikir babası" vardı: Yatırımcıların bir şirketin değeri ile küçük parçalarının piyasadaki değeri arasındaki farklara bakmaları gerektiğine inanan ünlü yatırımcı ve yazar Ben Graham.

Fakat bu dokuz yatırımcının başarılarını oldukça farklı yollardan ürettiklerini söylemişti Buffett. Porföylerinde nadiren aynı hisseler vardı. Diğer bir ifadeyle, aynı "entellektüel köyün" sakinleriydiler, ama alım-satım eğilimleri farklıydı. Onların üstün başarılarını "şans" olarak tanımlamak saçma olurdu.

Bu tartışmayı izlerken, Buffett'ın Jensen'e kesin üstünlük sağladığını hissetmiştim. Aslına bakarsanız etkinlik sonrasında oluşan genel kanı da böyleydi. Buffett'ın kendisi de gerçekleştirdiği tüm yazılı ve sözlü sunumlar içinde mantık açısından en iyi muhakeme edilmiş, dolayısıyla da en iyisinin bu olduğunu düşünüyor. ("The Superinvestors of Graham-and-Doddsville (Graham ve Doddsville'in Süper Yatırımcıları) başlıklı yazıya internetten ulaşabilirsiniz.) — CL.

Hisse senedi piyasalarıyla ilgilenen insanların büyük bölümü şu üç kategoriden birine girer: 1. Borsayı nasıl yeneceğini gerçekten bilen herkese kuşkuyla bakan akademisyenler; 2. Bu bakış açısını küçümseyerek reddeden profesyonel yatırımcılar; ve 3. Borsayı yenmenin mümkün olduğuna inanan ama bu varsayımın içerdiği

elişkiyi göremeyen amatör yatırımcılar. Ben uzun süre birinci grubun partizanı oldum ve aşağı yukarı geçen yıla kadar da bu tezin hava sızdırmaz olduğuna inandım (yüzde 100 kesin).

Profesörler etkin piyasa hipotezi adı verilen teoriyi son derece kuvvetli bir iddia temeline oturtmuş görünüyorlardı. Hitopezi gerçek dünya diliyle yorumlarsak, saf faniler borsayı yenemezdi. Soru şu: EPH gerçeğe ne kadar yakın? Bugün işletme okullarında bu tezle ilgili oluşturulan temel argümanı yeniden incelediğimde ve bununla tutarsız görünen bazı son bulgulara baktığım zaman soruya şu yanıtı verdiğimi görüyorum: EPH borsayı anlamak için son derece faydalı, ama gerçeğe yakınlığı konusunda eskisi kadar emin değilim. Bazı stn yatırımcıların borsayı sistematik olarak yendikleri gayet açık...

Hipotezi karıştırıp duran borsa haberlerinde profesörlerin tercih ettikleri ifadeyle, “anomalilerin” çoğalması karşısında birçok EPH fanatiği gibi ben de sarsıldım.

Fazlasıyla göz önünde olan bazı yatırımcıların sergiledikleri sıradışı başarıların merkezinde rahatsız edici bir anomali kendini gösteriyor. Birbirine çok sıkı kenetlenmiş bir grup yatırımcının -ki aralarında en nls Buffett- performans kayıtlarını aşağıda bulabilirsiniz. Buffett yatırım alanında kazandığı başarının etkin piyasa hipotezinin temellerini ne kadar zorladığının gayet farkında. Piyasada sömürülebilir “etkinsizlik cepleri” olduğuna inanıyor ve danışma kurulunda görev yaptığı Stanford İşletme Okulu’ndaki toplantılarda bu fikrini birçok kez savunmuş bulunuyor. Stanford’un yıldız akademisyenlerinden biri olan ve EPH’ni yüzde yüz destekleyen popüler ders kitabının yazarı Profesör William F. Sharpe bir keresinde Buffett’tan “beş-sigma olayı” olarak söz etti. Bu ifade, işletme okulu jargonunda Buffett’ın yatırım performansını ortamaladan beş standart sapma daha yukarıda düşünmeniz gerektiği anlamına geliyor ve bu hesap gerçekten doğruysa -ki böyle olduğunu iddia eden kimse yok- Buffett’inki gibi bir yatırım başarısını şansla gerçekleştirme olasılığının 3.5 milyonda bir olduğunu söylüyor.

Sadece üç sayılık atışlar

Daniel Seligman imzalı kutu yazısı

Prensipte der, etkin piyasa hipotezi, hiç kimse sistematik olarak borsayı yenemez. EPH'ni Warren Buffett, Charles Munger, William Ruane ve Walter Schloss'a uyarlarsak karşımızda üç zorluk belirir: 1) Hepsi de uzun süreler boyunca piyasanın üstünde performans sergilemişlerdir. 2) Bunu hem yükselen hem de düşen piyasa ortamlarında başarmışlardır, dolayısıyla da elde ettikleri yüksek getirilerin yalnızca aldıkları büyük riskleri yansıttığını öne sürmek zordur. 3) Hepsi de Benjamin Graham'ın geç dönem fikirlerini yansıtan stratejiler izlemektedir, bu yüzden de performanslarını rastgele bir olay olarak görmek zordur. Buffett, Ruane ve Schloss esasen Graham'ın öğrencileridir ve dördü de Graham'ın David L. Dodd ile birlikte yazdığı, ilk baskısı 1934 yılında yayınlanan klasik kitabı *Security Analysis*'den etkilenmiştir. Graham'ın ana fikri şudur: Bir nedenle değerinin altında fiyatlanan şirketleri arayın ve piyasa, değeri görünceye kadar da -ne kadar zaman alırsa alsın- hisselerini elinizde tutun. Böyle şirketleri bulmak elbette kolay değil. Buffett, "3-0'lık atışı beklersiniz," diyor. Beklemenin ödülü: 1974'te Washington Post Co.'nun piyasa fiyatı 80 milyon dolardı ve sadece televizyon istasyonlarının değeri bile bu rakamdan daha fazlaydı. Şimdi piyasa değeri yaklaşık 1 milyar dolar, Buffett'ın Berkshire Hathaway'inin hissesi ise % 13.

Buffett yaklaşık 14 yıllık faaliyetin ardından 1969 yılında Buffett Partnership Ltd'yi tasfiye ettiğinden bu yana resmi olarak para yönetimi işin-

* 3-0'lık atış beyzbolda bir vuruş türü. Riskli bir strateji ve beyzbol koçları bu atışı genellikle takımları maçı kaybetmek üzereyken kullanıyor. (Çn.)

de değildi. Tasfiyenin bir nedeni, Buffett'ın artık, değerinin altında satılan menkul değer bulamamasıydı. Ortaklık faaliyet ömrü boyunca ortalama yüzde 29 yıllık getiri elde etmişti, aynı dönemde S&P 500'ün yıllık ortalama getirisi % 8,2 idi. (Aşağıdaki rakamlar gibi, bunlara da kâr paylarının yıllık bazda yeniden yatırıma dönüştürülmesi dahil).

Charles Munger'ın ortaklığı (Wheeler Munger&Co.) 1962-1975 yılları arasında faaliyetliydi. Ortalama getirisi, S&P 500'ün yüzde 5,3'üne karşılık yüzde 19,8 idi. Bill Ruane müthiş başarılı Sequoia Fonu'nu yönetiyor; ilk kez Temmuz 1970'te halka açılan fon, o zamandan bu yana S&P 500'ün % 10,6 yıllık ortalamasına karşılık % 18,6 yıllık ortalama getiri sağlıyor. Sequoia mevcut varlığı 333 milyon dolar ve bir süredir yeni yatırımcı kabul etmiyor. "Çünkü," diyor Ruane, "para fikirlerimden hızlı geliyordu."

Walter Schloss'un yönettiği özel ortaklığın (1956'dan beri) yıllık ortalama getirisi % 21,3; aynı dönemde S&P 500'ün yıllık getiri ortalaması ise % 8,7. Schloss kısa bir süre önce partnerlerine yazdığı duygusal mektupta, "Yürüdüğümüz sarp yol boyunca birçoğumuza yardımcı olan Graham ve Security Analysis'i saygıyla yadediyorum," ifadesini kullanmıştı.

Can You Beat the Stock Market? orijinal başlıklı makalenin tam metnine fortune.com/buffettbook adresinden ulaşabilirsiniz.

BUFFETT VE CAPITAL CITIES

American Broadcasting Co.'nun 1985 yılında Capital Cities Communications tarafından satın alınması ve Berkshire'in bu anlaşmaya dahil olması Buffett'ın en başından beri sevdiği bir kombinasyon ve yatırımdı. Bunun en önemli nedeni de uzun yıllardır arkadaşı olan Cap Cities başkanı Thomas S. Murphy ile iş yapacak olmasıydı. Anlaşma hayal kırıklığı getirmedi: Cap Cities/ABC gelişti ve 1996 yılında Walt Disney Co. tarafından satın alındı; Berkshire da başlangıçtaki yatırımını dörde katladı. Yol boyunca yaşanan kilit anlara ilişkin seçme Fortune alıntılarını aşağıda okuyabilirsiniz. — CL.

Capital Cities'e kapital darbesi

15 Nisan 1985

Stratford Sherman'ın makalesinden alıntı

Buffett, Murphy için “ABD'nin en iyi yöneticisi” diyor. Kendisi de hiç tembel bir yönetici olmayan Buffett, geleceğinin önemli bir bölümünü Murphy'nin ellerine bıraktı. Buffett, birleşmeden doğan şirket Capital Cities/ABC Inc.'in % 18'ini 518 milyon dolar karşılığında satın almayı kabul ederek dostane bir satın alma gerçekleşmesine yardımcı oldu. Daha sıradışı bir gelişmeyle, Buffett 11 yıl boyunca yönetime oy vermeyi -hem Murphy hem de Başkan Daniel Burke'ün yönetiminde olması koşuluyla- kabul etti ve hisse alım-satım özgürlüğüne getirilen ciddi sınırlamaları da kabullendi.

Akıllara durgunluk veren birleşme ücretleri

20 Ocak 1986

PETER PETRE

Yatırım bankacılarının kule gibi yükselen ücretleri karşısında bazı şirketlerin liderleri “kendin yap” yoluna yöneliyorlar. Başarılı kendin yapçılar anlaşmaları sonuçlandırma konusunda olağanüstü yetenekli iş adamları. Onlardan biri, Warren Buffett, Wall Street’in en ünlü iki şirket yağmacısını sindirdi. Buffett, American Broadcasting Co.’yu Capital Cities Communications adına satın alma girişimlerine geçtiğimiz mart ayında başladı. Buffett görüşmelere Wachtell Lipton Rosen & Katz unvanlı hukuk firmasının şirket birleşmeleri avukatı Martin Lipton eşliğinde girdi. Buffett ve ekibi, First Boston’un şirket birleşmeleri ve satın alma departmanının eş-direktörü Bruce Wasserstein ile Skadden Arps Slate Meagher&Flom hukuk firmasının şirket devralma uzmanı Joseph Flom ile masaya oturdu.

Taraflar anlaşmaya yaklaştıkça profesyonel anlaşmacılar işe daha çok asıldılar. “Buffet o kadar akıllı ki,” diyor Wasserstein, “tufaya gelmemek için dikkatli olmalıydınız.” Wasserstein’in anlattığına göre, kendisi ve Flom, Cap Cities’in ABC için yaptığı nakit teklifini hisseyle tatlandırmasını istemişler; fakat fazla zorlamaya gelmeyen Buffett, sonunda küçük bir değişikliği dahil ederek konuyu kapatmış; anlaşmanın değerini belki de % 3 artıran ince bir tabaka varant cilasıyla işi bitirmiş. Buffett bu konuda yorum yapmayı kabul etmedi.

Time Warner'ın içeriden hikâyesi

20 Kasım 1989

BILL SAPORITO

Seksenlerin ortalarında Time Inc. CEO'su J. Richard Munro bütün büyük sorunlarına deva olacak bir yol gördü: Satın alma veya birleşme yoluyla başka bir medya devine kancayı atmak.

1988 sonbaharında da Warren Buffett, en büyük yatırımcılarından olduğu Capital Cities/ABC'den dostlarıyla çıkageldi. Munro ve Time Inc. başkanı Nicholas Jr., nam-ı diğer "Nick" satış anlaşmasının koşullarını görüşmek üzere Buffett, Cap Cities'in CEO'su Thomas Murphy ve başkanı Daniel Burke ile masaya oturdu. Görüşmeler aralık ayına kadar devam etti. Nicholas'ın söylediğine göre, Murphy anlaşmaya varabilmek için Cap Cities'in yönetim kurulunda Time Inc.'den bir veya iki koltuk daha fazla almasını istemiş. Bunun üzerine Munro iyi dostu Murphy'ye "Teşekkür ederim ama Time Inc. satılık değil," demiş. Cap Cities'den bir kaynak ise Munro ile Murphy'nin kimin patron olacağı konusunda anlaşamadığını söylüyor.

Time, Buffett'ı daha önce de geri çevirmişti. 1984 yılında Munro'nun ağzını arayan Buffett, yüzde 10 kadar Time hissesi -bir şirket yağmacısını sindirmeye yetecek miktarda- satın alıp alamayacağını sormuştu. Buffett'ın sahip olduğu diğer büyük çaplı hisselerdeki uygulaması, yıllarca veya onyıllarca elinde tutmak, aynı zamanda da güvenilir bir yönetim kurulu üyesi ve danışman olarak içeride olmak. Ancak Munro, Buffett'tan gelen bu nabız yoklamasını Time yönetim kuruluna ilettiğinde, yöneticiler -Munro üzülmesine rağmen- bu işin peşini bırakmasını istemişlerdi.

Buffett'tan Disney'e: Tamamdır!

1 Nisan 1996

CAROL LOOMIS

Omaha'dan gelen Berkshire Hathaway Başkanı Warren Buffett 5 Mart günü "elden teslimat" yapmak üzere ayağının tozuyla Harris Trust'ın Manhattan'ın merkezindeki ofisine uğradı ve Harris görevlisinin eline iki zarf tutuşturdu. Bir numaralı zarfta insanın nutkunu kesecek miktarda, 2.5 milyar dolarlık hisse senedi vardı. Berkshire'nın Capital Cities/ABC'deki 20 milyon hissesi, şirketi satın alan Walt Disney Co'ya teslim ediliyordu.

İki numaralı zarf mühürlüydü; üzerinde "7 Mart öğleden sonra 4:30'a kadar açmayın" yazıyordu; içinde ise Buffett'ın bir numaralı zarftaki hisselerin karşılığının Berkshire'a ne şekilde ödenmesini istediğini -Disney ve Cap Cities'in yönetimlerinden bile gizli tutulmuştu- belirten bir mektup vardı. Her sıradan Cap Cities hissedarı gibi, Buffett'ın da standart paketi seçme hakkı vardı, ki bu da Disney hissesi, artı nakit veya hepsini hisse senedi ya da hepsini nakit olarak almaktı.

Ve zarf lütfen? Disney'e başparmağıyla kocaman bir "tamamdır" işareti yapan Buffett, yalnızca hisse istedi. Ayın 7'sinde geç saatlerde Disney CEO'su Michael Eisner ile konuşan Buffett, Berkshire'ın parasını ellerine teslim ederek şirkete ve patronuna büyük iltifat ettiğini söyledi. Eisner de onu doğru kararı verdiği konusunda haklı çıkarmak için çaba harcayacağına temin etti.

Berkshire'ın 1995 yıllık raporunda Buffett artık zamanının geldiğini düşünerek, sermaye piyasalarında bir suç sahnesine geri döndüğünü kabul edecekti. Buffett, 1966 yılında, Disney'in film kütüphanesi, yeni filizlenmekte olan tema parkı işi ve ucuz hisse fiyatının -tüm şirketin pi-

yasa kapitalizasyonu 90 milyon doların altındaydı- cazibesine kapılarak, Ortaklığı'nın büyük miktarda parasını, bölünme sonrası düzeltilmiş hisse başı 31 dolardan bu hisseye yatırmıştı. Hisse şimdilerde 65 dolardan satılıyor; peki ama Buffet yükselişi yakalamak için hisselerini elinde tutmuş muydu? Hayır. 1967'de hisse başına 48 dolardan satmıştı. "Oh, ne yapalım..." diyor şimdi ama kesinlikle içi sızlıyor.

Editör'ün notu: Geri döndü evet, ama uzun sürmedi. Bir süre için Buffett Disney'den hoşlanmış, hatta anlaşma imzalandığında Berkshire'ın eline geçen büyük çapta Disney hissesine ilaveler yapmıştı, bu doğru. Fakat sonra Disney bir yönetim kargaşası sürecinden geçti -Frank Wells öldü, Michael Ovitz yönetici olarak başarılı olamadı- ve Buffett bu yatırımdan elini eteğini çekti. 1999 yılı itibarıyla Berkshire'ın elinde tek bir Disney hissesi yoktu.

Cap Cities ile ilgili alıntı yaptığımız dört yazının tam metinlerini fortune.com/buffettbook adresinde bulabilirsiniz. Makalelerin orijinal başlıkları:

Capital Cities Capital Coup; Merger Fees That Bend the Mind; The Inside Story of Time Warner; Buffett to Disney: All Thumbs Up

Hisse geri alımlarıyla borsayı yenmek

29 Nisan 1985

Carol Loomis'in makalesinden alıntı

Hisse geri alımları konusunda çığır açan bir çalışma gerçekleştiren Fortune, kendi hisselerinden büyük miktarlarda geri alım yapan şirketlerin hissedarlarının ortalamada büyük faydalar sağladıklarını ortaya koydu.

Bu makale hisse geri alımlarıyla ilgili, bazıları Buffett'a ait birçok lehte ve aleyhte görüş içeriyordu. Buffett şimdi olduğu gibi o zamanlar da piyasadaki hisselerini doğru nedenle geri toplayan şirketlerin yönetimlerine hayrandı; çünkü onlar hisselerinin değerinin altında işlem gördüğünü biliyorlardı. Buna karşılık, hisselerine destek sağlamak veya yeni hisselerin piyasaya akmasına neden olan hisse opsiyonlarının etkilerini ortadan kaldırmak amacıyla geri alım yapan yöneticileri her zaman küçümser ve hafife alırdı. Buffett sık sık şöyle der: "Bir şirketin hisselerini geri satın almasının tek doğru nedeni, değerinin altında satılıyor olmasıdır."

Buffett'in hisse geri alımlarıyla ilgili görüşleri Berkshire'nin yıllık toplantılarında bazen şaşkınlık, hatta kızgınlık içeren soruları gündeme getiriyor ve öğrettiği gibi davranmadığı için tepki çekiyordu. Neden diye sorabiliyorlardı hissedarlar, değerinin altında satıldığında Berkshire kendi hisselerinde geri alım yapmadı? Nitekim 2009 yılında kendisine soru yönelten bir hissedar, az sonra okuyacağınız makaleden alıntı yaparak, Buffett'a borsanın hisselerini geri almaları gereken ama almayan şirketlerin fiyatlarını iskonto edeceğini söylediğini hatırlatmıştı.

Buffett yıllar boyunca bu sorulara çeşitli şekillerde yanıt verdi. İnternet balonu sırasında Berkshire'nin tufan öncesi dönemi yaşadığı düşünülürken ve hisseleri 40.000 dolara doğru inişe geçmişken, Buffett geçmişte

bazen piyasadan hisse geri alımı yapmayarak "batalı davrandığını" kabul etmişti. "Berkshire ile ilgili benim değerlemem" diye yazmıştı 1999 yıllık raporunda, "o dönemde fazla muhafazakârdı veya fonların alternatif kullanımları konusunda beyecanlıydım." Sonra da bu mektubu hisse geri alımlarının kapısını açmak için kullanmıştı. Berkshire hissedarlarının önce onun görüşlerini okumalarını ve meseleyi iyice anlamalarını istemişti, satmayı düşünenlerin tekliflerini bundan sonra değerlendirmeye alacaktı.

Peki ne oldu? Berkshire'ın hisselerini geri almasını getirecek hiçbir şey olmadı. Buffett ödemeye razı olamayacağı fiyatlardan birkaç teklif geldiğini söylüyor.

Bu sonuçsuz girişimin ardından Buffett birçok kez hisseleri geri toplamaya yönelik bir hareketin Berkshire için kendi kendini baltalamak olacağını belirtti. Yani, sadece şirketin hisselerini geri satın alacağına ilişkin bir açıklamanın bile (bu konuda bir açıklama yapmak gerekecekti) fiyatı yukarı çekeceğini ve hisselerin alımı için cazibesini kaybedeceğini söyledi. Bir başka ifadeyle -bunlar benim sözcüklerim, kesinlikle onun değil- değerinin altında işlem gören hisseleri bulma konusunda dahi kabul edilen Warren Buffett, Berkshire'ın satın alınacak kadar ucuz olduğu sinyali verseydi, hissenin fiyatı anında yükselecekti.

Bu önermeyle ilgili asit testi, 26 Eylül 2011 günü, Berkshire A hissesinin defter değeri yaklaşık 96.900 dolarda iken ve kâğıt bazı günler 100.000 doların altına indiğinde geldi. Buffett bir açıklama yaparak Berkshire yönetim kurulunun defter değerinin en fazla yüzde 10 üzerinde bir fiyattan hisseleri geri alma -A veya B hissesi- konusunda şirkete yetki verdiğini söyledi. Aynı gün içinde, hissenin fiyatı Buffett'ın limitinin üstünde bir fiyata fırladı, ve Berkshire'ın hisse alabilecek pozisyonu kalmadı. Fakat yine de birkaç hissedar Buffett'ın fiyat dilimi içinde teklif verdi. Berkshire toplamda 67 milyon dolar ödeyerek 98 adet A hissesi, 802.000 adet B hissesi satın aldı; bu miktar, hisselerini geri toplamak için milyarlarca dolar ödeyebilecek ve muhtemelen de ödeyecek olan bir şirket için sadece bozukluktu.

Kıssadan hisse: Eğer Berkshire'ın hissesi defter değerine (bu her gün değişen bir rakam elbette) yakın bir seviyeye düşerse. Buffett hiç kuşku-

suz yine ucuz olduğunu düşünecek. Aşağıda 1985 tarihli makaleden alınmış paragraflar bulacaksınız. — CL.

Omaha'lı tanınmış yatırımcı Warren E. Buffett hisse geri alımları konusunda coşkulu. Buffett'in yönetimindeki şirket Berkshire Hathaway, ABC anlaşmasındaki (bu anlaşmayla CAP Cities, ABC'yi satın aldı) Capital Cities hisselerinin % 18'ini almak üzere; ve bu Buffett'in bugüne kadarki en büyük yatırımı olacak. Buffett'in şu andaki en büyük dört adi hisse senedi portföyü, büyük miktarlarda pozisyon aldığı şirketlerde: GEICO, General Foods, Exxon ve Washington Post. Exxon yeni bir yatırım; hisselerini satın almaya başladığı 1983 yılından bu yana yapılanıyor. Buffett bu yatırıma girmesinin başlıca nedenlerinden birinin şirketin hissesinin değerini anlaması ve hisselerini geri toplayacak kadar akıllı ve hissedar yanlısı davranması olduğunu söylüyor. Öte yandan, Buffett kendi hisselerini geri toplamadıkları için bazı şirketlerin hisselerini elden çıkarıyor.

Nitekim piyasanın hisselerini geri toplaması gereken ama bunu yapmak yerine parasını şirket satın almaya veya çok daha değersiz yatırımlara saçan şirketlerin fiyatlarını iskonto edeceğine inanıyor. Piyasadaki hisselerini geri satın alan şirketlerin fiyatlarının yükselmesinin doğal bir sonuç olduğunu söylüyor. Çünkü yatırımcılar bir şirketin hisselerini geri toplamasını, yönetimin tutarlı bir biçimde hissedarların çıkarına hareket ettiğinin işareti olarak görüyorlar. Buffett bu konuda şöyle konuşuyor: "Bütün yönetimler hissedarlarının çıkarlarını gözettiklerini söylüyorlar. Bunun doğru olup olmadığını görmek için yatırımcı olarak yapmanız gereken onları yalan makinesine bağlamak. Hisselerinin değerinin altında satıldığını düşünen hissedar yönelimli bir yönetimin en iyi işareti yalan makinasından geçmesidir; yani piyasadaki hisselerini geri almasıdır. Yalan makinasının piyasalardaki karşılığı şirketlerin hisselerini geri toplamasıdır."

Beating the Market by Buying Back Stock başlıklı bu makalenin tam metnine fortune.com/buffettbook adresinden ulaşabilirsiniz.

Bilin bakalım Whoops tahvillerini kim aldı?

29 Nisan 1985

KENNETH LABICH

1980'lerin ortalarında Buffett yaptığı her yatırım hareketi haber olacak kadar isim yapmıştı. 1985 yılı başında da Berkshire'ın Whoops' tahvillerini satın alması yatırım fıkralarına esin kaynağı olmuştu.

Bu makalenin yayınlanmasından birkaç gün önce Berkshire'ın 1985 yılı faaliyet raporu yayınlanmış ve Warren Buffett, Başkanın Mektubu'nda hem bu sıradışı yatırımı, hem de tahvil alımlarında genelde gündeme gelen ve hiç de şiiirsel olmayan tatsız görüşleri (enflasyona dikkat, örneğin) açıklamakta epey sıkıntı çekmişti. Buffett, yatırımcıların menkul değerlerin fiyatları -ya da daha kesin olması için görmeyi ve yararlanmayı umdukları yanlış fiyatlama- üzerinde düşünmeleri gerektiğini vurgulayarak şöyle yazmıştı: "Charlie (Munger) ve ben tahvilleri satın aldığımız tarihteki riskleri muhakeme ettik ve Berkshire'ın ödediği miktarın (şu andaki fiyatların çok altında) kâr beklentimizi fazlasıyla karşıladığını gördük."

Bu mektupta Buffett, şirketlerin tamamını veya hissenin temsil ettiği "parçalar" halinde satın alma konusundaki görüşlerini de dile getirmişti; bu görüşlerin çoğu önceki yılların yıllık raporlarında da yer almıştı. "Tatminkâr ekonomilere sahip şirketlerin küçük parçalarını, işletmenin tamamının hisse başına değerinin altında bir fiyattan alırsak başımıza güzel şeyler geleceğini hissediyoruz," diye yazmıştı. Whoops yatırımında da aynen böyle oldu. Berkshire toplamda 260 milyon dolarlık tahvil aldı ve 1983 yılından 1990'ların başlarına kadar değişken miktarlarda hisseyi elinde tuttu. Sonunda mabsulü güzelce toplayan Berkshire vergisiz

* Whoops. Kışının düştüğünde telaffuz ettiği bir surpriz veya özür dileme ünlemi, Ah! Oh! Eyvahl! (Çn)

263 milyon dolar faiz kazandı; zaman içinde de elden çıkararak 68 milyon dolar sermaye kazancı elde etti. — CL.

Warren Buffett Amerika'nın en zeki yatırımcılarından biri olarak ününü oluştururken cesur ve beklenmedik hareketlerle Wall Street'i sık sık ürküttü. Son zamanlarda da bunu 15 günde bir yapar oldu. Capital Cities Communications'ın American Broadcasting Co.'yu satın aldığı anlaşmada büyük rol oynayan Omaha'da kurulu Berkshire Hathaway'in 54 yaşındaki başkanı, sıradışı bir gelişmeyle daha karşımıza çıktı. Buffett, Berkshire Hathaway'in yıllık raporunda Washington Public Power Supply System'in (WPPSS) çıkardığı uzun vadeli tahvilleri satın almak için 139 milyon dolar yatırdığını yazdı. Bildiğiniz gibi WPPSS 1983 yılında 2,25 milyar dolarlık tahvilin ödemesini yapamayan ve "Whoops" lakabıyla anılmaya başlayan Washington eyaletinin ünlü nükleer santral yapım şirketi.

Bir belediye kuruluşu olan WPPSS 1970'lerde beş dev nükleer santralin inşasına başlamıştı. Maliyetlerin bütçenin çok üzerine çıkması ve bölgenin enerji ihtiyacının fazla hesaplandığının anlaşılması üzerine WPPSS 4 ve 5 numaralı tesislerin yapımını erken aşamalarında durdurmuştu. Bu gelişme üzerine 4 ve 5 numaralı nükleer enerji üretim birimlerinin yapımını finanse etmek için çıkarılan tahvillerin sahipleri ödemelerini alamamışlardı. Fakat Buffett 4 ve 5 numaralı birimlerin tahvillerinden satın almamıştı. Buffett'ın tahvilleri 1, 2 ve 3 numaralı birimlere bağlıydı. Bu tahviller faiz ödemeye devam ettiler, çünkü 4 ve 5 numaralı birimlerin tahvillerinin aksine, arkalarında bölgesel bir federal enerji kurumu vardı.

Şu ana kadar Buffett bir kez daha zafer kazanmış görünüyor. Çünkü herkesin diline düşen "temerrüt" olayıyla birlikte tüm WPPSS tahvillerinin dibe vurmasından kısa bir süre sonra alıma geçmiş, vergi sonrası %16 gibi cazip bir getiri tahsil etmişti; bu yatırımının yıllık getirisi 22,7 milyon dolardı. Ayrıca, 1, 2, ve 3 numaralı tahvilleri de 1984 yıl sonu itibariyle yaklaşık %13 değerlenmişti.

Yine de WPPSS girişimi Buffett için bir sapma oluşturuyor. Berkshire Hathaway sigortacılık, parekendecilik ve yayıncılık holdingi olsa da büyük miktarlarda tahvil portföyüne sahip; Buffett'ın gücü, borsada gerçek

fiyatının altında değeriendiğini düşündüğü şirketlerin hisselerini almasından kaynaklıyor. Kendisinin de çabucak kabul ettiğı gibi, WPPSS alımları riskli bir önerme. Tahvillerle finanse edilen nükleer reaktörlerden yalnızca üçü hayata geçti; diğer ikisinin yapım çalışmaları, üretecekleri enerjiye 1990'ların ortalarına kadar ihtiyaç duyulmayacağı gerekçesiyle askıya alındı. Bu iş durdurma hareketi, WPPSS'in uzun vadeli finansal istikrarı konusunda soru işaretleri oluşturuyor. Elllerinde temmerüde düşmüş tahvillerle kalakalan yatırımcılar ve diğer bazı taraflar WPPSS aleyhine düzinelerce dava açtılar; faiz ödemeleri de kesintiye uğrayabilir. Buffett "Çok düşük bir risk olmakla birlikte, işletmenin bir iki yıl içinde beş para etmeyebileceğini" belirterek hissedarlarını uyarıyor.

Fakat kendisi böyle bir sonuçtan kaygılanmış görünmüyor. Almış olduğu yatırım kararıyla ilgili ne o kendini yargılıyor, ne de başkalarının onu yargılamasını bekliyor: Önemli olan toplamdaki sicili ve Buffett'ın sicili muazzam. Berkshire Hathaway'in yüzde 41'inin sahibi olan Omaha'lı yatırımcı halen şirketlere yatırım yaparak değeriendirdiğı 1,7 milyar doları yönetiyor. On yıl önce 40 dolardan satılan Berkshire Hathaway hisselerinin bugünkü fiyatı 1800 doların hayli üzerinde.

Mütevazi ofisindeki kanapeye sırtını yaslayan Nebraska'lı yatırım dahisi, WPPSS'deki pozisyonunu yıllar içinde yaptığı diğer sıradışı hareketlerle kıyaslıyor; bunların başında da 1963 yılında usta dolandırıcı Tino De Angelis'in karıştığı şanssız olayın hemen ardından daldığı American Express yatırımı geliyor. *Salata yağı skandalı* olarak anılan bu olayda, American Express'in bir yan kuruluşu olan antrepo, aslında varolmadığı kanıtlanan büyük miktarlarda pamukyağı ve soya yağı için fatura kesmişti. Wall Street'te birçok kişi bu işin American Express'i batıracağından korkarken, Buffett ve bazı partnerleri şanslarını deneyerek şirketin yok pahasına satılan hisselerinden % 5 almışlardı. Sonunda, American Express'in yükümlülüğü önceden düşünöldüğü kadar büyük olmamış, hisse roket gibi yükselmiş ve Buffett'ın karşıtlığı ona zafer kazandırmıştı. "Bir şey sırf popüler değil diye doğru şey değildir" diyor Buffett eliyle çenesini sıvazlayarak, "ama balık avlamak için güzel bir göldür. Wall Street'te insanı keyiflendiren bir konsensusa büyük bedel ödüyorsunuz."

WPPSS bir karşıt yatırımcı cenneti. Bir, iki ve üç numaraları birimlerin

tahvillerini alan yatırımcılar insanın tüylerini diken diken eden bir yasal mücadeleden geçtiler. Bütün Kuzeybatı'da kentlere ve enerji dağıtım yapan kurumlara hidroelektrik enerjisi satan, federal hükümete bağlı Bonneville Enerji İdaresi kazançlarının bir bölümünü 1, 2 ve 3 numaralı birimlerin tahvil sahiplerine yapılacak ödemelere ayırdığı için onlar faiz ödemelerini alabiliyorlar. WPPSS'nin nükleer projelerinden enerji satın almak üzere sözleşme imzalamış olan Oregon'daki Springfield kasabasının belediyesi, abonelerinin yasallığını sorguladığını belirterek, mahkemeden bu sözleşmeyi incelemesini istemişti. Ocak ayında San Francisco'daki bir Amerikan temyiz mahkemesi anlaşmanın geçerliliğini korumasını sağlamıştı.

Bu konuyla ilgili çok sayıda yeni dava açılabilir ve kaygılar gidecek artıyor. Faiz ödemelerini karşılamak için Bonneville'in güvenilir bir nakit akışına ihtiyacı var, ki bu da kısmen enerjisini sattıkları barajlara uygun miktarda yağmur düşmesine bağlı. Bütün kilovatları satacağına da güvenemez. Bölgenin en büyük sanayi müşterileri olan alüminyum eriticileri yabancı rekabetten zarar görmüş bulunuyorlar ve Bonneville onların gitmesini önlemek için oranları düşürmek zorunda kaldı. Bir, iki ve üç numaralı birimlerin tahvil sahipleri için bir korku unsuru daha var: Bonneville'e 1, 2 ve 3 no'lu birimlerden akan kazançlara 4 ve 5 numaralı birimlerin tahvil sahiplerinin de ortak olması yönünde bir mahkeme kararı çıkmasından endişe ediyorlar. WPPSS'i izleyen gözlemciler tahvil sahibi iki grup arasındaki mevcut bölünmeyi Çin Seddi'ne benzetiyorlar. Bir, iki ve üç no'lu birimlerin tahvil sahipleri için en tehlikelisi, WPPSS'in iflasını ilan etme olasılığı. Bugüne dek ABD'de bu boyutta halka açık bir kamu kuruluşu iflas etmemiş olduğu için 1, 2, and 3 no'lu birimlerin tahvillerinin başına neler gelebileceğinden hiç kimse emin olamıyor.

Bütün bu öngörülemeyen durum ve koşullar nedeniyle, birçok belediye tahvili uzmanı müşterilerine WPPSS'den uzak durmalarını tavsiye ediyor. Batı Sahili'nden bir tahvil uzmanı WPPSS'e yapılan yatırımı, İkinci Dünya Savaşı sırasında askerlerin Atlantik'i geçerken yaşadığı duygularla karşılaştırıyor: "Birkaç torpidonun sizi hedef alacağından hayli emin olabileirdiniz," diyor. "Ama vurulup vurulmayacağınızı bilemezsiniz." Wall Street'te tahvilleri değerleyen iki büyük kurum Moody's ve Standard&Po-

or's, WPPSS'in 1, 2, and 3 no'lu birimlerinin tahvillerine not vermeyi reddetmiş bulunuyor.

Ancak diğer tahvil uzmanları Buffett'ın WPPSS'in yüksek getirileri konusundaki coşkusunu paylaşıyorlar. Shearson-Lehman Brothers'ın belediye tahvilleri departmanı başkan yardımcısı Robert Adler "Tahvil olarak yatırıma değer nitelikte değiller, ama riskten anlayanlar ve yüksek net değer arayanlar için iyi sonuç verebilir," diyor. (Görünüşe bakılırsa, Shearson Lehman'ın sahibi American Express, daha az hoşacı. American Express'in sigorta yan kuruluşlarından biri 1984 yılında 76 milyon dolar değerinde 1, 2, ve 3 no'lu WPPSS tahvilini elden çıkardı.) Thomson McKinnon Securities'in belediye tahvilleri araştırma müdürü Howard Sitzter, WPPSS'in 1, 2, ve 3 no'lu birimlerinin tahvillerini tavsiye ediyor. 1984 yılında brüt kazancı 2,7 milyar dolar olan Bonneville'in WIPPS'deki 570 milyon dolar civarındaki yükümlülüklerini bir süre karşılayabileceğini savunan Sitzter, WPPSS'in iflasını küçük bir olasılık olarak görüyor.

Buffett ise tüm diğer yatırımları gibi WPPSS ile ilgili alım kararını da temelindeki değerleri inceleyip hayli kafa yorduktan sonra verdiğini vurguluyor. Örneğin, elindeki tahvillerin vergi sonrası gelirlerinin normal koşullarda iki katı daha büyük bir yatırım gerektirdiğine işaret ediyor. Öne atılmadan önce tüm tehlikeleri dikkatle incelediğini söylüyor. "Biz ratingler temelinde muhakemeler yapmıyoruz," diyor ve şöyle ekliyor: "Eğer paramızı "Moody's ve Standard & Poors'un yönetmesini isteseydik, onlara verirdik." Buffett ayrıca, üstelik gurur duyarak, Omaha'daki ofislerinde bilgisayar olmadığını ve analizlerinin elektronik verilere dayanmadığını belirtiyor. "Okuyoruz," diyor, "hepsi bu."

Buffett daha fazla WPPSS tahvili alıp almadığını veya pozisyonunu geçen yılın sonundan bu yana hafifletip hafifletmediğini söylemiyor. ABC'ye 517,5 milyon dolar yatırması, para toplamak için WPPSS tahvillerini satmaya zorlandığı anlamına gelmiyor. Şirketinin nakit musluğunu açabilir, likit varlıklarına yönelebilir veya hatırı sayılır borçlanma gücüne başvurabilir. Berkshire Hathaway ayrıca *Fortune*'un yayıncısı Time Inc.'teki % 4 hissesi dahil büyük miktarda iletişim hissesinin de sahibi; Federal İletişim Komisyonu (Federal Communications Commission) ABC'ye yaptığı yatırım gereği bunların bir bölümünü satmaya zorlayabilir.

Buffett gelecekte tahvil satın alma fırsatlarının azalacak gibi göründüğünü söylüyor. Federal bütçe açığının büyük ölçüde yüksek enflasyona neden olmasından ve faiz oranlarını yükseltmesinden kaygılanıyor - tahvil sahipleri için felaket bir durum. "Hiperenflasyon ortamında satın aldığınız şey duvar kağıdıdır," diyor.

Son zamanlarda oldukça sık haber olsa da Buffett çok sayıda yatırıma girmiyor. "Benim sorunum yılda 50 büyük fikrimin olmaması" diyor. "Bir veya iki fikrim olursa şanslıyım." Ama bir işe atlamaya karar verdiğinde büyük oynuyor. Son yıllık raporunda Buffett, az sayıda fikir üzerine büyük oynamanın arada kötü bir yıl üretmesinin kesin görüldüğü konusunda hissedarları uyarıyor. Böyle olabilir, ama bugüne dek hissedarlardan çok sayıda coşku ünlemi yükseldi.

Şimdi bunu dinle*

28 Nisan 1986

“Yıl içinde net değer kazancımız 613,6 million dolar, veya yüzde 48,2 idi. Halley kuyruklu yıldızının bu yüzdeye tesadüf etmesi güzel yakışıyor; benim ömrümde bir daha asla görülme-yecek.”

- Berkshire Hathaway Başkanı Warren E. Buffett'in (55)
1985 yılı faaliyet raporundaki yazısından alınmıştır.

Editörün notu: Aslında Buffett yanılıyordu: 13 yıl sonra, 1998'de kazanç yüzde 48,3 ile bir çentik daha büyüktü ve Halley kuyruklu yıldızı da ortalarda yoktu. Ancak 1998 tarihli mektubunda Buffett, kazancın büyük bölümünün, yıl içinde Berkshire'ın hissesi defter değerinin çok üzerinde bir fiyattan işlem görmekteyken şirket satın almak için (en başta da Netjets ve General Re) yeni hisse arzına gitmelerinden kaynaklandığını söyleyerek bu başarıyı kabul etmedi.

Buffett'in daha önemli bir göstergeye, içsel değere bağlı fiyatı da yükselten yeni hisse arzetmesi elbette tesadüf değildi. Tersine, “ucuz” olsalardı Berkshire hisselerini elden çıkarmayı günah olarak görürdü.

* Fortune'de kısa haberlerin yayınlandığı bölüm: Now Hear This (Çn.)

Hepsini çocuklara mı bırakmalı?

29 Eylül 1986

Richard I. Kirkland Jr.'ın makalesinden alıntı

Bu makale Warren Buffett'ı ilk kez (kesinlikle son değil) Fortune'ın kapağına çıkarıyordu. Bu kapak dosyasında Buffett, tüm kahramanlarının büyük servet sahibi olduğu uzun bir hikâyenin baş aktörüydü. Bu yüzden biz burada giriş bölümü de dahil olmak üzere yalnızca Buffett ile ilgili paragraflarını alıntıladık.

Aslında bu kapak haberinin esin kaynağı, Buffett'ın büyük çaplı aile miraslarına son derece olumsuz bakmasıydı. Ama makalenin yazarı Rik Kirkland (daha sonra Fortune'da yönetici editör oldu) bu konuda konuşmak isteyen çok sayıda zengin olduğunu anımsıyor. Makale okurların da hayli ilgisini çekmişti. FED başkanı Paul Volcker Washington'daki bir partide Fortune'dan bir editörle ayak üstü sohbet ederken, "Herkes sizin yazıyı konuşuyor," demişti. Yayınlanmasının üzerinden çeyrek yüzyıl geçtiği halde bugün hâlâ Buffett'a bu makaleyle ilgili sorular geliyor, sanki kesip saklamışlar gibi... Kızı Susie (Buffett'in üç çocuğunun en büyüğü, Howard ortanca, en küçükleri ise Peter) yazıda yer alan bir anekdot nedeniyle bu türden sorularla muhtemelen çok daha sık karşılaşılıyor. Susie insanların hâlâ inanamayarak, "Baban mutfağını yaptırman için para vermiyor mu?" diye sorduğunu söylüyor.

Buffett o dönemde bir çocuğa "birkaç yüz bin dolar" miras bırakmanın uygun olabileceğini düşünüyordu. Bugün de yine cimriler safında. Fakat yıllar geçtikçe, enflasyon ve kendi düşünceleri çocuklarına ne bırakması gerektiği konusundaki duruşunu değiştirdi ve ilk yıllardaki "birkaç yüz bin dolar yeter" şeklindeki görüşünü "yukarı yönde" revize etmesine yol açtı.

Buffett uzun yıllar boyunca bu konuda kafasından geçenleri halka

açıklamadı. Fakat 2010 yılında hayli varlıklı küçük bir grubun biraraya geldiği bir yemekte o güne dek çocuklarına ne verdiğini ve ölümünden sonra ne kadar alacaklarını ilk kez telaffuz etti. İlk eşi Susie 2004 yılında öldüğünde üç çocuğunun annelerinden 10'ar milyon dolar miras aldığını ve çok yakın zamanda yeniden yazdığı vasiyetine göre de ölümünden sonra her birine 15'er milyon dolar bırakacağını söyledi.

Dolayısıyla Buffett'ın üç çocuğuna toplam 75 milyon dolar miras kalacak. Kendi ifadesiyle, serveti 50 milyar dolara yakın. Gayet açık görünüyor ki Buffett hâlâ her şeyi çocuklara bırakmamak gerektiğine inanıyor.

Berkshire Hathaway'in yönetimini de çocuklarına bırakmak gibi bir beklentisi yok, ama bu konuda ince bir nüans söz konusu. Buffett şirketin kültürünü en iyi ailesinden birinin koruyabileceğine inanıyor ve böyle bir ihtiyaç doğduğunda en büyük oğlu Howard'ın kendisinden sonra Berkshire'da başkanlık görevini devralmasını umduğunu söylüyor. Ancak şirketin aktif yönetiminde aileden hiç kimse olmayacak.

Bütün bunların dışında Buffett'ın hayırseverlikle ilgili örtülü bir vasiyeti var. 1999 yılında Susie Buffett'ın ölümünden çok önce, o ve Warren kendi vakıflarını kurmaları için çocuklarına 10'ar milyon dolar vererek hayırseverliğe teşvik etmişlerdi. Zaman içinde, bazıları Susie'nin vasiyetinden gelen ek bağışlarla bu üç vakfın her biri 100 milyon doların üzerine çıktı. Ardından da yazar olan oğulları Peter Buffett'ın "Big Bang" dediği şey geldi (hakkında yazılmış bir makale için bkz. sayfa 458). Warren Buffett 2006 yılında yaptığı şaşırtıcı açıklamayla servetinin büyük bölümünü, kademeli olarak, üçü çocukları tarafından yönetilen beş vakıfa bırakacağını ilan etti. O zamandan bu yana üç vakfın her birine, gerçekleştiği tarih itibarıyla yaklaşık 400 milyon dolar değerinde hisse bağışladı.

Buffett 30 Ağustos 2012'de -82. doğum gününü kutladığı gün- çocuklarının yönettiği vakıflara yaptığı hisse bağışlarını bundan böyle iki katına çıkaracağını açıkladığında bu para ikiye katlandı. Bağış miktarını Berkshire hissesinin ilerleyen yıllardaki fiyatı belirleyecek. Fakat Big Bang'le gelen bağışların ve onun 2012 varyasyonunun her bir vakıf için 2 milyar doları bulacağını, belki de hayli aşacağını hayal etmek kolay.

(Buffett'in muazzam miktarlardaki bağışlarını anlatan Fortune makalesini bu kitabın 378. sayfasında bulabilirsiniz.) — CL.

Makale şöyle başlıyor:

Fenomen derecede başarılı holding Berkshire Hathaway'in 56 yaşındaki Başkanı Warren Buffett'in varlıklarının değeri en az 1,5 milyar dolar. Ama çocuklarını kıskanma zahmetine girmeyin! Buffett çocuklara büyük çapta miras bırakmanın akıllıca olduğuna inanmıyor ve parasının çoğunu yardım faaliyetleri yürüten vakfına bırakmayı planlıyor. Omaha'lı yatırımcı kızı ve iki oğlunu üniversiteye yerleştirdiğinden beri her yıl Noel'de birkaç bin dolar hediye etmekle yetiniyor. Dahası, 33 yaşındaki kızı "Babama 20 dolarlık çek yazsam gidip parayı çeker," diyor.

Buffett'in çocuklarını aile servetinin dışında tutmak istemesi, paranın kontrolünü çocuklarına bırakmak istemeyen varlıklı ailelerde gördüğümüz geleneksel sebeplerden, yani har vurup harman savurarak düşüncesizce harcayacak olmalarından ya da aile işine girmek istememelerinden kaynaklanmıyor. "Benim çocuklarım," diyor, "dünyadaki yerlerini kendileri oluşturacaklar ve onlar ne yapmayı seçerlerse seçsinler yanlarında olduğumu biliyorlar." Fakat insanın varislerine "sırf kendi kanından oldukları için" ömür boyu gıda vesikası sağlamasının onlara "zarar" verebileceğine ve "antisosyal bir davranış" olduğuna inanıyor. Buffett'a göre çocuklara bırakılacak en doğru miktar, "her şeyi yapabileceklerini hissedecekleri kadar olmalı, hiçbir şey yapamayacaklarını hissedecekleri kadar değil." Buffett bir üniversite mezunu için "birkaç yüz bin doların" yeterli gördüğünü düşünüyor.

Çocuklara ne kadar bırakmalı? Bu soruya yanıt bulmak için kıvranıp durmak Amerikalılara özgü bir takıntı. Dünyanın büyük bölümünde geleneklere ve yasalara göre, vefatları halinde anne babaların servetlerinin büyük bölümü, özellikle korkunç bir suç işlemedikleri takdirde, çocuklarına kalıyor. Yalnızca İngiltere ve sömürgelerinde -tümü örf ve adet hukuku ülkeleri- insanlar çocuklarına ne bırakacaklarını kendileri belirliyorlar.

Makale ortalara doğru şöyle devam ediyor:

Bazı zenginler çocuklara para vermemenin de sorunlara yol açabi-

leceğini belirtiyorlar. Biri şöyle diyor: “Çocuksanız, habanızın bir sürü parası olduğunu görüyorsanız ve siz o paranın yalnızca çok az bir bölümünü alıyorsanız, ortada bir gücenme olmayacağını bilemem.” Washington’da, U.S. News & World Report’un genel yayın yönetmeninin asistanı olarak çalışan ve kamuda görevli bir hukukçu ile evli olan Susan Buffett babasının duruşunun birlikte yaşaması zor bir durum olduğunu kabul ediyor. “Benim babam tanıdığım en dürüst, en ilkeli, en iyi insanlardan biri,” diyor. “Ve ben temelde ona katılıyorum. Ama birçok ebeveynin çocukları için bir şeyler edinmek istediğini bildiğinizde ve bütün ihtiyacınız altı ay deniz kıyısında tatil yapmak değil mutfağa biraz çeki düzen vermek için küçük bir miktar olduğunda, bu tuhaf geliyor. O bize prensip gereği para vermez. Bütün hayatım boyunca babam bize bunu öğretmeye devam etti. Tamam, artık dersimi öğrendiğimi düşünüyorum. Belli bir noktada durabilirsin.”

Ve ilerleyen paragraflar:

Warren Buffett iş sahiplerine sevgili şirketlerinin kendilerinden sonra da aile yönetiminde kalması için uğraşmamalarını tavsiye ediyor; şu andaki aile dışı yönetimin onun vefatından sonra da Berkshire’ı idare etmeyi sürdüreceğini düşünüyor. Bazı durumlarda tesadüfen varislerden birinin şirketi yönetmeye en iyi aday olabileceğini kabul ediyor, ama bunu çok düşük bir olasılık olarak görüyor. “Şampiyonluğa oynayacak bir Olimpiyat takımı kurarken en iyi yol 20 yıl önce madalya kazanmış sporcuların kızlarını ve oğullarını biraraya toplamak olabilir mi sizce? Sadece yaşlı adam bazı şeyler başardı diye birini kayırıp pozisyon vermek bir toplumun rekabeti açısından çılgınlıktır.

“Should You Leave It All to the Children?” başlıklı makalenin tam metnini fortune.com/buffettbook adresinde bulabilirsiniz.

Birleşme için B-U-F-F-E-T-T harflerini tuşlayın

22 Aralık 1986

Newstrends bölümünden'

Wall Street Journal'ın yayınladığı en garip iş ilanlarından birinde, Berkshire Hathaway Inc.'in 56 yaşındaki başkanı Warren E. Buffett, 31 Aralık 1986 tarihinden önce satın almak üzere 100 milyon dolar ve üzerinde şirketler aradığını duyurdu. "Paramız var," diyor Buffett, 47.000 dolarlık tam sayfaya yakın ilanda. "Olağanüstü hızlı hareket edebiliriz... İlileniyorsanız hemen arayın."

Hızlı hareket etmek istemesinin nedeni 1 Ocak'ta yürürlüğe girecek olan vergi yasası. Kişilerin ödeyeceği sermaye kazancı vergisinin yüzde 20'den % 28'e yükseltilmesi yeterince korkutucuyken, Buffett 31 Aralık'tan sonra satmaları halinde sermaye kazançlarının % 52,5'ine varan oranlarda vergi ödeyebileceklerini hatırlatarak şirket sahiplerini uyarıyor. Bir işletmenin satılması durumunda kurumların ödemek zorunda olduğu % 34 oranındaki yeni sermaye kazancı vergisini ve kalan sermaye kazancından hissedarların ödemekle yükümlü olduğu % 28'i hesaba katarak bu sonuca varıyor. Buffett "Birçok şirketin zamana karşı yanışmak için nedeni var," diyor.

Yine de telefona koşmadan önce, her şirketi almayacağını bilmelisiniz. İlane göre, şirketin "vergi sonrası gelirlerinin en az 10 milyon dolar, tercihen daha yüksek" olması gerekiyor; ayrıca net kâr/özkaynak oranı iyi olmalı, hiç borcu olmamalı veya çok az borcu bulunmalı ve yönetimi uygun olmalı. Aynı zamanda basit bir alanda faaliyet göstermeli: "İşin içinde çok fazla teknoloji varsa anlamayız."

Editor'ün notu: Buffett kimseyi bulamadı.

• Fortune dergisinde kısa haberlerin yer aldığı "Haber trendleri" bölümü. (Çn.)

Endeks vadeli sözleşmelerine ilişkin erken korkular

7 Aralık 1987

**Warren Buffett'in Kongre üyesi
John Dingell Jr.'a gönderdiği uyarı mektubu**

1987 yılının ekim ayı ortalarında borsada berbat bir satış haftası on-dokuzuncu Kara Pazartesi'yi getirmiş ve Dow Sanayi ortalaması % 22,6 düşmüştü. Çöküşün nedenleri yoğun biçimde araştırılırken, dikkatler alım-satım izni henüz birkaç yıl önce çıkmış olan bir türeve, S&P Endeks futures'larına odaklanmıştı. Özellikle "portföy sigortası" stratejisi uygulayan kurumsal yatırımcılar S&P endeks future'larını açığa satmışlar, onların bu işlemleri başka kurumsal yatırımcıları çekmiş, böylece piyasadaki panik büyümüştü.

Bu ortamda, Buffett'in yıllar önce, 1982'de gözetim ve inceleme alt komisyonu başkanı olan Kongre üyesi John Dingell Jr.'a (Michigan temsilcisi) yazdığı mektup birdenbire gündeme mükemmel oturmuş ve bu da Fortune'un o mektubu yayınlaması için çok iyi bir neden oluşturmuştu. Kongre o yıl hisse endekslerinin seviyelerine bağlı vadeli işlem sözleşmelerinin Chicago Ticaret Borsası'nda alım-satımına izin verilip verilmemesini tartışıyordu. Dingell bu plana karşıydı ve az sonra okuyacağınız mektupla Buffett'in da karşı olduğunu öğrenmişti. İki adam birbirlerini biraz tanıyorlardı; çünkü her ikisinin de eski Kongre üyesi olan babaları arkadaştı. Fakat Howard Buffett (Nebraska'dan Cumhuriyetçi üye) koyu muhafazakârdı, baba John Dingell (Michigan'dan Demokrat üye) ise tam karşı kutuptaydı. Bu arka plana rağmen genç Dingell, genç Buffett'tan hisse endeksi futures işlemlerinin neden kötü bir fikir olduğunu bir mektupla anlatmasını istemişti. Buffett titizlikle kaleme aldığı mektu-

bunu bitirirken şu ifadeyi kullanmıştı: “Bu ülkede ne hisse senedi piyasasıyla özdeşleştirilen lüzumsuz enstrümanlarla kumar oynayan daha fazla insana ihtiyacımız var, ne de onları buna teşvik eden broker'lara.”

Dingell ve Buffett kuşkusuz, bu tartışmanın kaybeden tarafında oldular. Merc'de S&P futures işlemleri Nisan 1982 de başladı ve 1987 gibi krizlere rağmen mantar misali çoğaldılar. İlerleyen zamanlarda, spekülâtörlerin görece küçük miktarlarda işlem yapabildikleri ve kısa zamanda sözleşmelerin kralı haline gelen elektronik yavrusu, S&P E-mini futures'larının sahneye çıkmasıyla bu sözleşme gözden kayboldu. Mayıs 2010'da şimşekler çaktığında ve çok sayıda yatırımcıyı dehşete düşürdüğünde E-mini sözleşmeler hacim içinde dev bir porsiyonu temsil ediyorlardı.

Buffett'in Kongre üyesi Dingell'a 1982 yılında gönderdiği mektubu aşağıda okuyabilirsiniz. — CL.

Bu mektup hisse senedi endeksleriyle bağlantılı her türden future piyasasının muhtemel kaynaklarına dair yorumlar içeriyor. Bu yorumla ilgili arkaplanım, birkaç yılı broker'lık olmak üzere yatırım işinin çeşitli alanlarında 30 seneyi bulan fiilî çalışmama dayanıyor. Son 25 yıldır finansal analist olarak çalışmaktayım ve halen toplam değeri 600 milyon doları aşan bir hisse senedi portföyünün tek sorumlusuyum.

Yatırım işinde veya spekülâtif piyasalarda gelişmeleri kesin olarak tahmin etmek imkânsızdır ve tahmininin kesin olduğunu iddia eden herkese temkinle yaklaşılması gerekir. Aşağıda yazdıklarımın makûl beklentiler olduğunu düşünüyorum.

1. Hisse endeksi future sözleşmesi gerçek yatırımcının riski azaltma çabalarına yardımcı olmak gibi bir rol oynayabilir. Bir yatırımcı oldukça mantıklı bir düşünceyle, değerinin altında işlem gören menkul değerleri belirleyebileceği sonucuna varabilir; fakat aynı zamanda hisse senedi piyasasının kısa vadeli hareketlerini tahmin etme yeteneğine hiçbir şekilde sahip olmadığı sonucuna da varabilir. Yatırım yönetimindeki şahsi çabalarımı

sürdürürken koruduğum görüş budur. Bu tür bir yatırımcı, piyasa dalgalanmalarını “sıfıra indirmeyi” dileyebilir ve belli bir endeksi sürekli açığa satmak ona bunu gerçekleştirme şansı verir. Muhtemelen, elinde değerinin altında işlem gören 10 milyon dolarlık hisse olan ve endekste daima 10 milyon dolarlık kısa pozisyonu bulunan bir yatırımcı, yalnızca belli menkul kıymetleri seçme yeteneğine bağlı net ödülleri kazanır veya aynı şekilde cezasını çeker ve bu sonuçların, genel piyasa dalgalanmalarıyla onu zor durumda bırakmasından -hatta üzmesinden- kaygı duymaz. İşlem masrafları yüzünden -ve çoğu yatırımcı uzun vadede hisse senedi fiyatlarının genel olarak yükseleceğine inandığı için- bu türden bir daimi hedge davranışı içinde faaliyet gösterecek yatırım profesyonellerinin görece çok az olduğunu düşünüyorum. Fakat aynı zamanda bunun mantıklı bir davranış biçimi olduğuna, tavır ve davranışlarında daima “piyasa nötr” olmayı arzu eden pek az yatırımcının böyle yapacağına inanıyorum.

2. Daha önce belirttiğim gibi, future sözleşmelerinin açığa satılmasını içeren bir risk azaltma stratejisini mantıklı buluyorum. Uzun pozisyon tarafında bunun yerine uygulanabilecek herhangi bir yatırım veya hedging stratejisi görmüyorum. Dolarıyla da, tanımı itibarıyla future işlemlerinin en az % 50'sine riski azaltmak beklentisiyle girilebilir ve asgari % 50'sinin (uzun tarafta) risk ağırlıklı veya kumar tarzında davranması gerekir.
3. Oluşan denge, riski azaltanlar ile riske ağırlık verenler arasındaki maksimum yüzde 50-50'lik bu bölünmeden muazzam farklı olabilir. Küçük bir giriş ücretine karşılık büyük bir ödül varsa, ortadaki bahis çok zayıf olsa bile kumar oynama eğilimi her zaman artar. Las Vegas kumarhenelerinin büyük paralar kazananları ilanlarla duyurmalarının ve devlet piyangolarının büyük ikramiyeleri kocaman başlıklarla vurgulamalarının nedeni budur. Menkul kıymet işinde, yeterince zeki olmayanlar aynı yaklaşım karşısında çeşitli şekillerde baştan çıkarlar. Bunlardan

bazıları şunlardır: (a) Reklamı yapanların kolay aldanan saflarını tuzağa düşürmek amacıyla muazzam getiri düşleri yaratarak “yapay olarak ürettikleri” ve fiilen bir dizi felaketle sonuçlanan penny hisseleri” (b) Finansal anlamda büyük bir yatırım deneyimine görece küçük bahislerle ulaşılmasına imkân veren düşük teminat koşulları.

4. Tarihimizde yüksek toplam taahhüt/düşük teminat fenomeninin sorunlara yol açtığı birçok deneyim yaşadık. Bunların içinde herkesin en iyi bildiği, hiç kuşkusuz, 20’lerin sonunda yüzde 10 marjların eşlik ettiği ve de üzerine basa basa vurguladığı borsa patlamasıydı. Sağlıklı kafalar daha sonra düşük teminat gerektiren bu tür kredili işlemlerle spekülasyon yapmanın topluma hiçbir fayda sağlamadığına ve sermaye piyasalarına yardımcı olmak yerine uzun vadede zarar getirdiğine karar verdiler. Buna uygun olarak yeni marj düzenlemeleri getirildi ve bu düzenlemeler yatırım sahnesine kalıcı olarak yerleşti. Hisse endekslerinde % 10 teminatla spekülasyon yapabilme yeteneği, hiç kuşkusuz marj gereklerinden sıyrılmanın basit bir yoludur ve tüm ülkedeki kumarbazlar tarafından anında bu şekilde algılanacaktır.
5. Broker’lar yeni alım-satım araçlarına yönelmeyi elbette severler. Duydukları coşku bekledikleri aktivite miktarıyla doğrudan bağlantılı olma eğilimindedir. Aktivite çoğaldıkça, halka daha büyük bir maliyet binecek, onların arkalarında bırakacakları ve broker’lık sektörüne yayılacak paranın miktarı da o kadar artacaktır. Her sözleşmenin vadesi geldiğinde yapılan tek iş, kaybedenin kazanana ödeme yapmasıdır. Kumarhane (futures

* Penny share: ABD, İngiltere ve bazı ülkelerde halka açık küçük sermayeli şirketlerin düşük fiyatlılardan işlem gören hisseleri. “Cent stocks” olarak da bilinir. ABD’nin sermaye piyasası kurulu SEC, 5 doların altında işlem gören, ulusal bir borsaya kayıtlı olmayan ve diğer özel kriterleri yerine getirmeyen bir menkul değer penny hissesi olarak tanımlamıştır. İngiltere’de 1 poundun altında işlem gören hisseler penny hissesi olarak tanımlanır. Dınaklıkları yüksek olabilir, manipölasyona ve “doldur, boşalt” tabir edilen dolandırıcılıklara maruz kalabilirler. Büyük miktarda ve hızlı kâr etmek isteyenler için yatırımcılar için yüksek risk içerirler. Penny hisseleri ABD’de genellikle OTC Brillerin Board veya Pink Sheets’de tezgâh üstü piyasalarda işlem görür. SEC’in penny hissesinin satışını tanımlayan ve düzenleyen çok sıkı kuralları vardır. (Çn.)

piyasası ve onu destekleyen broker'lardan oluşan kast ekibi) bu işlemlerden her seferinde bir "geçiş ücreti" aldığı için çok büyük miktarlarda kaybeden ve kazanan sağlamaya büyük ilgi göstereceğinden emin olabilirsiniz. Fakat unutmamak gerekir ki, oyuncular için bunun "negatif toplamı bir oyun" olduğu gayet açıktır. Masraflar düşülmeden önce kayıplar kazançları götürür; masrafları düştükten sonra net zarar önemli bir miktardır. Aslında oyuncuların net zararları kumarhanenin tek kazanç kaynağı olduğu için, bu tür kayıplar olmasa kumarhane faaliyetine son verecektir. Bu "negatif toplam" yönü, genel anlamda hisse senedi yatırıma doğrudan tezdır, hisse senedi yatırımı yıllar içinde "pozitif toplamı bir oyun" olmuştur; çünkü netice itibarıyla, hisselerin arkasındaki şirketler er ya da geç ortaklarının, yani hisse senedi sahiplerinin yararlandıkları büyük çaplı paralar kazanmışlardır.

6. Benim görüşüme göre bu sözleşmelerle üretilen faaliyetin çok yüksek bir yüzdesi -muhtemelen % 95'i veya büyük olasılıkla daha da fazlası- doğası itibarıyla tamamen kumardır. Etrafınızda borsanın kısa vadeli hareketleri üzerine bahse giren ve küçük miktarlarla oldukça büyük oynayabilen insanlar vardır. Onları buna teşvik eden müşterilerinin sermayelerinde hızlı kazançlar gören broker'lardır; anında ve doğrudan gelir anlamında bir broker'ın başına gelebilecek en iyi şeydir. Kumarhane her işlemde kendi ısırığını aldıkça yüzde % 95'lik kesim arkasında büyük paralar bırakacaktır.
7. Uzun vadede, geleneksel sermaye piyasalarıyla özdeşleştirilen ve içine girenlerin çok büyük bir yüzdesinin yanıp kül olduğu kumar egemen faaliyetler sermaye piyasaları için iyi olmayacaktır. Bu türden kumar aktivitelerine katılanlar yatırımcı olmadıkları ve gerçekte satın aldıkları şeyler de hisse senedi olmadığı halde, hisse senedi piyasasında kötü bir deneyim yaşadıklarını düşünürler. Sermaye piyasalarının en kötü yüzüne maruz kaldıktan sonra, anlaşılabilir bir şekilde, gelecekte ser-

maye piyasalarını genel olarak karanlık bir yer olarak göreceklerrdir. Önceki spekülasyon dalgalarında bu deneyim kesinlikle yaşandı. “Peki broker’lık sektörü kendi uzun vadeli çıkarlarını gözetecek kadar akıllı değil mi?” diye sorabilirsiniz. Tarih bize broker’ların miyop olduğunu gösteriyor (60’ların sonunda tanık olduk); çoğu kez de ne kadar ahmakça davranırlarsa o kadar mutlu olduklarını gördük. Ayrıca birçok broker müşterilerinin -hatta menkul değer sektörünün- uzun vadedeki gelişmesinden ziyade o ay ne kadar ciro yapacağını düşünmekte.

Bu ülkede ne hisse senedi piyasasıyla özdeşleştirilen lüzumsuz enstrümanlarla kumar oynayan daha fazla insana ihtiyacımız var, ne de onları buna teşvik eden broker’lara. Bizim ihtiyacımız olan şey, bir teşebbüse veya yatırıma gerektiği gibi girmek için uzun vadeli beklentilere bakan yatırımcılar ve danışmanlar. Yatırım sermayesinin zeki bir şekilde kullanılmasına ihtiyaç duyuyoruz, kaldıraçlı piyasa bahislerine değil. Akıllı, toplum yanlısı sermaye piyasalarının faaliyeti aynı arenada bir şekilde iş yapan, şöyle böyle aynı dili kullanan ve aynı iş gücünden hizmet alan aktif ve heyecan uyandıran bir kumarhaneye artmaz, geriler.

Ayrıca, hisse senedine eşdeğer araçlardaki düşük teminatlı kredili işlemler, devletin teminat koşullarına ilişkin mevcut politikasıyla tutarsız. Endeks future’ları piyasa riskini hedge etmek isteyen yatırım profesyonellerine çok küçük yararlar sağlarken, hisse senedi endekslerine bağlı yüksek hacimli futures piyasalarının net etkisi, muhtemelen, menkul değer satın alan halka, uzun vadede de sermaye piyasalarının geneline büyük zarar vermek olacaktır.

Warren Buffett'in içeriden hikâyesi

11 Nisan 1988

CAROL LOOMIS

Bu yazıda mazi öne çıkıyor. Warren Buffett ile dostluğumuzun başlaması, Berkshire Hathaway hissedarı olmam, ardından hissedarlara yazdığı yıllık mektupların gönüllü editörlüğünü üstlenmem nedeniyle Fortune'da onun hakkında birkaç paragraftan fazla yazmadım. Evet, ünü katlanarak artarken Buffett ile ilgili bazı yazılar önerdim, Grinnell ve Whoops makalelerini mesela. Fakat onları dergi kadrosunun başka üyeleri yazdı ve bu benim için gayet doğrudu.

Ne var ki 1988 yılı başlarında Fortune yayın yönetmeni Marshall Loeb beni ofisine çağırıp bir "yap ya da unut" seçimi sundu. Buffett hakkında tam kapsamlı bir profil yazısı yazmanın zamanı olduğunu söyledi ve Warren'ı iyi tanıdığımı bildiği için "Sen yazabilirsin," dedi, "ya da başka birine veririm."

Oldukça zor geçen bir günün sonunda yayın yönetmeninin önerisini kabul ettim. Gerçek bir "içeriden hikâye" okumak isteyen Fortune okurları için doğru karar verdiğimi biliyordum; çünkü Buffett'in dünyasını çok iyi tanıyor ve anlıyordum. Fakat bir yandan da, doğal olarak, okurlara Buffett'in arkadaşı, Berkshire'ın hissedarı ve yıllık mektuplarının editörü olduğumu açıklamak istiyordum. Bütün bunları makalede belirttim ve o günden sonra da Buffett ile ilgili yazdığım her yazıda bu açıklamaya yer vermeyi alışkanlık haline getirdim.

Profil yazısı konusunda Marshall'ın zamanlaması harikaydı. Makalem o güne dek radarın altında kalmış önemli bir hikâyeyi anlatıyordu: Olağanüstü yatırımcı Buffett nasıl olağanüstü iş adamı ve yönetici olmuştu? Buffett'a bu yolculukta danışman rolü oynayan olağanüstü zeki

yol arkadaşı, sağ kolu Charlie Munger eşlik ediyordu. Dışarıdakiler anlamakta zorlansa da, Buffett ve Munger, Berkshire'ı çok büyük ve başarılı bir işletme olma yoluna koymuşlardı. — CL.

Berkshire Hathaway Başkanı Warren Buffett şirketler topluluğuna “tuval” diyor ve yakında yıllık raporu yayınlandığında, efsane yatırımcının hayli gürültülü geçen 1987 yılında nasıl bir tablo resmettiğini bütün dünya eksiksiz görecek. Yine de gala öncesi özel gösterime ne dersiniz? Bir sanat eseri olarak 1987 Buffett için “minör” bir yıl olmadı. Berkshire -hemen ve mutluluk duyarak belirtmek isterim ki uzun zamandır hissedarıyım- net değerinde 464 milyon dolar kazanç sağladı ve bu %19,5'i bulan bir artış anlamına geliyor. Rakam Buffett'ın 23 yıl önce şirketi devralmasından bu yana kaydettiği % 23,1'lik yıllık ortalamanın bir miktar altında. Ancak birçok profesyonel yatırımcının yerlerde süründüğü bir yılda Buffett'ın attığı fırça darbelerinin başyapıt olarak sınıflandırılması gerek.

Buffett'in sene boyunca menkul değer piyasalarında neler yaptığını anlattığı ve okurlarının dört gözle beklediği 1987 yıllık raporu iki özel haber getirecek. Birincisi, Ekim çöküşünden hemen önce Berkshire adına Salomon Inc.'den 700 milyon dolarlık paraya çevrilebilir tercihli hisse alan Buffett “Başkanın Mektubu”nda adı geçen yatırım bankasının başkanı John Gutfreund'un tamamen arkasında olduğunu açık bir dille vurguluyor. Bu ifadenin Buffett ile Gutfreund arasında görüş ayrılıkları bulunduğu yolundaki söylentilere son vermesi gerekiyor. İkinci haber, Texaco ile ilgili. Buffett geçen yıl şirketin iflasa gitmesinin ardından birçok yatırımcı elindeki kâğıtlardan kurtulmaya çalışırken, Berkshire adına Texaco tahvilleri almaya başladığını açıklıyor. Yıl sonunda Berkshire'ın Texaco hisselerinde realize edilmemiş kârı bulunuyor. Fakat gerek Texaco, gerekse Salomon'un tercihli hisseleri (ki Buffett yıl sonunda değerinin yaklaşık 685 milyon dolar olduğunu düşünüyor) Berkshire'ın defterlerine bir maliyet yükledi ve şirketin 1987 yılı performans kayıtları açısından beklentileri karşılamış değil.

Söz kayıttan açılmışken, hakkında yazılanların tümü tek bir yöne, performansa odaklansa da, bu başarının arkasında -aslında, Buffett'ın

arkasında- çift yönlü bir hikâye var. Yatırım dünyasının büyük hölümü Warren Buffett'ı yatırımcı olarak tanır. O Omaha Sihirbazıdır; çoğunluğunu kapı kapı gazete dağıtarak biriktirdiği 9800 doları bugün değeri 1,6 milyar doların üstünde kişisel servete dönüştüren yatırım dehasıdır; etkin piyasa kampının, uzun vadedeki olağanüstü üstün performansını şansla açıklamakta giderek zorlandığı adamdır.

İşte o Buffett 1987 yılında kesinlikle saha dışındaydı. İki yıldan uzun bir süredir Berkshire adına satın alacağı makûl fiyatlanmış hisseler bulamadığını söyleyen Buffett, 19 Ekim gününe zırhlarını kuşanmış olarak ve Berkshire portföyünün “daimi” parçaları olduğunu düşündüğü üç yatırım dışında neredeyse hiç adi hisse senedi tutmadan girdi. Bu üç yatırım da çöküşte büyük düşüş kaydetmelerine rağmen yılın tamamında iyi durumdaydı; otomobil sigorta şirketi GEICO % 12, Washington Post % 20, Capital Cities/ABC ise % 29 yükseldi.

Yatırımcı Buffett için fena değil. Fakat Berkshire'da işin başında bir usta daha var. Şirketleri satın alan ve yöneten, yetenekleri tam anlamıyla ve yaygın olarak anlaşılmamış biri: İş adamı Buffett. Aslında zemin çalışmasını yapan ve menzili belirleyen odur, yatırımcı Buffett da bombaları bir bir hedefe fırlatır. 1987 yılında Berkshire'ın taarruz planı gayet güzel dengelenmişti: Yatırımcı, 249 milyon dolarlık (vergi karşılıklarından sonra) realize edilmiş ve edilmemiş kâr üretmişti; iş adamı ise Berkshire'ın sağlam işletmelerinden gelen vergi sonrası faaliyet gelirleriyle 215 milyon dolar, toplamda 464 milyon dolar getirmişti. Faaliyet gelirleri, Dow Jones'un, Pillsbury'nin veya Corning Glass Works'ün toplam net gelirinden fazlaydı.

Bütün bunların gerçekleştirildiği araç, yani Berkshire'ın hisse fiyatı, 1965 yılında Buffett kontrolü aldığı anda 12 dolar civarındaydı. 1987 yılında, önce 4.200 dolar gibi bir noktaya çıktı, son zamanlarda ise yaklaşık 3.100 dolardan işlem görüyor. Esprili, açık sözlü, düşündüğünü doğrudan ifade etmekten çekinmeyen 57 yaşındaki Buffett şirketin % 57'sine sahip; 55 yaşındaki eşi Susan ise % 3 hisse sahibi. Berkshire 2 milyar doların üzerindeki geliriyle 1987 yılında *Fortune*'un hizmet sektörü şirketler grubu listesinde muhtemelen 30. sırada yer alacak ve muazzam sıradışı bir yapısı var.

Berkshire'ın merkezinde, Buffett'ın yatırım gemisini yüzdüren ve birkaç tanınmamış şirketten (National Indemnity mesela) oluşan geniş bir mülk, kaza ve hasar sigortası operasyonu yer alıyor. Sigorta operasyonunun dışında Berkshire, Buffett'ın birer birer satın aldığı ve "Kutsal Yedili" adını verdiği bir dizi büyücek şirketin de sahibi. Bunlar, *Buffalo News*; Cincinnati'de kurulu uniforma üreticisi ve dağıtıcısı Fechheimer Brothers; ülkedeki diğer her mağazadan daha çok ev mobilyası satan Omaha'lı perakendeci Nebraska Furniture Mart; California piyasasına hakim şeker üreticisi ve perakendecisi See's Candies; ve Buffett'ın 1986 yılında Cleveland'da kurulu Scott & Fetzer'ı satın aldığı anda onunla birlikte gelen üç operasyon: World Book, Kirby elektrik süpürgeleri ile kompresör ve brülör gibi çeşitli sanayi ürünleri üreten bir imalat operasyonu.

Rengarenk bir tayf, evet. Fakat iş adamı Buffett 1987 yıllık raporunda bu işletmelerin de, yöneticilerinin de ne kadar iyi olduğunu göstermek için saklandığı küçük hücrelerinden çıkıyor. Kutsal Yedili'nin 1987'de tek bir şirket gibi faaliyet gösterdiğini söylüyor; bunlara 175 milyon dolar sermaye yatırdıklarını, yalnızca net 2 milyon dolar faiz ödediklerini ve vergiler düşüldükten sonra 100 milyon dolar kazandıklarını söylüyor. Bu rakam özkaynak üzerinden % 57 getiriye karşılık geliyor ve istisnai bir oran. Buffett'ın dediği gibi "Böyle bir yüzdeyi, nominal kaldıraçlı büyük holding şirketleri şöyle dursun, başka herhangi bir yerde nadiren görürsünüz."

Bundan birkaç yıl önce, etkin piyasa hipotezini Buffett'ın yatırım başarısıyla bağdaştırmaya çalışan bir işletme profesörü büyük bir cesaret göstererek onu "beş sigma olayı" olarak tanımlamıştı, yani öylesine ender olduğu için pratikte hiçbir zaman gerçekleşmeyen istatistiksel sapma. Warren Buffett şirketleri satın almada ve bütünü yönetmede de aynı derecede sıradışı bir fenomen. Yatırımdaki zekâ ve disiplini bu alanda da aynen uyguluyor. Yönetici olarak şekil ve geleneğe aldırıyor; "basit, eski ve az" olarak tanımladığı işletme prensiplerine sıkı sıkı tutunuyor.

Berkshire'ın şirketleri, örneğin, yapmaya çalıştıkları şeyi hiçbir zaman unutmuyorlar. "Eğer New York'tan Chicago'ya giden ana yol üzerindeyseniz, Altoona'da inip yan yollarda dolanmayız," diyor Buffett. "Burada da mantığa saygı duyuyoruz. Fakat yaptığımız, başkasının hakkını çiğne-

mek değil. Yönetim konusunda da yatırım işindeki gibi hissediyorum: Olağanüstü sonuçlar almak için olağanüstü şeyler yapmak gerekmiyor.”

Yatırımcı ve iş adamı olarak iki Buffett'ı anlatmak üzere bu yazıyı üstlenirken referanslarımın alışılmışın dışında olduğunu biliyorum. Otuz yılı aşkın bir süredir derginin kadrosundayım ve 20 yıldan uzun bir zamandan bu yana da Buffett'ın arkadaşayım. Yıllık raporları için bir miktar editörlük yapıyorum, bu yüzden de ne söyleyeceğini biliyorum. Ben bir Buffett hayranıyım. Yakın bir dost tarafından yazıldığı için bu makaleden iki şey bekleyebilirsiniz: Warren Buffet'in nasıl çalıştığına dair içeriden bir bakış ve mutlak tarafsızlığın biraz altında bir yaklaşım.

İşte size katıksız bir gerçek: Buffett'ın yaptığı her şeyde muazzam bir zekâ vardır. Berkshire'in sigorta operasyonlarını yöneten ve Buffett'ın Omaha'daki ofisinin hemen bitişiğinde çalışan 41 yaşındaki Michael Goldberg, Bronx Fen Lisesi'nde de onun kadar zeki insanlar gördüğünü söylüyor, ama farkı şöyle vurguluyor: “Onların hayatı matematik ve fizik.” Buffett'ın zihinsel gücü tamamen, inanılmaz bilgi sahibi olduğu iş dünyasına odaklı. Goldberg bakın nasıl anlatıyor: “Duyduğu her şeyi sürekli inceler: ‘Tutarlı ve mantıklı mı? Yanlış mı?’ diye sorar kendine. Dünyayla ilgili kafasında bir model vardır. Oradaki bilgisayar her yeni olguyu daha önce yaşadığı deneyimler ve bildikleriyle karşılaştırır ve ‘Bu bizim için ne anlama geliyor?’ diye sorar.” Yani, Berkshire için. Buffett'ın kendi şahsi portföyünde de bir miktar hisse var, ama onlara kafa yormaya pek az zaman harcıyor. “Benim egom kendini tamamen Berkshire'a kapırmış durumda. Bu tartışma götürmez,” diyor.

Fakat insanlar onunla yüz yüze geldiklerinde çoğu zaman en küçük ego belirtisi görmezler. Ayakları yere basan, hoş biridir; dış görünüşü sıradandır, tam bir Ortabatılı havasında. Özel dedektif olarak pekalâ kalabalığın arasına karışabilir. Giyim kuşam konularında şıklıkla ilgisi olduğu söylenemez. McDonald's yemeyi ve kiraz kolası içmeyi sever; büyük partiler de havadan sudan sohbetler de ona göre değildir. Ama doğru bir organizasyonda oldukça sosyal, hatta biraz “fazla sosyal” bile olabilir: Örneğin bu kış Cap Cities'in yönetim toplantısına Salvation Army (Fakirlere Yardım Ordusu) üniforması giyerek elinde kornayla gelmiş ve sözlerini kendi yazdığı “What a friend I have in Murphy”

şarkısını çalıp söyleyerek şirketin başkanı Thomas Murphy'ye serenad yapmıştı.

Buffett bazen, özellikle de entelektüel konularda zihninde dönen şeyi yakalamak için çok yoğun ve çok hızlı konuşur. Gençliğinde insan içinde konuşmaktan müthiş korkmuş. Bu yüzden de Dale Carnegie'de "aynı derecede acınacak durumda olan diğer insanlarla" dolu bir kursa yazılmaya zorlamış kendini. Bugün konuşurken müthiş rahat; tüm metni kafasının içindeki bir taslaktan çekip çıkarıyor sanki -yazılı metinden konuşma yapmaz, not almaz- ve oradaki herşeyi (profesyonel bir yazarın gıpta ile bakacağı türden) bitmek tükenmek bilmeyen espriler, örneklemeler ve benzetmelerle birbirine bağlayıp süslüyor.

Buffett işini yaparken düşünce sistemindeki karmaşıklıkların hayata dair çok basit bir bakış oluşturmalarını engellemesine kesinlikle izin vermez. Yatırımcı ve iş adamı olarak iki Buffett'a ilişkin kilit nokta, şirketlerin mülkiyeti konusuna tamamen aynı şekilde bakmaları. Yatırımcı; borsada içsel değerinin altında işlem gören şirketleri parçalar halinde satın alma şansını arar ve bulur - yani rasyonel bir alıcının işletmenin tamamını satın almak için ödeyeceği değer altında bir fiyata alır. Yönetici ise şirketin tamamını o içsel değer üzerine çıkmayan bir fiyattan alma şansını görür.

Buffett'ın yapmak istediği ticaretin tanımı oldukça basit: "İyi şirketler." Onun gözünde bunun anlamı; güçlü franchise'lara sahip, hisse getirisi ortalamanın üzerinde, sermaye yatırımına ihtiyacı görece düşük, dolaşısıyla da nakit üretme kapasitesine sahip şirketlerdir. Çok kolay, bunu herkes yapar diyebilirsiniz. Ama o tarz şirketleri bulmak ve satın almak hiç de kolay değil; Buffett bu süreci "ender ve hızlı koşan filleri" başına çuval geçirerek avlamaya benzetir. Bu, onun için uzaklaşmaktan her zaman kaçındığı mutlak bir kriterdir. Kutsal Yedili şirketlerinin hepsi de "iyi şirket" özelliklerini taşır. GEICO, Washington Post, ve Cap Cities gibi Buffett'ın hisse sahibi olduğu şirketler de öyle.

Buffett yıllık raporlarında her zaman bu şirketlerin çoğu kendisine rakip olan -olabilirse- yöneticilerinden övgüyle söz eder; onlarla çalışmanın zevk olduğunu belirtir ve fanatikleri olarak tutmayı cidden çok arzu eder. En tepedeki yönetici olarak görmek istediği sahneyi, "Harika insanların yönettiği harika şirketler" olarak tanımlar.

Fakat yıllar içinde en büyük yatırım hatalarının da bazı “iyi şirketleri” sırf yönetiminin kalitesini sinderemediği için satın almaması olduğuna inanıyor. “İşletmelere daha çok güvenmeliydim,” diyor. Böylece doğrudan sahip olduğu şirketlerde değilse de elinde tuttuğu hisselerde, bazen dışlarını sıktığı ve yönetimin uygun miktarda saçmalığına tolerans gösterdiği anlar oluyor. Birkaç yıl önce, bugünkünden çok daha fazla hisse aldığı dönemde bir arkadaşına henüz okumuş olduğu bir faaliyet raporundaki saçmalıklardan yakınmış ve “O kadar yanıltıcı ve o kadar yönetime hizmet eden bir içerik ki kaldır at!” demişti. Arkadaşı sormuştu: “Ve sen hâlâ hissede misin?” Yanıtı “evet” olmuştu: “Bir ahmağın bile para kazanabileceği bu türden iyi şirketlerde olmak istiyorum.”

Doğal olarak, iyi şirketler ucuza gelmez; özellikle de bugün bütün dünya onların peşine düşmüşken. Fakat Buffett her zaman cin gibi kurnaz -kesinlikle ederinin üstünde para vermez- ve fırsatları bekleme konusunda daima sabırlı bir alıcıdır. Yıllık faaliyet raporlarına ne tür şirketleri satın almak istediğini anlatan “ilanlar” yerleştirir. “Doğru işletmelere -ve doğru insanlara- iyi bir yuva sağlayabiliriz” der. Mesela o doğru insanlardan biri Heldman idi; 1986 yılında o ilanı okuyan Heldman üniforma işini, Fechheimer’ı getirmişti. Buffett’ın idealindeki operasyon boyutundan küçük bir şirketti, kârı yalnızca 6 milyon dolardı. Fakat Heldman tam olarak Buffett’ın aradığı yönetici tipiydi, kendi tanımıyla “sempatik, yetenekli, dürüst ve amaç yönelimli.” İşte bu yüzden şirketi satın almış, üstelik bunu yaptığına memnun olmuştu.

Şirketlerini, en azından birini, *Buffalo News*’u alırken Buffett özellikle uzak görüşlüydü. Gerek Washington Post, gerekse 1977’de satışa çıkan *Chicago’s Tribune*’un fiyatları da düşmüştü, belki de artık nesli tükenmekte olan bir tür, akşam gazetesi olduğu için. *News* ise haftada 6 gün yayınlanan bir gazeteydi, ne pazar baskısı ne de gelir akışı vardı ve haftanın 7 günü yayınlanan *Courier-Express*’e rakipti. *News* hafta içinde rakibinden daha güçlüydü ve Buffett bir pazar baskısı eklendiği takdirde gazetenin başarılı olmak için gerekli koşullara sahip olacağını düşünmüştü.

Buffett *News*’u 32,5 milyon dolara satın aldı ve hemen pazar günleri de yayınlamaya başladı. Gazetenin abonelerine sunduğu özel tanıtım

fiyatları ve reklamları, *Courier-Express*'in sonuçta kaybettiği bir antitröst davası açmasına yol açtı. İki gazete de yıllarca para kaybettikten sonra, 1982'de, *Courier-Express* teslim oldu ve yayın faaliyetine son verdi. Geçen yıl *News*, gelişmekte olan bir tekel gazete olarak 30 milyon dolar vergi öncesi faaliyet kârı elde etti ve bunu kesinlikle işin editöryel boyutunda cimrilik ederek yapmadı. Her bir sayfa ilana karşılık bir sayfa haber yayınlıyor, onun boyutunda veya daha büyük başka hiçbir başarılı gazetede görülmeyen bir oran. Çünkü Buffett gazeteciliği seviyor; eğer yatırımcı olmasaydı, kariyer olarak büyük olasılıkla gazeteciliği seçmiş olabileceğini söylüyor ve *News* muhtemelen favori varlığı.

Buffett'in iyi şirketlere böyle yoğun odaklanmasındaki tuhaflık, bu felsefeye biraz geç, 20 yıl kadar orada burada oyalandıktan ve buna rağmen muazzam paralar kazandıktan sonra ulaşmış olması. Omaha'da büyüyen Buffett, sayılar ve parayla ilgili her şeyden büyülenen yaşının ilerisinde bir çocuktur. Hisse senedi broker'ı olan babası Howard Buffett oğluna tapar ve sevgiyle "Ateş Topu" derdi ona. Kütüphaneden aldığı *One Thousand Ways to Make \$1000* (1000 dolar kazanmanın bin yolu) adlı kitabı, özellikle de kuruşları tartan makinelerle ilgili hikâyeyi satır satır ezberlemişti. Tek bir makineyle başladığını, binlercesiyle bir piramit oluşturduğunu ve dünyanın en genç milyoneri olduğunu hayal ederdi. Presbiteryen kilisesinde ilahi bestecilerinin ömür sürelerini hesaplar, dini duygu ve görevlerinin onları ekstradan birkaç yıl daha yaşamla ödüllendirip ödüllendirmediğini sorgulardı (Yanıtı, hayırdı). Onbir yaşında bir arkadaşıyla birlikte daha dünyevi işlere yönelmiş, *Stable-Boy Selections* adıyla bir at yarışı tahmin bülteni çıkarmışlardı.

Bütün bunların arasında akli hisse senetlerindeydi. Piyasalarla ilgili ilk kitabını 8 yaşında okumuş, ilk hisse senedini (Cities Service tercihli hissesi) 11 yaşında almış ve tüm alım-satım yöntemlerini deneyip incelemeyi sürdürmüştü. İlkgençlik yıllarında bir süre "grafikçi", ardından da piyasa zamanlamacısı olmuştu. 1943 yılından itibaren merkez üssü, babasının Kongre'ye seçilmesi üzerine ailesinin taşındığı Washington'dı. Omaha'yı derinden özleyen genç Buffett bir keresinde evden kaçmış ve

* Grafikçi: Teknik analizciler için kullanılan bir ifade. (Çn)

lisede bir süre, aslında doğuştan yetenekli olduğu matematikte bile çok kötü notlar almıştı. Notları ancak, babası Warren'ı kârlı ve çok sevdiği gazete dağıtım işini bıraktırmakla tehdit ettiğinde düzelmişti. Liseden 16 yaşında mezun olan Buffett iki yıl Pennsylvania Üniversitesi'ne gitmiş, sonra da Nebraska Üniversitesi'ne transfer olmuştu. 1950 yılında artık reşit olduğunda, Benjamin Graham'ın henüz yayınlanmış kitabı *Akıllı Yatırımcı'yı* (*The Intelligent Investor*) okumuştı. Okuru şirketlerin içsel değerine dikkat etmeye ve bir "güvenlik marjıyla" yatırım yapmaya teşvik eden o kitapta okudukları Buffett'ı her yönüyle büyülemişti. Bugün Buffett'ın birbirine eklemlenmiş yatırım kurallarında bir Graham çeşnisi vardır: "Birinci kural, kaybetmemektir. İkinci kural, birinci kuralı unutmamaktır."

1950 yazında, Harvard işletme okuluna başvuran Buffett trenle Chicago'ya gitmiş ve eski mezunlardan biri olan okul temsilcisi tarafından mülâkata alınmıştı. "Bu yüksek öğrenim temsilcisinin bende gözlemlediği; 16 yaşında görünen ama 12 yaşında bir çocuğun sosyal duruşuna sahip olan 19 yaşında bir sıskaydı," diyor Buffett. On dakika sonra mülâkat da, Buffett'ın Harvard'a girme umudu da sona ermişti. Reddedilmek canını yakmıştı. Fakat bugün bu reddedilişi hayatında başına gelen en şanslı olay olarak görüyor. Çünkü Omaha'ya döndükten sonra Ben Graham'ın Columbia İşletme Okulu'nda ders verdiğini öğrenmiş ve hemen başvurmuştu, üstelik bu kez başarmıştı. Graham'ın sınıfındaki öğrencilerden biri de bugün üstün performansı ile tanınan Sequoia Fonu'nu yöneten ve Buffett'ın en yakın arkadaşlarından biri olan William Ruane idi. Ruane daha en başından Graham ve Buffett arasında zihinsel bir elektrik oluştuğunu ve sınıfın geri kalanının büyük ölçüde dinleyici olarak kaldığını söylüyor.

Buffett okul yılının sonunda Graham'ın yatırım şirketi Graham-Newman'da bedava çalışmayı teklif etmişti. "Fakat," diye anlatıyor "Ben, her zamanki gibi fiyat/değer hesabı yaptı ve hayır dedi." Akıl hocasının mekanik, değere dayalı yatırım tekniklerinin öğrencisi Buffett, 10 parmağında 10 marifet taşıyan başarılı bir trader olarak Graham-Newman'da çalışmaya başladığı 1954 yılına kadar Ben Graham'dan iş teklifi almayı başaramayacaktı. Graham temelde, işletme sermayesinin en fazla üçte

ikisine satın alınabilen hisseler olarak tanımladığı “kelepirleri” arıyordu. Birçok şirketin en azından net işletme sermayesinin değerinden tasfiye edilebileceğini görmüştü; bu nedenle de o değerin altına alındığında gerekli güvenlik marjının oluştuğunu düşünüyordu. Bugün pek az hisse senedi Graham’ın standartlarını karşılayabilir, ama 1950’lerin başlarında pek çoğu öyleydi.

1956’da yılında, Graham’ın teorilerini ezbere öğrenmiş olan 25 yaşındaki genç Buffett, kendisini zengin ve ünlü yapacak yolculuğa çıkmaya artık hazırды. Birkaç aile üyesi ve arkadaşından 105.000 dolar toplayarak Buffett Partnership Ltd’yi hayata geçirdi. Ortaklığın ekonomisi basitti: Sınırlı ortaklar koydukları para karşılığında % 6 kazanıyorlar ve elde edilen tüm kârların % 75’ini alıyorlardı. Buffett, genel ortak olarak kalan % 25’i kendisine ayırıyordu. En başından itibaren etkileyici kârlar elde etti, ve bu genç adamın yetenekleri ağızdan ağıza yayıldıkça yeni ortaklar paralarıyla birlikte gemiye atladı.

Buffett 1969 yılında, aşırı derecede spekülatif hale gelen piyasadan soğuyarak ortaklığı dağıtmaya karar verdiğinde toplamda 100 milyon dolar yönetiyordu ve bu paranın 25 milyon doları kendisininindi, büyük bölümü de kârlardan aldığı payın ürünüydü. Ortaklığın faaliyetini sürdürdüğü 13 yıl boyunca fonlarının yıllık birleşik ortalaması % 29,5 oldu. Bu başarı Berkshire’daki % 23,1’lik başarısının habercisiydi. Buffett’ın Berkshire’daki büyük başarısının en çarpıcı yönü, gelirlerinin % 100’ünü şirkette tutarak muazzam miktarlarda sermaye kazancı elde etmiş olmasıdır: Berkshire kâr payı ödemez. Bunun Buffett için anlamı, güçlü bir şekilde büyüyen paraya yeni yatırım kapıları bulmak zorunda olmasıydı. Yıl sonu itibarıyla şirketin özsermayesi 2,8 milyar dolardı - en üst seviyeden bileşik toplamlar üretecek bir rakam.

Ortaklığın bu üstün başarısına rağmen, Buffett bugün parayı yönetirken işle ilgili farkındalığının tamamını kullanmamış olduğunu düşünüyor. 1987 yıllık raporunda ortaklığın kuruluşundan bu yana “kelepir” peşinde koştuğu ve malesef “bazılarını bulma şanssızlığını yaşadığı” 20 yılın boşuna harcanmış olduğundan yakınıyor. Cezasının, “küçük çaplı çiftlik tesisi üreticileri, üçüncü sınıf büyük mağazalar ve New England’lı tekstil üreticilerinin ekonomilerini öğrenmek” olduğunu söylüyor. Çiftlik

tesisleri üreten şirket dediği. Nebraska'da kurulu Dempster Mill Manufacturing idi; büyük mağaza, Baltimore'da kurulu Hochschild Kohn; tekstil üreticisi ise Berkshire Hathaway'in ta kendisi.

Buffett Ortaklığı, Dempster ve Hochschild Kohn yatırımlarına 1960'lar-da hızlı girdi ve aynı hızla çıktı. Ortaklığın yaklaşık 11 milyon dolar karşılığında kontrolünü aldığı tekstil şirketi ise daha eski bir problemdi. Buffett erkekler için takım elbise üreten Berkshire'ın başına geçmesine, dolayısıyla da rakiplerinden hiçbir üstünlüğe sahip olmadığı bu sektörün kaygan zeminine girmesine yol açan toyluğuna hayıflanarak 20 yıl boyunca şirketi besledi. Zaman zaman yıllık raporlarında mali yapısı böylesine zayıf bir operasyonu niçin sürdürdüğünü anlatır: Şirket New Bedford, Massachusetts'in büyük işverenlerden biriydi; operasyonun başındaki yöneticiler hem ona karşı açıksözlü davranıyorlardı, hem de başarılı şirketlerinin yöneticileri kadar işlerinin ehli insanlardı; sendikalar makûldü. Fakat nihayet 1985 yılında, son derece cesaret kırıcı bir işi sürdürmeye devam etmesi halinde gerekli olabilecek sermaye yatırımlarına girmek istemedi ve operasyonu durdurdu.

Buffett birkaç yıl önce yıllık raporuna epey meşhur olacak bir cümle yazmıştı. "Çok az istisnaıyla," demişti, "parlaklığı ile tanınan bir yönetici, zayıf ekonomik temeliyle tanınan bir şirketi kalkındırmaya uğraştığında, değişmeyen şirketin namı olur." Buffett'ın bu düşüncesi, tekstil deneyimine ithafen yazılmış bir requiem olarak gayet uygun düşebilir. Ayrıca onun kafasında bu, sadece kötü gitmiş görece küçük bir yatırım olayı değildi. Tekstile oynamaması halinde Berkshire'ın kazanabileceği miktarı hesapladığında fırsat maliyetini yaklaşık 500 milyon dolar olarak düşünüyor.

Boşa harcanmış yıllarda Buffett zaman zaman iyi bir işe sürüklenebiliyor, olağandışı bir etki karşısında afallayıp kalmış gibi o işe anormal miktarlar akıtabiliyordu. 1951 yılında, yalnızca kendi parasıyla yatırım yaparken ve ağırlıklı olarak Timely Clothes ve Des Moines Railway gibi "kelepirlere" yönelirken, GEICO'ya hayran kalmıştı; düşük dağıtım maliyetleri ve diğer sigorta şirketlerine göre daha nitelikli poliçe sahipleriyle sözleşme imzalama yeteneği GEICO'ya kilit bir avantaj sağlıyordu. Şirket Ben Graham'ın matematik testlerini geçmeye henüz başlamamış olsa da Buffett 10.000 dolarını -net varlığının yaklaşık üçte ikisi- GEICO hissesine yatırdı.

Bir yıl sonra % 50 kârla sattı ve bir daha da 1976 yılına kadar bu şirketten tek hisse almadı. Bu arada GEICO çok büyümüş, fakat sigorta bedelleri üzerinden hak sahiplerine ödenecek miktarları yanlış hesaplayarak değerinin altında fiyatladığı için iflasın eşiğine gelmişti. Buffett şirketin rekabet avantajının değişmemiş olduğunu ve yeni atanan CEO John J. Byrne'in kurumu sağlığına kavuşturacağını düşündü. Böylece beş yıl boyunca GEICO'ya 45 milyon dolar yatırdı. Byrne işini yaptı, Buffett ile yakın dost oldu ve sık sık ondan tavsiye istedi. GEICO bugün sektörde yıldız ve Berkshire'ın şirketteki payının değeri 800 milyon dolar.

Buffett 1964 yılında, ortaklığını yönettiği dönemde, salata yağı skandalı ile çöken American Express hissesine de atlamıştı. Amexco'nun bir yan kuruluşunun aslında varolmayan çok büyük miktarlarda yağ için fatura kestiği ortaya çıkmıştı. En kötü durum senaryosunda American Express bu krizden net değerini yitirmiş olarak çıkabilirdi. Şirketin hissesi dibi boylamıştı. Ben Graham olsa, kendi ifadesiyle, güvenlik marjı olmayan bu hisseye dönüp bakmazdı bile. Fakat Buffett şirketin kredi kartı ve seyahat çeki işindeki franchise'ları değerlemiş ve bunların Amexco'yu her fırtınadan sağlam çıkaracak varlıklar olduğu sonucuna varmıştı. Buffett'ın o dönemde yazılmamış bir kuralı vardı: Tek bir menkul değere ortaklığın parasının en fazla % 25'ini yatırabilirdi. American Express için bu kuralı çiğnedi ve ortaklığın parasının % 40'ını, yani 13 milyon doları bu yatırıma yönlendirdi. Yaklaşık iki yıl sonra, 20 milyon dolar kârla sattı.

Buffett iyi şirketleri zaman zaman değil istikrarlı bir biçimde değerlendirme konusunda Berkshire'ın başkan yardımcısı ve yıllık raporlarının "Charlie"si 64 yaşındaki Charles T. Munger'ın onu dürttüğünü, ittiğini ve hatta kışkırttığını düşünüyor. Amerikan şirket sisteminde başkan yardımcılarını çoğu kez önemli görülmez. Fakat Berkshire Hathaway'de kesinlikle böyle değil.

Munger ile Buffett arasında muhtemelen zihinsel bir bağ var; aynı şeyleri düşünüyor, aynı şeyleri söylüyorlar. Fakat siyasi görüşleri -Munger geleneksel bir Cumhuriyetçi, Buffett ise finansal anlamda muhafazakâr Demokrat- ve tavırları farklı. Yıllık raporlarında zaman zaman iğneleyici olsa da, Buffett insanlara eleştiri yöneltirken büyük incelik gösterir. Munger ise sivri dilli denecek kadar açık sözlü olabilir. Geçen yıl Berkshire'ın

yüzde 80'ine sahip olduğu California'da kurulu tasarruf ve kredi kurumu (Saving&Loan, S&L)* Wesco'nun yıllık toplantısına başkanlık eden Munger, kendisiyle ilgili şu değerlendirmeyi yaptı: "Hayatımda hiç kimse beni alçakgönüllü olmakla suçlamadı. Alçakgönüllülük çok hayran olduğum bir özellik, ama ben bundan tam olarak payımı aldığımı düşünmüyorum."

Buffett gibi Munger da Omaha doğumlu. Fakat çocukluklarında tanışmamışlardı. Munger Hava Kuvvetleri'nde üniversite dengi diploma aldıktan ve Harvard Hukuk Fakültesi'ni bitirdikten sonra Los Angeles'a giderek Munger Tolies & Olson unvanını taşıyan kendi hukuk firmasını kurmuştu. 1959 yılında Omaha'ya yaptığı bir ziyaret sırasında Buffett'ın da bulunduğu bir akşam yemeği davetine katılmıştı. Munger, o sırada Omaha'da yatırım sahnesini yeniden kurmakta olan 29 yaşındaki genç Buffett hakkında anlatılanları duymuş ve kendini etkilenmemeye hazırlamıştı. Fakat daha o akşam Buffett'ın zekâsına vurulmuştu. "Şunu söylemeliyim ki..." diyor Munger, "Warren'ın nasıl olağanüstü biri olduğunu daha ilk anda anlamıştım."

Buffett'in tepkisi kendi gittiği yolun propagandasını yapmak olmuştu. Hukukun zengin olmak için yavaş bir gemi olduğuna inanıyordu. Bu yüzden de Munger'ın işini bırakıp bir yatırım ortaklığını kurması gerektiğini savunmaya başlamıştı. Munger 1962 yılında nihayet eyleme geçmişti, fakat bir ayağını hukukta tutmayı sürdürüp elini hedge etmeyi de unutmamıştı. Munger'ın ortaklığı Buffett'inkinden çok daha küçük, çok daha odaklı ve çok daha oynaktı. Yine de ortaklığın 1975 yılına kadar uzanan 13 yıllık tarihinde Munger % 19,8 bileşik kazanç ortalaması elde etmişti. Serveti Buffett'ın beklediği gibi büyümüştü: Halen diğer varlıklarının yanısıra, Berkshire'ın da % 2 ortağı ve bu payın son hesaplamalara göre değeri yaklaşık 70 milyon.

Aslında Munger'ın iyi ve kötü şirketleri net bir şekilde birbirinden

* Saving&Loan, S&L: Thrift olarak da bilinen S&L'ler federal veya devlet denetiminde çalışırlar. Bireysel mevduatlar alır, mortgage'ları fonlar ve kâr payı öderler. Başlangıçta bireylerden mevduat toplamak üzerine kurulmuşlardı ve para büyük ölçüde konut kredilerine (mortgage) yatırılmıştı. 1980'lerde yüzlerce S&L kötü krediler nedeniyle iflasa sürüklendi. S&L krizi olarak bilinen bu krizden sonra çoğu kurum, şirketlere ve tüketicilere mortgage kredilerinin yanısıra kredi ve çek vermeye de başladı. Böylece hizmetlerini, bankalar ve kredi birliklerinin yaptıkları işi de kapsayacak şekilde genişlettiler. (Çn)

ayırır derin çizgiler hakkında oluşturduğu güçlü fikirler, Buffett ile tanışmasından çok daha önce şekillenmişti. International Harvester'ın Bakersfield'daki satış bayiinde müdür olarak çalışmış ve esas itibarıyla vasat bir şirketi ayağa kaldırmanın ne kadar zor olduğunu görmüştü; bir Los Angeles'lı olarak, Los Angeles Times'ın parlak başarısına tanık olmuştu; fakat kafasında "kelepirlerle" ilgili en küçük bir fikir yoktu, zamanla öğrenecekti. Böylece yıllar içinde Buffett ile sohbetlerinde iyi şirketlerin özelliklerini sıralayıp tavsiyelerde bulundu; Buffett zamanla bu işin mantığını tamamen kavradı. 1972'de, bir süre önce aileye katılmış olan Berkshire'ın yan kuruluşu Blue Chip Stamps, See's Candies'i almak için defter değerinin üç katını öderken, artık iyi şirket dönemi başlıyordu. "Charlie beni fevkalâde biçimlendirmişti," diyor Buffett. "Evlat, yalnızca Ben'i dinleseydim bugünkü kadar zengin olmazdım."

Geçen yıl Los Angeles'daki bir yemek davetinde Munger'a eşlik eden hanım ona dönerek havalı bir biçimde sormuştu: "Söyler misiniz, müthiş başarınızın en önemli unsuru nedir?" Bu güzel anı anımsayan Munger, "Böylesine harika bir soruyu düşünebiliyor musunuz?" diyor. "Yanımda oturan muhteşem yaratığa baktım -ki kesinlikle her yemek davetinde yanımda oturmasını umarım- ve ona, 'rasyonelim' dedim. Evet, yanıt bu. Rasyonelim." Bu anektod özel bir önem taşıyor, çünkü rasyonellik aynı zamanda Buffett'ın Berkshire'ı yönetme tarzının da ayırt edici özelliklerinden biri ve çoğu kez diğer kurumlarda eksik bulunduğu bir nitelik.

Esasen, yönetim kurulu başkanı olarak Buffett, özel yeteneği olduğunu düşündüğü işleri yapıyor: Sermaye tahsisatı, belli durumlarda fiyatlama ve faaliyet halindeki bölümlerden gelen rakamların incelenmesi. "Warren rakamları her ay almazsa ölür," diyor Munger. Fakat rakamlar olmaları gerektiği gibi görüldüğü sürece Buffett operasyonlara pek karışmıyor; işleri kendi akıllarının söylediği gibi yönetmeleri için yöneticilerini özgür bırakıyor. Ne tür şirketleri almak istediğinden söz ederken, bir şirketin her zaman kendi iyi yönetimiyle kapıya gelmesi şartını vurguluyor: Çünkü "Biz yönetim sağlayamayız ve sağlamayız," diyor. Kendisi için çalışan yeteneklere özen gösteriyor. Buffett'ın şirketlerini yönetenlerin çoğu zengin olabiliyor ve emekliye ayrılabilir. Buffett gerek yazılı gerekse sözlü olarak, yöneticilerini yaşamının en büyük ödülllerinden

biri olarak gördüğünü ve harcadıkları yoğun emeği takdir ettiğini unutmalarına hiçbir zaman izin vermiyor.

Faaliyetteki bir şirketin tepe yöneticisinin maaşını Buffett belirliyor, ama ücret konusunda bunun ötesinde bir rol oynamıyor. Tepedekilerin hepsi Buffett'ın amaçlara uygun olarak biçimlendirdiği teşvik planlarına göre ücret alıyorlar; örneğin bir işletmenin kâr marjlarının yüksek olması veya kullandığı sermayede yapılan kesintiler, ya da sigorta operasyonunda yüklenicilik sonuçlarının iyileşmesi ve Buffett'a yatırım yapacak daha çok "nakit filosu" getirmesi gibi. Teşviklerin tavanı yok. Bu yüzden, sigorta işinin başındaki Mike Goldberg 1986 yılında 2,6 milyon dolar, geçtiğimiz yıl da 3,1 milyon dolar kazanmış bulunuyor. Öte yandan, 1983 ve 1984 yıllarında, sigorta sektörü berbat haldeyken taban maaşını, yani kabaca 100.000 dolar almış. Hızla ekşiyen sigorta sektöründe bir şirketi yöneten Goldberg ileriye baktığında, 1990 yılında da yine sadece maaşa kalacağını düşünüyor. Buffett tüm tanımları itibariyle temel maaşı alıyor: Yılda 100.000.

Hiç kuşkusuz, o fiyata etraftaki en değerli danışmanlık işini sunuyor. Operasyonları yürüten yöneticiler istedikleri her zaman, her konuda kendisini arayabilirler ve hiçbiri şirketlerin işleyişine dair onun verdiği muazzam bilgileri uygulamaktan vazgeçmez. *Buffalo News*'un yayın yönetmeni haftada bir veya iki kez, genellikle geceleri arar. Scott Fetzer'in başkanı Ralph Schey sorularını biriktirdiğini, Buffett ile birlikte her hafta veya iki haftada bir üstünden geçtiğini söylüyor. Aile dendiği zaman Buffett'ın aklına Nebraska Furniture Mart'ı yöneten "Harika Blumkin'ler" geliyor ve aile dersleri birkaç haftada bir Omaha'daki bir restoranda yenilen akşam yemeğinde gerçekleşiyor. Genelde baba Louie (68) ile oğulları Ron (39) Irv (35) ve Steve (33) geliyor Omaha'daki yemeklere.

Anaerkil ailenin reisi ve Furniture Mart'ın başkanı, genç yaşta Rusya'dan göç eden Rose Blumkin. En ucuz fiyatları sunduğu küçük mobilya dükkânını -mottosu ucuza sat, doğruyu söyle- kocaman bir işletmeye -geçtiğimiz yıl cirosu 140 milyon dolardı- dönüştüren Rose Blumkin bugün 94 yaşında ve hâlâ haftada 7 gün mağazanın halı departmanında çalışıyor. Buffett yeni yıllık raporunda Rose Blumkin'in hız topladığını ve "Beş veya 10 yıl sonra tam potansiyeline erişebileceğini" söylüyor. "Bu

nedenle,” diye devam ediyor, “Yönetim Kurulu’nu 100 yaşında zorunlu emeklilik kararımızı rafa kaldırma konusunda ikna ettim.” Buffett bunun zamanla ilgili bir şey olduğunu da ekliyor: “Her geçen yıl bu politika bana daha saçma geliyor.”

Jest yapıyor evet, ama Buffett yaşı bir yöneticinin yetkinliğiyle ilgili olmadığını düşünüyor. Bu belki de çok iyi yönetimleri almasından. onlara sıkıca tutunmasından, yıllar boyunca çok sayıda ileri yaşta yönetici ile çalışmış ve onların kapasite ve yetkinliklerinin değerini görmüş olmasından kaynaklanıyor. “Tanrım,” diyor, “iyi yöneticiler o kadar kıt ki, sırf yaşlarına bir yıl daha eklendi diye gitmelerine izin verme lüksüm yok.” Wesco’nun başkanı Louis Vincenti, kısa bir süre önce 79 yaşında vefat edinceye kadar zaman zaman bir halef yetiştirmesi gerekip gerekmediğini soruyordu Buffett’a. O da kocaman bir gülümsemeyle yanıt veriyordu: “Söyle, Louie, annen bugünlerde nasıl?”

Berkshire şirketlerinde hiçbir şekilde bütünlük uygulaması yok. Şirket çapında yönetim toplantıları yapılmaz ve operasyonun başındakilerin çoğu birbirlerini tanımazlar, ya da en fazla iki çift laf etmişlerdir. Buffett, Fechheimer’ı Cincinnati’de hiç ziyaret etmemiştir. Berkshire’ın devraldığı günden bu yana, 16 yıldır See’s Candies’in başkanlığını yürüten Charles Huggings, nam-ı diğer “Chuck” bir kez bile Omaha’ya gelmemiştir.

Doğal olarak, Berkshire çatısı altındaki şirketlerin liderlerinden herhangi bir yönetim sistemini uygulamaları talep edilmez, istedikleri gibi gevşek olmakta veya sıkı yapılanmakta serbesttirler. Scott Fetzer’in (1987 satışları 740 milyon dolar) 63 yaşındaki lideri Schey, Harvard Business School mezunudur ve yönetim araçlarının tümünü kullanır: Detaylı bütçeler, stratejik planlar, üst düzey yöneticileriyle yıllık kardinaler toplantısı. Öte yandan birkaç yüz mil ötedeki Fechheimer’da (1987 satışları 75 milyon dolar) Robert Heldman (69) ve kardeşi George (67) her sabah darmadağın bir konferans odasında oturup merkeze gelen bütün postaları tek tek gözden geçirirler. “Ama birisi bizim için zarfları açıyor,” diyor Bob Heldman, uç biri olduğunun düşünülmesini istemeyerek.

Berkshire’ın satın aldığı son iki şirket Scott Fetzer ve Fechheimer de Omaha’daki patrona alıştılar ve nasıl davranacaklarını biliyorlar. Berkshire’a satılmadan birkaç yıl önce borsaya kote özel bir şirket olan Scott

Fetzer'i yönetim devralmak istemiş ve Schey o sürece önderlik etmeye girişmişti. Fakat Ivan Boesky anlaşılmaya karışınca şirketin kaderi belirsiz hale gelmiş ve o tarihte Buffett, Schey'e nabız yoklayan bir mektup yazmıştı. Buffett ve Munger bir salı günü Chicago'da Schey ile buluşarak hemen oracıkta teklif sunmuşlar ve alıcıların genellikle önemle üzerinde durdukları "defterleri inceleme" safhasını es geçmişlerdi. Bir hafta sonra da Scott Fetzer yönetim kurulu satışı onaylamıştı.

Schey bu olayı Buffett ile çalışırken ne kadar az bürokrasiyle karşılaş-tığının bir göstergesi olarak görüyor. "Scott Fetzer'ın sahibi ben olmaya-caksam, sonraki en iyi şey bu," diyor; halka açık bir şirket olmasından daha iyi olduğunu düşünüyor. O hayatta, boğazıma sarılmış kurulmuş yatırımcılar ve büyük kararlara yetki vermede aşırı temkinli yönetim ku-rulu vardı. Schey Chicago'daki Merchandise Mart'a sonsuza dek yerleşen World Book organizasyonun merkezî yapısını dağıtma düşüncesini örnek veriyor. Eski yönetim kurulunun muhtemelen yeniden yapılanma riski-ne direnmiş olacağını düşünüyor; Buffett ise bildiği yolda ilerlemesi için onu rahat bırakmış. Eskiden çok iyi durumdaki işletmelerinin başlarından atmak istediği nakdi nerede kullanacağı konusunda sürekli sorun yaşa-dığını belirten Schey, keyifli bir gülümsemeyle, Buffett'ın bu problemi de çözdüğünü söylüyor. "Şimdi" diyor, "Parayı Warren'a gönderiyorum."

Fechheimer'in başındaki Heldman'lar, 1981 yılında şirketlerinin % 80'ini bir girişim sermayesi grubuna satmışlar ve bir yatırım danışmanının tavsiyesi üzerine, bu satıştan aldıkları paranın bir kısmını Berkshire Hathaway hissesine yatırmışlar. Girişim sermayesi grubu 1985 yılında çıkmak istediğinde, Buffett'ın yıllık raporlarını ve satın almak istediği şirketlerde aradığı özellikler konusunda yazdıklarını anımsayan Bob Heldman Berk-shire'in aile ocağına girmeyi başarmış. Girişim sermayedarlarıyla güzel bir ilişkileri olmasına rağmen, Heldman'lar her yıl New York'ta katıldıkları altı yönetim kurulu toplantısını ve toplantılardaki savurganlığı hiç sevmemişlermiş. Buffett'ın "müthiş" olduğunu söylüyor. "Farklı yapmasını istediğiniz herhangi bir şey var mı? "diye sorduğumda, "Pekalâ," diyor Heldman, "Buffett bize hiç karşı çıkmaz. Belki biraz yapmalı." Bu şikayeti duyunca Buffett kahkahalarla gülüyor: "İnan bana, karşı çıkmama ihtiyaçları olsaydı -ki kesinlikle yok- çıkardım."

Buffett aslında bayağı çetin ceviz olabiliyor. Birkaç yıl önce, “işgücü tasarrufuna” ilişkin yeni bir veri işleme donanımını uygulamaya koyduğu halde muhasebe bölümündeki kafa sayısı 16,5’den 22,5’e çıkan bir operasyon birimine tepeden iniş yaptığı günü anımsıyor. Arka planda kalmaya önem veren yönetim tarzına rağmen, Buffett o tür rakamlardan iyi anlar ve sevmez. Her birim için doğru bir personel sayısı olduğunu düşünür ve işler iyi veya kötü gitsin, ne gereksiz masraflara ne de buna izin veren yöneticilere kesinlikle tahammül eder: “Ne zaman bir şirketin maliyet kısma programı uygulayacağını okusam, maliyetin ne olduğunu anlamayan bir şirket olduğunu bilirim. Bu alanda ani hamleler işlemez. Gerçekten iyi bir yönetici bir sabah kalkıp ‘Bugün masrafları kısacağım’ demez; bu tür bir cümleyi söylediği sabahlar, yatağından kalkıp ‘nefes egzersizi’ yapmaya karar verdiği günlerin sayısından fazla değildir.”

Buffett’in operasyon yöneticileri onu eleştirdiklerinde, ki bunu ılımlı bir şekilde yaparlar, fazla rasyonel bulurlar ve rakamlar konusunda talepkâr olduğunu düşünürler. Muhtemelen geleceği olan, ama şimdisi bulunmayan küçük bir “çekirdek” işletmeye para yatırdığını kimse hayal edemez. Buffett ve Munger’ın bir nebze dahi coşkulu kişilikler olduğu söylenemez, kendilerine ekonomik fayda sağlamayacak ihtiyari harcamaları -gösterişli ofisler mesela- akıllarından bile geçirmezler. Mucit de değildirler. “Mucitlik yeteneklerine sahip değiliz. Hepsinden önemlisi, sınırlarımızın ve sınırlamalarımızın son derece farkında olduğumuzu söylebilirsiniz,” diyor Buffett.

Yine de fiyatlar konusunda çekingen değiller. Buffett, See’s ve *Buffalo News*’da fiyatları yılda bir kez, yöneticilerle birlikte belirliyor ve bu konuda agresif davranma eğiliminde. Yönetim kurulu başkanı olarak fiyatlandırma yaparken, bir birim yöneticisinin sağlayamayacağı perspektifi getirebileceğini söylüyor ve bunu şöyle açıklıyor: “O yöneticinin tek bir işi var. Fiyatı değerlendirirken, bulunduğu konum ona biraz düşük fiyatlamasının çok da önemli olmadığını söyler. Ama biraz yüksek fiyat koyarsa hayatındaki tek şeyi mahvedeceğini düşünür. Dahası, yüksek fiyatın ne gibi sonuçları olacağını hiç kimse bilemez. Yönetici için bu bir Rus ruletidir. Hayatında birden fazla şey olan yönetim kurulu başkanı

açısından ise tamamen farklıdır. Bu yüzden, bazı durumlarda, tecrübesi geniş, sahneden uzak birinin fiyatları belirlemesi gerektiğini savunuyorum.”

Buffett sahip olduğu deneyimi bir başka fiyatlama alanına da yayıyor: Ürün sorumluluk sigortası gibi yüksek riskli sigorta poliçelerinin prim oranlarının belirlenmesi. Bu yedi-sekiz haneli primler, olasılıkları ve “dalgalı” yılları içeren bir oyun. Tam da Buffett’a göre... Kafasında bir-iki hesap yapıp hemen teklif veriyor. Hesap makinası yok, “Bilgisayarı veya abaküsü de olmadığını” söylüyor ve matematik konusunda hiçbir zaman yardıma ihtiyaç duymadığını vurgulamayı unutmuyor. Kanıtlanması zor olsa da, Buffett gelir vergisi beyannamesini kendi hazırlayan tek milyarder olsa gerek.

Aslına bakarsanız, Omaha’daki ofisinde dilediği gibi yaşıyor; gürültü patırdan uzak ve büyük ölçüde plansız bir yaşam sürüyor. Patronu da sayarsak merkezde yalnızca 11 kişi çalışıyor ve Buffett biraz fazla olduklarını düşünüyor. Ofisin etkinliğini 20 yıldır yanında çalışan ve ömür boyunca ayrılmamayı dilediği 59 yaşındaki asistanı Gladys Kaiser sağlıyor. “Eğer Gladys bunu başaramazsa,” diyor Buffett, “başka birini isteyeceğimden emin değilim.”

Ofisinde saatlerce okuyor, telefonda konuşuyor ve aralık ayından martı kadar, saldırgan yaşamının en büyük mutluluklarından biri olan yıllık raporu üzerinde çalışıyor. Hiçbir şekilde huysuz değil. “Onunla ne zaman konuşsam,” diyor See’s genel müdürü Chuck Huggins, “hep keyifli ve hep pozitif.” Fakat ofisinde genelde yalnız görünüyor, dostlarıyla veya operasyonlarının yöneticileriyle telefonda konuşurken tanık olduğumuz kadar hoş sohbet ve cana yakın değil sanki. Munger yöneticilerin fiziksel olarak Buffett ile aynı ortamda olamayacaklarını düşünüyor: “Öyle zeki ve hızlı ki çevresindeki insanlar ona ayak uydurabilmeye çabalarken kendilerini sürekli baskı altında hissederler. Merkez ofiste varlığını sürdürebilmek için çok güçlü bir egonuzun olması gerek.” Egosu testi geçmiş biri olarak Goldberg bunun kolay olmadığını söylüyor. “İnanılmaz birini iş başında görme şansım oldu. Fakat bunun negatif yanı da var: Buffett’ı gördükten sonra kendi yetenekleriniz için ne düşünürsünüz?”

Buffett hisse alırken broker’lara bağlanmasını sağlayan üç direkt hat-

tan aynı anda konuşur, biriyle görüşürken diğer konuşmaları sık sık keser. Bu yoğunluğa rağmen 1987 yıllık raporunda “son zamanlarda hisse senetlerinde yapacak fazla bir şey bulamadığını” söylüyor. “Ekim ayındaki düşüşte,” diye yazıyor, “birkaç hisse ilgimizi çekecek fiyatlara indi. Fakat tekrar yükselişe geçmeden önce anlamlı alımlar yapamadık.” Yıl sonunda “kalıcı” varlıkları ve kökten yeniden yapılanmakta olan Alle-gis'deki 78 milyon dolarlık kısa vadeli arbitraj pozisyonu dışında, Berks-hire'ın hisse senedi pozisyonları 50 milyon doların üzerinde değil.

Buffett'ın sık sık görüştüğü ve telefonda konuştuğu dostları arasında pek az yönetici var. *Washington Post*'tan Katharine Graham ve Cap Cities'den Thomas S. Murphy dışında yöneticilerle sık görüşmez. Yı-lardır onun tavsiyelerini dinleyen Graham, “Buffett İşletme Okulu'ndan aldığım diplomayla iş yapıyorum,” diyor. Buffett'ın bu ülkedeki en iyi yönetici olduğunu düşündüğü Murphy de tavsiye almak için onu arar. “İşimin tüm önemli yönlerini onunla konuşurum,” diyor Murphy. “Hiçbir zaman olumsuz değildir ve daima destekleyici davranır. Öylesine büyük bir beyni ve öyle müthiş bir bilgi özümseme yeteneği var ki! Biliyorsunuz, bizler de buralarda bayağı iyi yöneticiler olarak tanınıyoruz, fakat onun gazetesinin yanında bizimkiler zayıf kalıyor.”

Buffett yatırım yeteneklerinin iş tecrübesiyle geliştiğini, ya da iş tec-rübesinin yatırım yeteneklerini geliştirdiğini düşünüyor. “Yatırım işi,” diyor, “size doğrudan edinemeyeceğiniz bu pozisyonu sağlıyor. Yatırımcı olarak, nerede sürprizler olduğunu -perakendecilikte örneğin, şirketin nerede buharlaşabileceğini- öğreniyorsunuz. Ve eğer gerçekten iyi yatırımcıysanız, geriye gidip 50 yıllık deneyimi çekip alabiliyorsunuz. Serma-ye dağıtımını da öğreniyorsunuz. Suyu tek bir kovaya doldurmak yerine başka kovaların ne vereceğini öğreniyorsunuz.”

“Öte yandan,” diye devam ediyor, “bir balığa karada nasıl yürüyece-ğini gerçekten anlatabilir misiniz? Karada geçen tek bir günün değeri bu konuda binlerce yıl anlatılanlara eşittir ve bir şirketi tek bir gün yönet-mek de aynı değerdedir. Yönettiğiniz şirketi tepeden tırnağa hissedersi-niz. Özetle şöyle düşünüyor: iki sahada top koşturmak müthiş iyi oldu.

BUFFETT VE SALOMON

Buffett'in Salomon Brothers'da yaşadıklarını kimse filme çekmedi. Çekebilirlerdi, hatta sonu 2011 yapımı filmde çok farklı bile olsa, "Battmak için fazla büyük" adını verebilirlerdi.

Buffett, Berkshire'nin 1997 yıllık raporunda Salomon'un Travelers'a (çok geçmeden Citigroup olarak yeniden yapılandı) satışını yorumlarken sözlerini doğaçlama esprilerinden biriyle bitiriyordu: "Geriye dönüp baktığımda, Salomon deneyiminin hem büyüleyici hem de öğretici olduğunu düşünüyorum. Yine de 1991-1992 arasında bir dönem kendimi, hani şu fıkrada, "Kötü bir yerde oturmam dışında oyunu beğendim. Sahnenin tam karşısındaydım," diye yazan tiyatro eleştirmeni gibi hissettim." Salomon ile ilgili aşağıda yer alan makaleleri okumaya başlarken tarihleri gözünüzden kaçarsa, ikincisinin dokuz yıl sonra yayınlandığını lütfen hatırlayın. "Salomon Debası mı?" başlıklı ilk makale az önce okumuş olduğunuz "Warren Buffett'in İçeriden Hikâyesi" başlıklı makalenin yanında kutu içinde yer almıştı. Bu kısa yazı Salomon masalının başlangıcını, Berkshire'nin 1987 yılında bu şirkete yaptığı 700 milyon dolarlık sıradışı yatırımın hikâyesini anlatıyor.

Kuşkusuz, o zamanlar hiç kimse, çok değil birkaç yıl sonra -özellikle de yukarıdaki açıklamasında söz ettiği 1991-1992 döneminde- Salomon'un Hazine bonoları satışındaki usulsüzlükler nedeniyle korkunç sorunlar yaşayacağını ve Buffett'in kurtarmak için şirkete paraşütle iniş yapacağını hayal bile edemezdi. Bu olaylar (Buffett'in Salomon'da zamana karşı yarışı) başlıklı makalede anlatılıyor. Fakat o yazı bazı sıradışı nedenlerle yazılışından birkaç yıl sonra gün ışığına çıktı. Yayınının neden geciktiği giriş paragraflarında anlatılıyor.

1997 yılında yazılmış bir yazıyı bugün okumak ve Salomon'un 1991 yılında iflasın ne denli yakınına geldiğini görmek -en azından Buffett'ın gözünde- ister istemez uzun yıllar sonra iflasa giden Lehman Brothers'ı akla getiriyor. Salomon ile ilgili yazıda heyecanlı ve gergin Buffett'ın şirketin iflası halinde doğacak kaos konusunda Washington'a yaptığı uyarı ver alıyor. Bu uyarıyı aktaran cümle şöyle: "Buffett, Salomon'un iflasının felaket sonuçları olacağına, dünya çapına yayılacak domino etkisi yaratacağına ve varlığının temeli "zamanında ödeme" fikrine dayanan bir finansal sistemde büyük hasara yol açacağına işaret etti."

Bütün bunlar olmadı, çünkü Buffett'ın uyguladığı defans Salomon'ı kurtardı. Fakat bu yazı 2008'de Lehman battığında yaşananları mükemmel tanımlıyor. — CL.

Salomon dehası mı?

11 Nisan 1988

CAROL LOOMIS

“Yatırım bankacılığının yönü ve gelecekteki kârlılığına dair özel görüşlerimiz yok,” diyor Warren Buffett, Berkshire Hathaway'in yakında yayınlanacak 1987 yıllık raporunda. “Salomon CEO'su John Gutfreund'un yeteneğine ve dürüstlüğüne kuvvetle inanıyoruz.” Bu açıklamayla Wall Street'te aylardır devam eden ve Buffett'ın (a) Gutfreund'un gitmesini ve (b) William Simon'ın gelmesini istediği yönündeki söylentilere son noktayı koydu.

Buffett'in politikası gereği yatırım yaptığı şirketlerin yönetimlerine karşı düşmanca hareketlere girişmediği bilindiği için dedikoduların erişimi sınırlı kalmıştı. Fakat Buffett'ın geçen yıl Salomon'a verdiği desteğin zamanlaması söylentilerin yayılmasını neredeyse garantilemişti. Buffett 1 Ekim günü Berkshire'ın 700 milyon dolarını hayatının en büyük yatırımına, Salomon'un nakite çevrilebilir tercihli hisselerine kanalize etti. Hisse % 9 ödüyor, üç yıl sonra 38 dolardan Salomon adi hissesine dönüştürülebilir ve eğer dönüştürülmezse, beş yıl sonra 1995 yılından itibaren

paraya çevrilebilecek. Sıkıntı, 38 dolar meselesinde. Salomon hissesi, Buffett anlaşılmayı yaptığında 33 dolardı. 19 Ekim'den sonra 16 dolara kadar indi ve son dönemde de 23 dolardan işlem görüyor.

Çöküş, Buffett'ın hareketine ilişkin Wall Street'in algısını değiştirdi. İlk başında, değeri ödediğinin üstünde olan rüya gibi bir hisseyi aldığı düşünölmüştü. Salomon'un şirket yağmacısı Ronald Perelman'ın muhtemel devralma girişimiyle paniklediğı ve Buffett'ın haydutluk etmesine izin verdiği söylendi. Fakat çöküş sonrasında Salomon'da yaşanan çok sayıda istifa ve gürültü patırtının ardından algılar, Buffett'ın bir aylağı aldığı ve yatırımcı olarak bütün itibannı tehlikeye attığı yönünde değişti.

Buffett yıllık raporunda yatırım bankacılığı işinin büyük taahhütlere girmiş olduğı birçok şirketten çok daha az öngörülebilir olduğunu yazıyor. Konvertible hisse almasının nedenlerinden birinin bu olduğunu söylüyor. Fakat genel manzara açısından rahat görünüyor: "Önde gelen, piyasa yapıcı ve yüksek kaliteli bir sermaye toplama operasyonunun, özkaynak kârlılığı açısından iyi ortalamalar üretebilmesinin makül bir olasılık olduğuna inanıyoruz. Eğer böyleyse, değiştirme hakkımız neticede değerli olacak." Bu arada, Salomon'un huzurla çevrelenmiş görünen çeşni bahçesinden biraz daha dönüştürülebilir tercihli hisse almak istediğini de ekliyor.

Buffett'ın Salomon yatırımının en şaşırtıcı yönü, bu hareketin onu genele yayılmış açgözlölüklerini ağır ifadelerle eleştirdiğı Wall Street'li-lerle aynı yatağı sokmuş olması. 1982 yıllık raporunda yatırım bankacılarının kendilerine en büyük geliri getirecek her türden tavsiyeyi verme eğiliminde olduklarını belirterek dalga geçmişti. "Saç traşına ihtiyacınız olup olmadığını berberinize sormayın," demişti. Fakat bu yılın raporu Gutfreund'un berberliğini bir tutam üstün bulduğunu gösteriyor. Buffett bu yılki raporda Gutfreund'dan söz ederken, Salomon büyük komisyonları kaçırarak bile olsa müşterilerine terreddüt ettikleri adımları atmamaları yönünde tavsiyeler verdiğini gözüyle gördüğünü söylüyor.

Unutmayın ki, Buffett'ın Salomon'un işiyle ilgili tanımı Wall Street'in son modası olan "merchant banking" yönünü içermiyor. Buffett'a göre

* Merchant banking: Yatırım bankası, tüccar bankacılık. Bankaların şirketleri ele geçirmek için kendi paralarını kullanmaları (Cn)

merchant bank'ların son dönemde pek hevesli oldukları çok sayıda kaldıraçlı şirket alımının önünü açan köprü kredileri çoğu kez tehlikeli girişimler olarak görünüyor - borç o kadar büyük ki, neredeyse özkaynak. Kendisi ve ortağı Charles Munger halen Salomon'un yönetimindeler ve şirketin köprü kredilerden kaçınması gerektiğini gayet rahat savunabilirler. "Fakat," diyor Buffett, "Eğer John Gutfreund nihayetinde bunu yapmak istediğine karar verirse, kendisini destekleyeceğiz. Biz şirketlere büyük değişiklikler yapma düşüncesiyle gitmeyiz. Bu tutum, yatırım işinde, evliliklerdekinden daha iyi sonuç vermez."

Buffett'in Salomon'da zamana karşı yarışı

27 Ekim 1997

CAROL LOOMIS

Salomon'u uçurumun kenarına getiren, Warren Buffett'a ise hayatının "en önemli gününü" yaşatan suç ve hatalara dair garip ve bazin bir hikâye.

Travelers Group'un CEO'su 64 yaşındaki Sanford I. Weill yaşamının en büyük şirket satın alma girişimine soyunurken -Salomon Inc.'i 9 milyar dolara almaya hazırlanıyor- Wall Street'in ünlü ismi 67 yaşındaki Warren E. Buffett, Salomon'dan ayrılıyor. Buffett Salomon'a bundan 10 yıl önce 1987 sonbaharı başlarında, Berkshire Hathaway şirketin en büyük hissedarı olduğunda ayak basmış ve doğrudan yönetim kuruluna oturmuştu. Fakat bu arka tekerlekli bisiklet kullanmak gibi bir şeydi, vitesli bisiklete daha sonra geçecekti: Buffett Salomon'un başında fiziksel, duygusal ve *reel* olarak toplam dokuz ay kaldı; şirketin alım-satım işlemlerinde ortaya çıkan usulsüzlükler öyle bir skandala yol açmıştı ki Buffett işin başına geçmeye karar vermişti.

Buffett ve Salomon hakkında bugüne dek çok şey yazıldı; fakat burada okuyacaklarınızın büyük bölümü yeni. Yaklaşık 30 yıldır Buffett'ın

arkadaşıyım ve uzun zamandır Berkshire hissedarıyım (hiçbir zaman Salomon hissedarı olmadım). Dostu olarak her sene Buffett'ın meşhur yıllık raporunu gözden geçirip birkaç düzeltme yaparım ve çok uzun zamandır iş yaşamını anlatan bir kitap üzerinde birlikte çalışmaktan söz ediyoruz. Bütün bu deneyimler Buffett'ın düşünce biçimini öğrenmemi sağlayacak çok sayıda fırsatı beraberinde getirdi. Öğrendiklerimden bazıları *Fortune* için yazdığım yazılarda, özellikle de 11 Nisan 1988 tarihli "*Warren Buffett'ın İçeriden Hikâyesi*" başlıklı makalede ve ona eşlik eden "*Salomon Debası mı?*" başlıklı kutuda yer aldı. Fakat Buffett'ın 1991'de Salomon'da yaşadığı deneyimlerle ilgili öğrendiklerimin çoğu gizli bilgiydi ve kendisi tarafından ambargoluydu; çünkü Salomon hem kaybettiği güveni yeniden kazanmaya çalışıyor, hem de büyük yasal sorunlarla mücadele ediyordu. Bir zaman sonra bu aciliyet azaldı ve ambargo artık kaldırılabilirdi. Fakat o dönemde de yazıyı yayınlamanın nedeni kalmamıştı. Şimdi, Travelers anlaşmasıyla, elimizde bir neden var. Hatta bu nedene bir tane daha ekleyebiliriz: 1991 yılında yaşanan o dram, her geçen gün biraz daha karmaşıklaşan finansal sistemde pusuya yatmış bekleyen tehlikelere dair güçlü bir mesaj gönderiyor.

Bu hikâye Salomon'da geçirdiği 10 ayın Buffett'ın yaşam ritminde derin bir düşüş yarattığını belirterek başlamalı. Warren Buffett bazen yılda tek büyük yatırım kararı vermeye alışmış bir yönetici. Oysa Salomon'da günde 25 operasyon kararı almak durumundaydı. Bu deneyimin merkezinde ise tek bir gün vardı: "Hayatımın en önemli günü" dediği 18 Ağustos 1991 pazar. O gün ABD Hazinesi'nin aldığı bir kararla Salomon'un hükümetin açtığı menkul değer müzayedelerine girmesi yasaklanmış, sonra da Buffett'ın çabalarıyla bu yasak kaldırılmıştı. İki karar arasındaki 4 saatlik zaman diliminde Buffett yaklaşan trajediyi engellemek için olağanüstü çaba göstermişti. Buffett'a göre yasak, 9 milyar dolar fiyat biçilen Salomon'u derhal iflasa başvurma tehlikesiyle karşı karşıya bırakacaktı. Daha da önemlisi o gün, bugün de olduğu gibi, Salomon'un çöküşünün dünyanın en büyük finansal sistemini tam kalbinden vuracağına inanıyordu.

Ağustos ayının o pazar günü, bir başka pazar gününden, Buffett'ın Salomon'un o dönemdeki başkanı ve CEO'su John Gutfreund ile el sıkış-

tığı ve Berkshire Hathaway'in 700 milyon dolarlık değiştirilebilir tercihli Salomon hissesi, yani şirketin yüzde 12'sini satın aldığı 27 Eylül 1987'den çok farklıydı. Bu anlaşma Gutfreund için önemliydi, çünkü Güney Afrikalı bazı yatırımcıların elindeki büyük miktarda Salomon adi hissesini kapmak için hazır bekleyen ünlü şirket yağmacısı Ronald Perelman'ı engelleyebilecekti. Gutfreund, Berkshire'nın 700 milyon dolarıyla Güney Afrikalıların elindeki hisseleri Salomon'un kasasına geri getirecek, böylece de Perelman'ı devre dışı bırakabilecekti.

Gutfreund'un Beyaz Şövalye Warren Buffett'ı neden bu kadar hoş karşıladığını görmek kolaydı. Fakat bırakın 700 milyon doları, yani bugüne dek tek bir şirkete yatırdığı en büyük parayı emanet etmesini, Buffett'ın Salomon ile niçin iş yaptığını anlamak bile kolay değildi. Buffett yıllardır yatırım bankacılarıyla dalga geçer, kendilerine büyük ücretler sağlayan, ama müşterileri için beş para etmeyen anlaşmalar yapma konusundaki coşkularına üzülerken bakardı. Sık sık da yalnızca sevdiği insanlarla çalışmak istediğini söylerdi. Dolayısıyla da Berkshire'nın büyük bir dikkatle biriktirilmiş dağ gibi parasını, lüks içinde yaşayan, puro tütüren, köşe kapmaca oynayan ve yakında *Yalancının Pokeri* ile meşhur olacak bir grubun eline mi tutuşturuyordu?

Buffett'in bu hareketini açıklayabilecek birkaç neden var, fakat az sonra okuyacaklarınızın ışığında bunların hiçbirini gerçekten iyi bir sebep olarak görmek zor. Birincisi, Buffett bir-iki yıldır makûl fiyatlandırıldığını düşündüğü hisseler bulmakta zorlanıyordu ve sabit getiri alternatiflerine bakıyordu. İkincisi, Salomon'un teklifi, Buffett'ın bir zamanlar, Berkshire'nın büyük hissedar olduğu (şu anda yüzde 100'ü Berkshire'nın) GEICO'da ilkeli, açgözlülükten uzak, müşteri dostu bir yönetici olarak çalıştığına tanık olduğu John Gutfreund'dan gelmişti. Buffett, Gutfreund'u severdi - aslında hâlâ da sever.

Buffett'in Salomon'a girişinin üçüncü açıklaması, anlaşmanın koşullarını kabul etmeye değer bulmasıydı. Esasen değiştirilebilir tercihli hisseler, piyango bileti iştirilmiş sabit getirili yatırımlardır. Bu durumda, hisse

* Michael Lewis'in tüm zamanların en çok satan yatırım kitapları arasında yer alan kitabı *Yalancının Pokeri*'nin Türkçe baskısı Scala Yayıncılık'tan çıktı (Çn.)

yüzde 9 ödeyecek ve şu anda 30 dolar fiyatı olan kâğıt üç yıl sonra 38 dolardan Salomon adi hissesine dönüştürülebilecekti. Buffett elindeki hisseleri dönüştürmezse, 1995 yılından başlamak üzere beş yıl içinde paraya çevrilebilecekti. Buffett için bu iyi bir teklif gibi görünüyordu. “Sahip olmak isteyeceğiniz türden üçe katlayacak bir şey değil,” demişti bana 1987’de, “ama iyi gidebilir.”

Salomon’daki matematik kafalı bazı akıllı tiplere göre bu değerlendirme, yılın hafife alınması olarak nitelendirilebilirdi. İlk günden itibaren Buffett’ın, Gutfreund’u sıkıştıran Perelman korkusunu istismar ettiğini ve çok yüksek temettü getiren veya çok düşük dönüştürme bedeli olan ya da ikisinin kombinasyonunu sunan rüya gibi bir menkul değeri garantiye aldığını düşündüler - ve basın da böyle bilmesini sağladılar. İzleyen birkaç yıl boyunca Salomon’da bu fikir varlığını sürdürdü ve şirket yöneticileri tercihliden vazgeçmesini öneren tekliflerle birkaç kez Buffett’a geldiler (Ama Gutfreund hiçbir zaman böyle bir şey yapmadı).

Eğer Buffett kârları kar gibi eritip şirketi enkaza çeviren -ve hem kendisinin hem de Salomon’un dünyasını tepetaklak eden- Ağustos 1991’deki o skandalı önceden bilseydi, bu teklifleri çok daha ciddiye almış olacağını söylemek doğru olur.

Burada küçük bir sahne kuralım: Krizin vurmasından önce Salomon muhteşem bir faaliyet dönemine doğru kendi yolunda ilerliyordu. Tek sorunu Hazine’nin başlattığı soruşturmaydı; mayıs ayındaki Hazine bonosu müzayedesinde bir açığa satış tertiplemiş olabileceği düşünülüyordu. Bu sıkıntıya rağmen, Salomon hissesi 37 dolara çıkarak Buffett’ın dönüştürme noktası olan 38 dolara çok yaklaşmıştı.

Hikâyenin bundan sonraki kısmına Buffett’ın Reno’ya gelişiyile başlayabiliriz. Evet, Berkshire’ın bir yan kuruluşunun iki yöneticisi Buffett ile yılda bir yaptıkları kaçamak için bu kez Reno’yu seçmişlerdi. Sekiz Ağustos günü öğleden sonra Reno’ya gelen Buffett kontrol etmek için ofisini aradığında, John Gutfreund’un Londra’dan New York’a uçmakta olduğunu ve o akşam kendisiyle konuşmak istediğini öğrendi. Gutfreund’un ofisi CEO’nun Salomon’un baş hukuk firması Wachtell Lipton Rosen & Katz’da olacağını söylemişti. Buffett da New York saatiyle akşam 10:30’da kendisini oradan telefonla arayacağını belirtmişti.

Bu görüşme üzerine biraz düşünen Buffett kötü bir haber olmayacağı sonucuna varmıştı, çünkü Gutfreund herhangi bir iş için New York'ta değildi. Belki de diye düşündü, Gutfreund Salomon için iyi bir satış anlaşması yakalamıştı ve yönetim kurulu üyelerinden hızlı bir "okey" alması gerekiyordu. Gerçekten de, Lake Tahoe'da yiyecekleri akşam yemeği için yola çıktıkları sırada Buffett yanındakilere, gece bitmeden "güzel haberler" duyabileceğini söylemişti. Bu, Buffett'ın dört yıl önce girdiği bu sözde "ballı" anlaşmadan kefaletle tahliyeye hazır olduğunun işaretiydi.

Sözleşilen saatte yemeğe ara veren Buffett ankesörlü bir telefon kabiniinde oturmaktaydı. Biraz gecikmeli de olsa, Salomon'un başkanı Tom Strauss ve şirketin avukatı Donald Feuerstein hattın diğer ucunda hazır bekliyorlardı. Gutfreund'un uçağı gecikmişti, çıkan "mesele" konusunda kendileri onu kısaca bilgilendireceklerdi. Sakin bir tonla, Wachtell Lipton'un Salomon adına yürüttüğü soruşturma sonucunda devlet tahvili/hazine bonusu bölümünden iki trader'ın -ki bunlardan biri ağır toplardan Paul Mozer'di (Buffett bu adı hiç duymamıştı)- 1990 ve 1991 yılları arasında Hazine'nin teklif verme kurallarını birden fazla kez ihlâl ettiğinin belirlenmiş olduğunu söylediler.

Söylediklerine göre Mozer ve meslektaş askıya alınmıştı ve şirket bir yandan durumu düzenleyicilere bildirmeye, bir yandan da basın bülteni yayınlamaya hazırlanıyordu. Feuerstein sonra, hazırlanan basın bülteni-nin taslağını Buffett'a okumuş ve günün erken saatlerinde Salomon yönetim kurulu üyesi, Berkshire'ın başkan yardımcısı ve önemli her şeyde Buffett'ın sağ kolu, ortağı, dostu Charles T. Munger ile meseleyi biraz konuştuğunu da eklemişti.

Basın bülteni Mozer'in günahlarıyla ilgili çok az detay veriyordu. Fakat hesabın tamamı izleyen birkaç gün içinde azar azar gelecek, küçümsediğı kurallar konusunda Hazine ile savaşa giren bir adam portresi çizilecekti. 1990 yılında, Salomon gibi su aygırlarının piyasayı köşeye sıkıştırmasını önlemek amacıyla uygulamaya konulan yeni kural, tek bir şirketin belli bir müzayedede satışa sunulan Hazine menkul değerlerinin yüzde 35'inden fazlasına teklif veremeyeceğini söylüyor. Aralık 1990'da ve sonra bir kez daha Şubat 1991'de Mozer bu kuralı yüzüne gözüne bulaştırmış, önce Salomon'un yüzde 35'lik hakkı için teklif vermiş, sonra

yetkisi olmadığı halde bazı müşterileri için ayrı teklifler iletmiş, üçüncü olarak da bu teklif verenlerin kazandığı menkul değerleri Salomon'un kendi hesabına tıktırmış ve bütün bu uygulamalardan müşterilerine hiç söz etmemişti. Sonuç olarak, Salomon satışa sunulan menkul değerlerin yüzde 35'inden fazlasını toplayarak ve etrafını etkileme gücünü artırarak çıkmıştı bu işten.

O perşembe gecesı, diğır ankesörlü telefonlarda görüşenlerin sesleri arasında Buffett bütün bu detayları duymamıştı; Strauss ve Feuerstein'in duygusuz ses tonlarında da özellikle alarma geçecek bir neden sezmemişti. Böylece, yemeğe geri dönmüştü.

Cumartesi günü, Minnesota'nın kuzeyindeki bir adada tatil yapmakta olan Munger'a ulaştığında Buffett ortada gerçek bir sıkıntı olduğunu daha yeni anlamıştı. Deneyimli hukukçu Munger, iki gün önce telefonda uzun bir resital yapan Feuerstein'in, avukatların bu işlemlerle ilgili hazırladıkları taslak metinde yer alan "sözcükleri" kullanarak, "Sorunun bir bölümü nisandan beri biliniyordu," derken neyi kastettiğini anlamak için sözünü kesip açıklama istemişti. "Biliniyordu" ifadesi yazarın dilinde bir "edilgen fiil çatısıdır" ve çok açık bir soru doğurur: "Kim biliyordu?"

Munger bu soru üzerinde çalışmış ve Mozer'in açığa çıkmayacağını düşünerek şubat ayının tekliflerindeki usulsüzlüğü nisan ayı sonlarında patronu John Meriwether'e açıkladığını öğrenmişti. Mozer'in davranışını kariyerini tehdit eden bir hareket olarak gören Meriwether, olayı Strauss'a iletmiş, iki gün sonra da ne yapacaklarına karar vermek için Strauss, Gutfreund ve Feuerstein ile biraraya gelmişti. Feuerstein, Mozer'in hareketinin muhtemelen "suç," olduğu konusunda uyarmış ve hep birlikte olayın New York Federal Reserve'e söylenmesi gerektiğine karar vermişlerdi. Fakat sonra hiçbirı bu konuda hiçbir şey yapmamıştı, ne nisanda, ne mayısta, ne haziranda, ne de temmuzda. Buffett işte bu eylemsizlik ve sesiz kalışın "açıklanamaz ve mazur görülemez" olduğunu vurguluyor ve krizi sınırlarına kadar tırmandırdığını söylüyor.

O cumartesi günü Buffett ile konuşan Munger, yönetimin bunca zaman harekete geçmemesini "basiretsizlik" olarak tanımlamıştı; Buffett kendisinin de Strauss ve Feuerstein ile konuşurken "basiretsizlik" ifadesini sık sık tekrar ettiğini anımsadı. Üst düzey yönetimin bu rezaletteki

rolü konusunda kendisini açıkca bilgilendirmemiş, hatta bu yönde hiçbir çaba harcamamış olmalarını başka türlü düşünemezdi. Aynı şekilde, Salomon'un bazı düzenleyicileri de daha sonra benzeri bir şikayeti dile getirmişlerdi; üst düzey yöneticilerin onlara ihmalden söz ettiklerini, fakat işin özünü anlatmayan, örtülü kelimeler kullandıklarını söylemişlerdi.

Yine de onlar, 9 Ağustos günü yayınlanan basın bülteninde yönetimin hiçbir zaman hiçbir şeyi bilmediğini okuyan kamuoyundan daha iyi durumdaydılar. Feuerstein ile yaptığı telefon konuşmasında Munger bu ihmale ateş püskürmüştü. Fakat Feuerstein yönetimin ve avukatların, çok fazla ifşaatın firmanın finansmanını -her gün vadesi gelen kısa dönemli milyarlarca dolarlık borcu döndürme yeteneği- tehdit edeceğinden endişelendiklerini söylemişti. Böylece Salomon'un planı, yönetimin Mozer'in usule aykırı davranışını bildiğini kurul üyelerine ve düzenleyicilere söylemek, fakat halka açıklamaktan kaçınmaktı. Munger bundan hoşlanmamıştı, bu davranış ne içten ne de akıllıca bulmuştu. Fonlama konusunda kendini uzman hissetmediği için öfkesi yatışmıştı sadece.

Fakat cumartesi günü Buffett ile konuşurken -ve Salomon'un hikâyesi New York Times'ın birinci sayfasında manşete çıkmışken- bütün olan bitenin derhal açıklanmasında ısrar etme kararı almışlardı. Pazartesi günü Munger bu konudaki kararlı görüşlerini Gutfreund'un yakın arkadaşı ve danışmanı, Wachtell Lipton'dan Martin Lipton'a iletmış ve kendisine bu konunun çarşamba öğleden sonra telekonferans sistemiyle düzenlenecek bir yönetim kurulu toplantısında tartışılabileceği söylenmişti. Buffett bu arada, bütün meseleyi "hisse senedinde birkaç puandan" ibaret gören Gutfreund ile konuşuyordu.

Çarşamba günü yönetim kurulu toplantısında kurul üyeleri ikinci basın bülteninin okunduğunu duydular; bu kez üç sayfa detay anlatılıyor ve üst düzey yönetimin Mozer'in şubat ayındaki ihlâlini nisan ayında öğrenmiş olduğu doğrudan kabul ediliyordu. Fakat bundan sonra gelen bir cümleyle birlikte telefon hatlarının ucundaki kurul üyeleri arasında kıyamet koptu. Yönetimin "diğer şirketlerin baskısı" nedeniyle düzenleyicilere gitmediği söyleniyordu. Omaha'da bu sözleri dinleyen Buffett, bu imkânsız derecede yetersiz bahaneyi "gülünç" bulduğunu hatırlıyor. Basın bültenindeki açıklama daha sonra "konuya yeterince dikkat göste-

riilmemesi nedeniyle şu andaki kararlılık hemen uygulanmamıştı,” şeklinde değiştirilmişti; ilkinden biraz daha iyi. ama herhangi bir suç üştenmeyi ışrarla reddeden edilgen bir cümle örneği daha.

Yine de çarşamba günkü yönetim kurulu toplantısının gerçek suçu, kullanılan dil değil, apaçık ortada olan ihmaldi: Gutfreund bir gün önce New York Federal Reserve Bank’tan kalabalık sözcükler içeren bir mektup aldığını söylememişti. Mektup bankanın başkan yardımcılarından biri tarafından imzalanmıştı, fakat okuyan herkes arkasında 1,95’lik İrlanda kuvveti ve mizacının, bankanın başkanı Gerald Corrigan’ın olduğunu anlardı. Bu işi bir süredir yakın takibe alan Corrigan olan bitenin farkındaydı. Mektupta, Salomon’un tekliflerindeki “usulsüzlüklerin” Fed ile “süregelen ilişkisinde” soru işareti uyandıracakı ve Mozer hakkında öğrendiklerini zamanında açıklayamamasının Fed için “büyük sorun” yarattığı vurgulanıyordu. Salomon’da vuku bulduğu bilinen bütün “usulsüzlükler, ihlaller ve gözden kaçan kusurlar” hakkında 10 gün içinde kapsamlı bir rapor isteniyordu.

Corrigan’ın bu mektubun acilen Salomon yönetim kurulu üyelerine verilmesini beklediğini ve yönetim kurulunun da üst yönetimi derhal değiştireceğine inandığını Buffett sonradan öğrenecekti. Yönetim kurulu üyeleri herhangi bir adım atmayınca Corrigan isteğine karşı gelme cüretini gösterdiklerini düşünmüştü; oysa hiçbirinin haberi yoktu. Buffett o haftanın sonuna doğru, Corrigan ile konuşuncaya kadar Fed mektubu hakkında hiçbir şey bilmiyordu, hatta o zaman bile Fed’in sadece bilgi istediğini düşünmüştü. Buffett olayı, bir ayı aşkın bir süre sonra, Corrigan Kongre oturumlarında sivri bir dille bu mektuptan söz ettiğinde öğrenecekti. Buffet’a göre, Fed’in mektubun görmezden gelindiğini düşünmesi işin tuzu biberi olmuş, birkaç gün sonra Salomon’a gelen düzenleyicilerin öfkesini iyice bilemişti. Gutfreund, Strauss, ve Feuerstein’in önceki aylarda böylesine hayati bir meseleyi yönetim kurulundan saklamalarında ve bütün bu süre içinde her şey fevkalâde normalmiş gibi davranmalarında herhangi bir kusur olmadığını söylüyor. Ama Fed’in mektubunu yönetim kuruluna iletmemek, ona göre tam bir “atom bombası”ydı. Ya da belki, daha kaba bir ifade uygun düşünüyordu: “Anlaşılır bir şekilde Fed, kurul üyelerinin de yönetim gibi merkez bankasını hiçe sayıp ‘yüzüne tükürdüğünü’ düşünmüştü.”

Gayet mantıklı bir yaklaşımla, bütün bunlar olurken Salomon hissesinin ne yaptığını sorabilirsiniz. Kesinlikle aşağıdaydı, cuma günü hisse başı fiyatı 36 doların üzerindeyken, perşembe günü ikinci basın bülteni piyasaya roket gibi indiğinde 27 doların altına düşmüştü. Fakat hisse senedi çok daha ciddi bir meselenin sadece ön cephesiydi; Salomon'a duyulan güven erozyona uğradığı için perşembe gününden itibaren kurumsal bir finansal yapı çökmeye başlıyordu. Hiçbir menkul değer şirketi için dünyanın güvenini kaybetmek iyi bir şey değildir. Fakat eğer bu Salomon gibi "itibara bağımlı" bir kurumsa, son derece kötüdür; algıda olumsuz bir değişimi tolere edemez. Buffett, Salomon'un güven ihtiyacını bir faninin hava gereksinime benzetiyor: Hava varsa, varlığı hiçbir zaman fark edilmez. Eğer yoksa, yokluğu korkunçtur. Ne yazık ki bu güven erozyonu müthiş büyümüş bir şirkette yaşanıyordu. Ağustos 1991'de Salomon'un varlıkları 150 milyar dolara çıkmıştı (kuşkusuz muazzam bilanço dışı varlıklar bu hesaba dahil değildi) ve ABD'nin en büyük beş finans kurumu arasında yer alıyordu. Bilançonun sağ tarafında ise şirketi destekleyen -hazır mısınız?- 4 milyar dolar özsermaye vardı yalnızca ve bunun dışında yaklaşık 16 milyar dolarlık orta vadeli bono, banka borçları ve ticari kâğıtlar... Yaklaşık 20 milyar dolarlık bu toplam, çoğu kısa vadeli ve vadesi bir gün ile 6 ay içinde dolacak olan 130 milyar dolarlık yükümlülükleri destekleyen sermaye temeliydi.

Bu yükümlülüklerde asıl mesele, kısa vadeli kredi verenlerin her zaman paranın peşinde olmalarıdır: Sermayelerinin küçücük bir risk altında olduğunu bile algılasalar faizden alacakları ekstra puan onları kesinlikle heyecanlandırmaz. Alacakları getiri oranının bir puanından bile vazgeçmek ters gelir, gizli bir tehlike olduğundan kuşku duyarlar. Ayrıca, ticari bankaların kreditorleri FDIC'ye (Federal Deposit Insurance Corporation)* veya "batmayacak kadar büyük" doktrinine bel bağlayabilirler, oysa aracı kurumların böyle bir kaçış durumunda yalnızca varlığı bile caydırıcı unsur olan ilan edilmiş bir "Büyük Baba"ları yoktur.

Bu yüzden de o perşembe günü Salomon bir kaçış deneyimi yaşamaya başlamıştı. Bu kaçış, sol kanattan hücumla geçerek birinci lig tra-

* FDIC: Federal Mevduat Sigortası Kurumu. Bizdeki TMSF'nin işlevini görür. Çn

der'ı ve oyun kurucu Salomon'un borç menkul değerlerini, özellikle de şirketin seçkin orta vadeli kâğıtlarını satmak isteyen yatırımcılarla kendini gösterdi. Salomon bu menkul değerlerde her zaman piyasa yapıcı olmuştu, fakat normalde hiç kimse satmak istemediği için bunun bir anlamı yoktu. Ama şimdi satıcılar akın ediyordu. Salomon trader'ları tekliflerini düşürerek yanıt veriyorlar, trafiği azaltmaya çalışıyorlardı; bunun için ölüp bitiyorlardı, çünkü kâğıtları her geri satın aldıklarında Salomon yapısının tamamını ayakta tutan sermaye tabanını eritiyorlardı. Sonunda, trader'lar yaklaşık 700 milyon dolarlık kâğıt aldıktan sonra, Salomon hiç akla gelmeyeniy yaptı: Kendi menkul değerlerinde alım-satımı durdurdu. Bu Wall Street'in geri kalanında da işlemlerin durmasına davetiye çıkardı. Eğer Salomon kendi kâğıtlarını almak istemiyorsa, başka hiç kimsenin istemeyeceği kesindi.

Günlerdir gazetelere Salomon'daki olağanüstü olaylarla ilgili gelişmeleri yağdıran haber kaynakları artık kepenkleri indirmişlerdi, saklayacak sır kalmamıştı. John Gutfreund ve Tom Strauss telefonda Gerry Corrigan ile görüşüyorlardı. Her yerde sorun vardı ve o görüşmede Gutfreund ve Strauss, Salomon'un başında kalıp kalmayacaklarını sorguluyorlardı.

Ertesi sabah Buffett, Omaha saatiyle 6:45'te gelen bir telefonla uyanı. Hattın karşı tarafında Gutfreund, Strauss, ve Marty Lipton vardı. Gutfreund kendisinin ve Strauss'un istifa edeceğini söyledi; şimdi mesele, kimin ipi boynuna geçireceğiydi. Gutfreund sonra, Buffett'tan işin başına geçmesini istedi. Buffett buna gönüllü olduğunu düşündü. Fakat evdeyken bir karar vermedi, ofisine geçince New York'takileri arayacağını söyledi. Beş dakika uzaklıktaki ofisine geldiğinde New York Times'in az önce faksalanmış manşetini gördü: WALL STREET SALOMON BROTHERS'I CİDDİ BİR TEHDİT OLARAK GÖRÜYOR; ÜST DÜZEYDE İSTİFALAR VE MÜŞTERİ KAYBINDAN KORKULUYOR. Omaha saatiyle 7:45'te Buffett, Salomon grubunu geri aradı: İşler yoluna girinceye kadar Salomon'un başına geçecekti.

O dönemde gazeteler Buffett'ın Berkshire'ın 700 milyon dolarını korumak için Salomon'un başına geçtiğini yazdılar, fakat bu korkunç derecede basit görünüyor. Elbette yatırımının güvende olmasını istemişti. Fakat bunun ötesinde, o başı fena halde dertte bir şirketin yönetim kurulu

üyeydi ve pek az yönetim kurulu üyesinin yaptığı gibi, şirketin bütün hissedarlarına karşı bir yükümlülük hissetti. Ayrıca başı dertte olan bir şirketi ayağa kaldırırken tek eliyle yönetebileceği bir işin, Berkshire'nın CEO'suydu ve Salomon'da yıllık 1 dolar ücretle sözleşme yaparak zaman kaybetmeye hiç ihtiyacı yoktu. Evet, hayatını değiştirmekte olduğunu biliyordu, ve bunun iyi yönde bir değişim olmadığını da biliyordu. "Ama biri bu işi yapmalı" demişti o dönemde, bugün de "Mantıklı düşününce o kişi bendim," diyor.

Cuma sabahı Buffett New York'a uçmak için hemen planlar yapmaya başladı. Fakat Salomon'daki grup ofisinde kalmasını ve Corrigan'dan gelecek telefonu beklemesini söyledi. Telefon bir türlü çılmıyordu. Buffett beklerken borsa açıldı; Salomon hisselerinde işlem yoktu. Sonra Corrigan'dan beklediği telefon geldi. Kısa bir konuşma oldu; cümleler kısa, kelimeler özlüydü. Şimdi, Buffett resme dahil olduğu için "10 günlük kısa bir süre" verebileceğini söylüyordu Corrigan. Buffett, Fed'in mektubunu bilmediği için Corrigan'ın ne demek istediğini tam anlayamamıştı, fakat konuşmanın genel içeriğinden Fed'in bilgi istediğini çıkarmıştı.

Görüşmeden sonra Buffett New York'a uçu, öğleden sonra saat 4 civarında oradaydı. O süre içinde Salomon, Buffett'ın geçici başkan olacağı haberini basına duyurmuştu ve hisse New York Borsası'nda yeniden işleme girmişti. İçeri sızan o incecik gün ışığıyla Salomon hissesi ağır ağır işlem gördü, bir dolar yükselerek 28 doların çok az altında kapattı.

Buffett'ın o günkü programı, akşam Corrigan ile Fed'deki ofisinde yapacağı görüşmeyi de içeriyordu. Görüşmeye Gutfreund ve Strauss ile birlikte gitmişti. Buffett'ın her zaman gördüğü nezaket ve saygıdan tamamen yoksun girmişlerdi içeri. Corrigan ciddi bir şekilde Buffett'ın geçici başkanlığının iyi bir fikir olmadığını düşündüğünü söyledi. "Washington'daki dostlarından" yardım isteyerek etrafında dolanmaya kalkışmaması gerektiği konusunda uyardı; ve ürkütücü ama gizemli bir yorumla, Buffett'a "her türlü sonuca" hazır olmasını söyledi.

Corrigan daha sonra, Gutfreund ve Strauss ile yalnız konuşmak istediğini belirterek Buffett'tan dışarı çıkmasını istedi. Şimdi karşısında duran iki adam uzun zaman dostu olmuşlardı - burada geçmiş zaman kullanmak gerekiyor. Dışarı çıktıklarında Gutfreund, Corrigan'ın içeride söy-

lediklerini aktardı Buffett'a. Corrigan duygusal bir tavırla, kariyerlerinin sona ermesinde rol oynadığı için şahsen çok üzüldüğünü dile getirmişti. Buffett ile konuşurken demir gibi sert tavrını sonuna kadar sürdüren Gutfreund bu duruma öfkeyle karşı çıkmış, Corrigan'a "suçunu bağışlama" zevkini tattırmayacağını söylemişti. Buffett bugün o tuhaf anları düşündüğünde, George Washington'ın İngiliz casusu Binbaşı Andre'nin idam kararını imzalarken ağladığını anımsıyor. Ama Corrigan gibi o da imzalamıştı.

Buffett için cuma gününün devamı ve bütün cumartesi hayati operasyon kararlarıyla geçti. Bu kararlardan biri, Mozer'in işlediği suçları öğrendiğinde üstlerine söylemeye davranan, ama sonra isteyerek veya istemeyerek sessizlik ağının içinde sıkışıp kalan John Meriwether'in kaderini belirlemektir. O kriz günlerinde sürekli ortalarda olan Marty Lipton, Meriwether'in işten atılmasını istedi. Firmayı kurtaracak her fikre atlayan çok sayıda yönetim kurulu üyesi de aynı fikirdeydi. Fakat Buffett, Meriwether'i işten atmanın adil olup olmadığına kararsızdı; bu yüzden de nisandan sonra gerçekte neler olduğunu anlamak için soruşturmaya devam etmeye karar verdi. Cumartesi günü Wachtell Lipton'ın iki avukatı bir saattten fazla süren toplantıda, Buffett ve Salomon yönetim kurulunun hayatta kalan üyelerine, temmuz ayı başlarında başlattıkları soruşturmadan öğrendiklerini anlattıkları zaman kafasında bir şeyler şekillenmeye başladı. Fakat cumartesi gününün sonuna doğru Meriwether sorunu çözülmüştü, çünkü kendisi istifa etmesinin en iyi çözüm olduğuna karar vermişti.

Buffett'in önündeki daha büyük karar, şu anda iki patronunu, Gutfreund and Strauss'u kaybetmekte olan menkul kıymet operasyonunun başına Salomon Brothers içindeki üst yönetim grubundan kimin geleceğine karar vermektir. Böylece cumartesi günü, Wachtell Lipton'ın ofisinde, Salomon yönetim kurulunun yaklaşık 10 üyesiyle ciddi bir biçimde konuştu; her birine bu grubun içinde işi yüretecek en nitelikli kişinin kim olduğunu sordu. Büyük çoğunluk, o dönemde Salomon'un Tokyo ofisinden yeni dönmüş ve yatırım bankacılığı bölümünde eş başkanlık görevine getirilmiş olan 43 yaşındaki Deryck Maughan'ın adını verdi. Maughan'ın kendi cevabı zekiceydi: "Kimi istediğini sorduğunuzda, sa-

nırım birçok kişinin benim adımı verdiğini göreceksiniz.” Buffett, Gutfreund’un seçiminin de Maughan olduğunu biliyordu. Böylece adamını o gün belirledi. Fakat bunu Maughan’a ve dünyaya söylemek için henüz erkendi. Çünkü bu kararı önce Salomon yönetim kurulunun -18 Ağustos pazar sabahı 10’da acil toplantı için hazır bekliyordu- onaylaması, hatta Buffett’ı da seçmesi gerekiyordu.

O haftasonu boyunca düzenleyici kurumlar mışıl mışıl uyurken yönetim kurulunun toplanması dönüm noktası olabilirdi. Fakat cumartesi günü düzenleyiciler de boş durmuyor, Salomon’a doğru konumlandıkları güdümlü bir füzeye son rotüşları atıyorlardı. Füze pazar sabahı Manhattan’ın merkezindeki Salomon ofislerini vurduğunda saat 10’a birkaç dakika vardı. Hazine’den gelen bir telefon Salomon’un Hazine müzayedelerinde kendi adına ve müşterileri adına teklif vermesinin yasaklandığını, birkaç dakika içinde yapılacak bir açıklamayla yasağın medyaya ve kamuoyuna duyurulacağını bildirildi. Buffett mesajı aldığı anda, az sonra başlayacak yönetim kurulu toplantısında istifalarını sunmaya hazırlanan Gutfreund, Strauss ve birkaç kişiyle küçük bir odada sohbet etmekteydi. Üçü de bu haberin Salomon’un işini bitireceğini düşündü. Salomon, Hazine yasağının getireceği ekonomik zararın büyüklüğünden değil, dünya bu haberi “Hazine Salomon’u nakavt etti” şeklinde yorumlayacağı için mahvolacaktı. Üstelik bu darbe, kredi sorunları nedeniyle zaten sendeleyeni ve uçurumun kenarına gelmiş olan bir şirketin üzerine iniyordu.

Manevra için de zaman yoktu: Söz ağızdan bir kere çıkmış, Buffett’ın öğleden sonra saat 2:30’da basın toplantısı yapacağı duyurulmuştu; kalabalık bir gazeteci grubu bekleniyordu. Bundan da kötüsü, dünya çapında bir piyasanın tiranlığı şirketin direncini kırıyordu. Akşam üzerine doğru Tokyo piyasası açılacak, sonra Londra, ardından da New York’ta işlemler başlayacaktı. Kötü haber bir piyasadan diğerine alev alev yayılacak ve tek bir düşünceye yoğunlaşacaktı: Salomon’un itibarı darbe almıştı. İtibara bağımlı bir kurumda diğer düşüncelerin artık hiçbir önemi yoktu. Tek başına bu şirketi yerle bir edebilirdi. Buffett ve diğerleri haberi aldıkları küçük odada önlerindeki seçenekleri düşünüyorlardı. Üç olası yol olduğunu gördüler. Birincisi, Hazine’nin yasağı kaldırmasını,

en azından değiştirmesini sağlamaktı. İkincisi cesur bir yüz takınmak, kendinden emin açıklamalarda bulunmak ve dünyanın bu davranıştan -daha doğrusu yalandan- etkilenmesini ümit etmekte. Üçüncüsü, şirketin iflasını ilan ederek tasfiyeye gitmek, böylece onurlu bir şekilde iflas etmek, hasarı azaltmak ve etkilerini Salomon'un kreditörlerine eşit bir şekilde paylaştırmaktı.

İkinci strateji neredeyse telaffuz bile edilmeden terkedilmişti. Diğer ikisi eşzamanlı olarak uygulamaya kondu. Bunun anlamı, iflas avukatlarının derhal çağırılması gerektiğiydi. Wachtell Lipton'dan gelen bir ekip, uluslararası düzeyde dev bir menkul değer şirketinin, bir pazar günü nasıl iflasa gideceğini araştırmaya başladı. Muhtemelen bir yargıç gerekecekti, evinde patlamış mısır atıştırarak beyzbol maçı izlemekte olan yargıç apar topar getirilecek; belki de dikkatsiz bir daktilo memurunun 150 milyar dolarlık o rakama fazladan bir sıfır eklediğinden kuşkulana- cak; ve her durumda muhtemelen *türev*, *repo* veya *temerrüde düşme* sözcüklerini ömründe ilk kez duyuyor olacaktı. Kısacası iflas davası, sonuçlansa bile, kâbus olacaktı.

Kişisel olarak Buffett için de kâbus olabilirdi. İşle ilgili tanımı, kendisine orada olmak için hiçbir neden bırakmayacak köklü değişikliklerin eşiğindeydi: Salomon'u kurtarmaya gelmişti, sonsuz iflas sürecinde ona eşlik etmek için değil. "Bu işi her türden insan yapabilir," diyordu kendine. Böylece o pazar günü Buffett iflasın gerçekleşmesi durumunda işin başına geçmemeye karar verdi. Fakat yine de, gidişinin batan gemiyi terketmesi olarak görüleceğini veya daha da kötüsü, geminin dibi boy- lamasının en büyük nedeni olarak gösterileceğini bildiği için, bu kararının doğuracağı kızgınlık konusunda kendini kandırmadı. Buffett çok uzun zaman önce üç cocuğuna, isim kazanmanın bir ömür sürdüğünü, ama beş dakikada yerle bir edilebileceğini söylemişti. Pazar gününün sonu- na doğru, o beş dakikanın eşiğinde olduğunu söyledi kendine. Fakat bu A planına, yasağın kaldırılmasını sağlamaya verdiği enerjide hiçbir kısa devre etkisi yapmadı. Buffett, Hazine'yi arama işini üstlendi ve o gün Fed Başkanı Alan Greenspan ile de konuştu. Gutfreund ve Strauss bir türlü ulaşılamayan Corrigan'ı bulma işini üstlendiler. Yardımcı olmak isteyen Meriwether'e SEC Başkanı Richard Breeden'in izini sürmesi söy-

lendi. Meriwether ona ulaştığında Hazine'nin kararına katıldığını belirten Breeden, Salomon'un "feci bir durumda" olduğunu telaffuz etti ve kendisinden yardım alamayacağını söyledi.

Bu arada Hazine cephesinden bir de lojistik darbe gelmişti. Buffett o korkunç mesajı gönderen görevliye anında geri dönmeye çalışmıştı, fakat hat meşguldü. Telefon şirketi görüşmeyi kesmeyi kabul ettiyse de tuhaf bir karışıklık yaşandı, yanlışlıkla başka hat bağlandı ve gecikme oldu. Buffett Hazine sözcüsüne bağlandığında yasak artık telleri vurmuş, bütün dünyada şimşekler çakıyordu.

Hazine sözcüsü, o sırada at yarışlarını izlemek için Saratoga Springs, N.Y'da bulunan Hazine Bakanı Nicholas Brady'i arayarak Buffett'ın konuşmak istediğini bildirdi. Buffett ve Brady yıllardır dosttu, ama bu pazar sabahı telefonda görüşeceklerini hayal etmek zordu. Heyecandan ve gerginlikten sesi çatallaşan Buffett, içinde bulundukları durumu Hazine Bakanı'na anlatırken, Salomon'un Hazine'nin koyduğu yasakla başa çıkamayacağını ve olası bir dava için iflas uzmanlarını çağırıldığını söyledi. Hemen arkasından da Salomon'un dev boyutunu ve yaptığı işin dünya çapındaki doğasını vurguladı. Salomon'un iflasının felaket sonuçları olacağını, dünya çapına yayılacak domino etkisi yaratacağını ve varlığının temeli "zamanında ödeme" fikrine dayanan bir finansal sistemde büyük hasara yol açacağını belirtti.

Brady cevap verirken dostça ve empati göstererek yaklaştı, fakat bu iflas ve finansal çöküş söylemlerinin zorlama olduğunu düşünme eğilimindeydi. Buffett'ın görevi üstlenmeyi reddedeceğini veya bu işi başaramayacağını hayal edemezdi. Brady ayrıca işlerin geldiği noktanın da gayet farkındaydı: Açıklama bir kez yapılmıştı, geri alınması müthiş büyük bir sorun olabilirdi.

Yine de Brady diyalogu kesmedi ve bu da Buffett'ın içini çok rahatlattı. Hazine Bakanı birkaç görüşme yaptıktan sonra Buffett'a geri döndü. Günün en tuhaf detaylarından biri şuydu: Buffett görüşmelerini, Salomon'un çalmamaya, ama biri aradığında ince bir yeşil ışığın yanmasına göre programlanmış telefonlarından yapıyordu. Hatırlamak istemediği kadar uzun bir süre gözlerini telefondan ayırmamış ve Hazine Bakanı'nın o yeşil ışığı yakmasını beklemişti.

Buffett her telefonda Brady'e durumun ciddiyetini anlatmaya çalışıyordu. Hep birlikte, durdurulması gereken bir trene atladıklarını ve bunu ancak durumun vehametini herkes anladığı zaman başarabileceklerine inandığını vurguluyordu. Brady ile yaptığı görüşmelerin bir noktasında Buffett'ın bütün sıkıntısı ve umutsuzluğu tek bir cümlede ifade bulmuştu: "Nick, bu benim hayatımın en önemli günü."

"Endişelenme Warren, atlatacağız," dedi Brady. Fakat bu görüşünün ve fikirlerinin değiştiği anlamına gelmiyordu.

Farkı getiren, öğleden sonra telefon görüşmelerine Corrigan'ın da dahil olması oldu. Buffett'a "her türlü sonuca" hazırlanmasını söyleyen ve yaşağı desteklediğini açıklayarak pozisyonunu net bir şekilde tanımlayan Corrigan, şimdi dinliyordu. Buffett'ın iflas lafına ve iflasa gidildiği takdirde bu işin peşini bırakacağı yolundaki sözlerine de inanmış görünüyordu. Corrigan, Hazine Bakanı Brady'e ve telefondaki bir diğer düzenleyiciye "Kendi aramızda biraz daha konuşalım," dedi.

Bunun üzerine Buffett yönetim kurulu odasına geri giderek diğer kurul üyeleriyle birlikte orada bekledi. Altı kat aşağıda, saat 14.30'daki basın toplantısı için gelmiş olan, benim de aralarında bulunduğum 100'ü aşkın muhabir ve fotoğrafçı toplanmıştı. Buffett'ın cumartesi günü görüştüğü yöneticilerden bazıları yönetim kurulu odasının hemen dışında bekliyordu, içlerinden biri Salomon'un başına geçecekti.

Sonra, saat tam 14:30'da, Hazine bakan yardımcılarında Jerome Powell, Hazine'nin birlikte yürümeye hazır olduğunu bildiren açıklamasını okumak için Buffett'ı aradı. Aslında bu yarım somundu, belki de çeyrek ekmekti: Salomon'un kendi adına vereceği tekliflerdeki yasağın kaldırıldığını, ama müşterilerinin hesabına teklif verme yasağının devam ettiğini söylüyordu. "İşe yarayacak mı?" diye sordu Powell. "Sanırım yarayacak," dedi Buffett. Yönetim kurulu Buffett'ı Salomon Inc.'in geçici başkanı seçmek, Deryck Maughan'ı da Salomon Brothers operasyonunun başına getirmek için hızla harekete geçti. Maughan'ı bulan Buffett, "Sen atandın," dedi ve aşağıdaki basın toplantısına inmek için yürümeye başladılar. Salona girdiklerinde saat 14:45 idi.

Ani bir giriş oldu: "Ben Warren Buffett. Bugün öğleden sonra Salomon Inc. geçici başkanı seçildim," dedi. Birkaç dakika sonra da Hazi-

ne'den az önce gelen açıklamayı yüksek sesle okumaya başladı. Bitirdiğinde salonun arkalarında yüzler gülüyor, birbirine çarpan ayakların sesleri yükseliyordu, yaşamlarını kurtaran bu şahane haberi duyan çalışanlar sevinçli bir telaşla kendilerini dışarı atıyorlardı. Sonra, Buffett 2,5 saatten uzun bir süre soruları yanıtladı. “Hem burada hem Omaha’da olmanız gerekiyor, bunu nasıl yapacaksınız?” diye bir soru geldi. Buffett cevabı anında yapıştırdı: “Annem adımları iç çamaşırlarıma işlemişti, bu yüzden sorun olmayacak.”

Pazartesi günü gazeteler artık “Salomon can çekiyor” demiyordu; yasak gibi onların tutumu da değişmişti. Salomon’un hisseleri zamanında açıldı ve 1,5 puan düşerek, her zamanki gibi işlem gördü.

Buffett bir paradoksa işaret ederek, o dönemde büyük sıkıntı yaratan bütün bu Hazine olayının muhtemelen Salomon’a başka türlü sahip olamayacağı bir güç kazandırdığını söylüyor. Yasağın öğleden sonra saat 14:30’da kaldırılması, piyasalara, herşeye kadir düzenleyicinin, Hazine’nin Salomon’da işlerin yolunda olduğunu düşündüğü mesajını vermişti. Eğer bu destek sağlanmamış olsaydı, pazartesi sabahı borç piyasaları Salomon’un kredibilitesi konusunda kendi kararlarını vermek zorunda kalacaklar ve kim bilir ne gibi düşünceler çıkaracaklardı.

Salomon o hafta sonundan son derece zorlu ayları atlatacak dayanma gücüyle çıktı; bu zor dönemde geçici CEO bilançoğu büyük ölçüde kısarak kaldırıcı azalttı. Şirketin ihtiyacı olan para konusunda bankalarla sıkı sıkı pazarlık etti ve hepsinden çok, Mozer’in yaptığı hataların (Fed’e yalan söylemekten suçlu bulunduğu için 4 ay hapis yatmasına maloldu) Salomon’a ağır cezalar getirmemesini ümit etti. Sonunda şirket 290 milyon dolar ödedi; Buffett’ın hem devlete hem de işleri temizlemeleri için hukuk kurumlarına ödenmesi gerektiğine inandığı bu ceza aslında onun olağanüstü yardımlarını yansıtıyordu.

Bu temizlik operasyonunda, sık sık Berkshire için çalışan ve Buffett’ın Salomon’a tam zamanlı getirdiği California’lı hukukçu Robert Denham’a büyük bir yer ayrılmıştı. 1992 yılının mayıs ayı Salomon’un en büyük sorunları kontrol altına alınmış olarak sona ererken, Buffett Omaha’ya döndü; Denham ise Salomon Inc.’in başkanı ve hissedarlarının çıkarlarının bekçisi olarak işe başladı. Şimdi o insanların 9 mil-

yar dolarlık Travelers hissesini yönetirken, Denham yeni bir şeye daha adım atacak.

Peki ya Berkshire'ın 9 milyar dolardaki payı? Berkshire'ın alacağı Travelers hisselerinin değeri, bir kısmı dönüştürülebilir Berkshire hissesi sahiplerine taahhüt edilmiş olmakla birlikte, yaklaşık 1,7 milyar dolar. Bu karışıklıkla ilgili daha fazla şey bilmek istemezsiniz, Buffett'ın Salomon hissesinde yaptığı akrobatik hareketleri derinden incelemeyi de istemezsiniz. Yalnızca şunu not edin: Hali hazırda bir Salomon hissesi, Travelers hissesinde 81 dolara karşılık geliyor. Berkshire ise, 1987 yılında 38 dolar efektif fiyat üzerinden satın aldığı Salomon hisselerine ve ayrıca daha sonra 48 dolar ortalama fiyattan satın aldığı Salomon hisselelerine sahip.

Kısaca özetlersek, Buffett 1987'de "Salomon'un üçe katlamayacağını" söylemişti ve katlamadı. Öte yandan bu performansı topun outa gitmesi olarak görmek zor. "Ben kornere gönderdik demeyi tercih ederdim," diyor Buffet ve hemen ekliyor: "Tabii durum 2-0 olmadan önce."

Sonra da biraz felsefi bir bakış getirerek Salomon'un hikâyesine en sevdiği sözlerden biriyle son noktayı koyuyor: İyi biten her şey güzeldir.*

* All's well that ends well: Shakespeare'nin 1604-1605 yılları arasında yazdığı düşünülen oyunudur. Oyun Boccaccio'nun Decameron adlı eserini temel almıştır. Oyunun adı, iyi sonuçlandığı sürece sorunların önemi olmadığını vurgulayan atasözünden gelmektedir.

Şimdi bunu dinle

10 Ocak 1994

Salomon krizinden 2,5 yıl sonra Buffett'ın esprili yorumu

Berkshire Hathaway'in 63 yaşındaki başkanı ve Salomon Inc.'in büyük yatırımcılarından Warren Buffett, Hazine müzayedesini skandalının mimarı Paul Mozer'e verilen para ve hapis cezası konusunda şunları söyledi: "Mozer 30.000 dolar ödeyecek ve 4 ay hapis yatacak. Salomon hissedarları -ben dahil- 290 milyon dolar ödedi ve ben 10 ay CEO'lığa mahkum oldum."

Nebraska Special

26 Eylül 1988

TERENCE PARE

Sıradan şeyler yaparak sıradışı sonuçlar üretmekle gurur duyan Omaha'lı yatırımcı Warren E. Buffett, bu kez sonucu sıradan olacak sıradışı bir şey yaptı. Doğum yeri Omaha'da kurulu şirketler grubu Berkshire Hathaway'in 58 yaşındaki başkanı Buffett hissedarlarına yazdığı yıllık mektupta, Berkshire hissesinin New York borsasındaki tezgah üstü piyasalarda işlem görmesini planladığını açıkladı.

Bu sıradışı, çünkü borsaya kote olmak isteyen şirketlerde minimum 2000 hissedarın en az bir adet "100 hissedenden oluşan yuvarlak lot" sahibi olması gerekiyor. Berkshire'da yuvarlak lot yok. Hisse yaklaşık 4.300 dolardan satarken çok kişinin 100 hissedenden oluşan yuvarlak lot alması zor ve Berkshire'ın dolaşımdaki hisse sayısı görece düşük; Big Board'a (ABD'nin en eski ve büyük borsası olan Wall Street'teki New York Borsası) kote şirketlerin ortalama rakamının yüzde 3 altında. Bugüne dek her zaman hisseyi bölmeyi reddeden -kısmen spekülâtörlerin cesaretini kırmak için- Warren Buffett kuralın değişmesini bekliyordu ve bu da geçtiğimiz günlerde gerçekleşti. Yeni düzenleme, Berkshire Hathaway'in 10 hisselik yuvarlak lotlar halinde alınıp satılmasına imkân veriyor. SEC onaylar onaylamaz Buffett kote olmak için başvuracak.

Ünlü yatırımcı amacının hissenin astronomik fiyatını daha da yükseltmek olmadığını söylüyor. Buffett yatırımcılarına şöyle yazıyor: "Benzer ekonomik ortamlarda, Berkshire'ın New York borsasında da tezgah üstü piyasadaki fiyatlardan satılması gerek ve biz böyle olacağını ümit ediyoruz." Hedefi o kadar da heyecan verici değil. Çünkü New York Borsası'nda piyasa yapıcılarının alım ve satım fiyatı arasındaki makas genelde daha dar, buraya kote menkul değerlerin alım-satımlarında işlem maliyeti biraz daha az.

Warren Buffett'tan sıcak tüyo: Freddie Mac hisselerinde alım zamanı

19 Aralık 1988

BRETT DUVAL FROMSON

Bu makale gerçekten nadir bir şeyi getirmişti: Buffett'tan tüyo. Buffett normalde aldığı veya sattığı hisseler hakkında konuşmaz. Fakat makalenin resim altı yazılarından birinde de açıklandığı gibi bu kez bir istisna yapmıştı, çünkü öncelikli alım hakkı (rüşhan hakkı) bulunan bir tasarruf ve kredi kurumunun sahibi olarak Berkshire, Freddie Mac hisselerinde yasanın izin verdiği azami alım sınırına ulaşmıştı.

Buffett'in tüyosu ne kadar iyiydi? En iyisindendi. 1988 yılı aralık ayı başlarında (Fortune'un 19 Aralık tarihli baskısı abonelere ulaştığında) Freddie Mac hissesi alan bir yatırımcı, hisse başına bölünmeye göre düzeltilmiş yaklaşık 4 dolar ödeyecekti. Eğer bu yatırımcı hisseyi 10 yıl -Aralık 1998'e kadar- elinde tutmuş olsaydı, yaklaşık 60 dolar düzeyindeki fiyatlardan satabilecekti. Aslında Buffett'tan tüyo almaya çalışan yatırımcılar hisselerini elden çıkarmamış olmalılar; çünkü Berkshire, Freddie Mac hisselerinin neredeyse tamamını -kabaca 60 milyon hisse- 1990'lar boyunca elinde tuttu.

Fakat 90'lar sona erdiğinde Buffett satmaya hazırды. 2000 yılında Freddie hissesi 37 dolar ile 70 dolar arasında gezinirken, Berkshire pozisyonunun yüzde 95'inden fazlasını boşaltarak, yaklaşık 3 milyar dolarlık büyük bir sermaye kazancı kaydetti. Satışlar kamuoyundan uzakta yapılmıştı; çünkü Berkshire işlemler tamamlanıncaya kadar satışlarını gizli tutmak için SEC'ten izni almıştı - yani, 13-F formu' adı verilen belgelerde Freddie'den hiç söz etmeme hakkı vardı.

* 13-F formu: Kurumsal yatırımcıların portföy işlemlerini SEC'e ilettikleri dosya. (Çn.)

İşlemler sona erdiğinde, Berkshire 13-F formlarını doldurdu ve Buffett 2000 yılı raporunda Freddie'nin büyük bölümünü elden çıkardığını duyurdu. Ama detay eklemedi. Örneğin neden satışa gittiğine değinmedi.

Bu hareketinin nedeni bir süre sonra, Freddie Mac'ın sahneye koyduğu oyunla sergilenecekti. 2003 yılında, Freddie'nin kazançlarını sürekli yanlış bildirdiği ve yeniden beyan etmesi gerektiği haberi patladı. 2007 yılında Freddie'nin bağlı olduğu düzenleyici kurum Office of Federal Housing Enterprise Oversight (OFHEO)' Federal Konut Yatırımları Denetim İdaresi), şirketin itibarı yerle bir olan CEO'su Leland Brendsel'i kıdem tazminatının büyük bölümünden feragat etmeye çağırdı. O dönemde tanık olarak ifade veren Buffett'ın Freddie yönetimine olan saygısını kaybettiği için Berkshire'ın elindeki hisseleri 2000 yılında sattığını -ki bu doğrudur- mahkemede açıklaması istenmişti.

Detayına girersek Buffett, Brendsel ile birkaç kez karşı karşıya geldiğine ve onun aceleci bir tavırla çift haneli gelirlere -yüzde 15 gibi odaklandığına dair ifade verdi. "Finans şirketlerinde bu tür kazançlar doğal yollardan gelmez," dedi Buffett ve buna ulaşan yönetimlerin "rakamlarla oynamaya" başlayabileceklerini söyledi. Freddie ayrıca onun boşlanmadığı türden büyük bir yatırıma girmişti ve Buffett acaba bunun gibi daha neler yaptı diye sormuştu kendine. "Hiçbir zaman mutfakta tek bir kara fatma yoktur," dedi. Düzenleyiciler davayı kazandı ve Brendsel suçlu bulunarak toplamda 16 milyon dolar cezaya çarptırıldı.

Sonuca baktığımızda Buffett, Berkshire'ın portföyündeki Freddie hisselerini elden çıkarmakta acele etmemişti. Konut balonunun kazanan kağıdı Freddie, Ekim 2007'ye kadar Berkshire'ın satışlarını, kazanç skandalını ve yönetim kargaşasını atlatarak borsanın kıyılarından gezindi. Sonra çöktü ve finansal krizin merkezindeki zayıflardan biri oldu. Şimdilerde yaklaşık 25 centten satılan bir penny hissesi. — CL.

* OFHEO: ABD'de hükümet desteğindeki birimlerin, Freddie Mac ve Fannie Mae'nin denetiminden sorumlu federal düzenleme organı. Konut ve Kent Gelişimi Bakanlığı içinde bağımsız bir birim olarak kurulmuştu. OFHEO Freddie Mac ve Fannie Mae'nin sermaye uygunluğunu ve finansal güvenliğini sağlamak üzere görev yapıyor. (Çn.)

Muhteşem şirketler, hisselerinin yanlış değerlenmesine neden olan sıradışı koşullarla çevrili olduklarında büyük yatırım fırsatları doğar.

Yüksek kâr getiren hisse senetlerine nişan almasıyla tanınan yatırım dünyasının kahini ve Berkshire Hathaway'in başkanı Warren E. Buffett böyle diyor. Onun görüşüne göre, Federal Home Loan Mortgage Corp., kısacası Freddie Mac tam da bu türden bir fırsat. Kuzeni Fannie Mae (Federal National Mortgage Association) gibi yarı kamu kuruluşu olan Freddie Mac'in özkaynak üzerinden getirisi yüzde 23 gibi etkileyici bir oran ve 1988 yılı tahmini kazançlarının 8 kat altında satılıyor. "Freddie Mac üçlü dip sos," diyor Buffett. "Muhteşem performansla sahip bir şirkette düşük fiyat/kazanç oranına sahipsiniz. Kazançlar büyüyor. Hisse senedi yatırımcılarının yakında çok daha iyi tanıyacağı bir kâğıt."

Berkshire Hathaway'in kredi ve tasarruf yan kuruluşu yaklaşık 108 milyon dolarlık Freddie Mac hissesi almış veya almak üzere sözleşme yapmış durumda ve bu öncelikli alım hakkına sahip bir şirketin satın alabileceği azami miktar. GEICO Başkanı Louis Simpson ve Sequoia Fonu Başkanı William Ruane başta olmak üzere Buffett'in yakın çevresinden çok sayıda dostu ve çalışanı da Freddie Mac'a yatırım yapmış bulunuyor. Peki küçük yatırımcılar Buffett'in peşinden gitmeli mi? Tek kelimeyle, evet.

Freddie Mac Amerikan rüyasının -herkesin hayalindeki ev alma düşünün- gerçek olmasını sağlıyor. 1970 yılında Kongre'den imtiyaz alan şirket kreditorlerden ipotekli konut kredileri (mortgage) alıyor, bu mortgage kredilerini geri ödenmeme riskine karşı teminatlandırıyor ve bir menkul değer olarak paketleyerek, aralarında çok sayıda kredi ve tasarruf kuruluşunun da bulunduğu yatırımcılara satıyor. 1970 yılından 1987'ye kadar geleneksel ipotekli konut kredisi piyasası bileşik olarak yılda yüzde 13'ün üzerinde büyüdü ve bu oran hiçbir yıl yüzde 5,5'in altına inmedi. Fena değil, fakat Freddie Mac'in üstün başarısını sağlayan unsur rekabetin olmaması. Bu piyasada Freddie Mac'tan başka tek büyük oyuncu var: Fannie Mae. İkisi arasındaki en temel fark, Freddie'nin tüm mortgage'larını satması, buna karşılık Fannie'nin büyük bölümünü elinde tutması.

Freddie ve Fannie birlikte piyasanın % 90'ını kontrol ediyorlar. "Bu bizim için tekelden sonraki en iyi şey," diyor Buffett. Freddie-Fannie ailesinin ikili tekelinin geleceği cesaret verici görünüyor. Önümüzdeki yıllarda piyasa genişleyebilir. Bugüne dek geleneksel ipotekli konut kredilerinin yalnızca yüzde 33'ünün menkul kıymete çevrilmiş olması büyüme için yeterince alan bırakıyor. Ayrıca yakın zamanda tasarruf kurumlarını daha fazla mortgage destekli menkul değer almaya yöneltecek güçlü bir teşvik daha gelecek. 1990 yılında, sıradan mortgage kredileri veren mevduat bankaları ile kredi ve tasarruf kuruluşlarının (S&L), menkul kıymetleştirilmiş mortgage'lardan oluşan çeşitlendirilmiş bir portföye sahibi olmaları durumunda kredi zararlarına karşı daha büyük karşılıklar bulundurmaları istenecek.

İki şirketten Freddie daha iyi bir bahis olabilir. Son on yıl boyunca, özkaynak kârlılığı Fannie'nin iki katından fazlaydı. Çünkü Freddie yöneticileri yalnızca en kaliteli mortgage'ları alıyorlar ve Freddie'nin geleneksel sabit oranlı tek aile mortgage'larındaki temerrüt oranı, 230 milyar dolarlık portföyünde yaklaşık yüzde 0,4. Aynı boyutta varlığa sahip olan Fannie'de bu oran yüzde 1,1. Şirket Başkanı Leland Brendsel ve diğer Freddie Mac yöneticileri, paralarının maliyetini artırarak, aynı zamanda da ikincil piyasada mortgage'ların fiyatını düşürerek mortgage bankacılarını olumsuz etkileyen ani faiz yükselişlerine maruz kalma risklerini asgaride tutuyorlar. Brendsel bilançosunda yalnızca 15 milyar dolar değerinde mortgage bulundururken, Fannie Mae'nin bilançosunda bu rakam 102 milyar dolar.

Berkshire'ın kısa süre önce Fannie hisselerini satarak daha fazla Freddie hissesi almaya yönelmesinin bir nedeni, Freddie'nin faiz oranlarının yükselme riskine kendini fazla açmaması olabilir. Berkshire Hathaway başkan yardımcısı Charles Munger: "Bu hisse senedi için, almamıza izin verilen her kısıntısını toplamış olmaktan daha elle tutulur bir kompliman düşünemiyorum," diyor. Yasa gereği, hiç kimse Freddie Mac'in dolaşımdaki hisselerinin yüzde 4'ünden fazlasını alamıyor.

* Tek aile mortgage kredisi: Single-family mortgage. Tek kişi ile en fazla dört üyeli ailelerin oturduğu konutlara verilen ipotekli kredi. (Çn.)

Freddie Mac hisselerinin bazı özellikleri var. Birincisi, hisse türü itibarıyla ve doğru bir terimle, “iştirâkli tercihli hisse” olarak tanımlanıyor. Tercihli hissedarlar normalde sabit kâr payı ödemeleri alırlar, fakat Freddie yıllık kâr paylarından ilk 10 milyon doları alıyor ve diğer bütün dağıtımların yüzde 90’ı teminat altında. Yatırım yapmayı düşünenler için ikinci bir bilgi de şu: Freddie 3 Ocak’a kadar “*ihraç edildikçe*” tezgâh üstünden satılıyor, 3 Ocak’tan itibaren ise New York Borsası’nda işlem görmeye başlayacak. Bugüne dek Federal Home Loan Bank Board kuralları, Freddie’nin çekirdek parasını onlar sağladıkları için yalnızca üye kurumların iştirâkli tercihli hisse almasına izin veriyordu. Bu uygulama sonucunda oluşan nakit sıkıntısı hisseyi serbest bir piyasada görebileceğinin oldukça altında bir fiyatta tuttuğu için kurul söz konusu kısıtlamayı kaldırma kararı aldı. Bu değişikliğin sermaye açlığı çeken kredi ve tasarruf kurumlarına 2 milyar dolar civarında para getirmesi gerekiyor.

Freddie’nin “İhraç edildikçe” satışa sunulan hissesi ekim ayında işlem görmeye başlamıştı. Çoğu kurumsal yatırımcı henüz hissenin cazibesini keşfetmiş değil veya uyguladıkları yatırım kuralları, ihraç edildikçe satılan hisse senetlerinden uzak durmalarını gerektiriyor; yatırım fonları ve sigorta şirketleri nadiren bu tür hisseler alıyorlar. Hisse senedi piyasalarında kuralları profesyoneller belirliyor gibi görünse de, Freddie Mac hisselerinde üstünlük ilk kez bireysel yatırımcıya geçiyor. Üstelik bir de bonus var. Çünkü ihraç edildikçe satılan hisselerin ödemesini hemen yapamazsınız, yüzde 30’a kadar olan kısmını verirsiniz, kalanını daha sonra ödersiniz. Bu durumda faturanın tamamını ödemek için 10 Ocak’a kadar zamanınız var.

** İhraç edildikçe satılan hisse: When-issued share. Koşullu bir işlemdir, çünkü menkul değer için arz yetkisi verilmiş fakat henüz arz edilmemiştir. Hazine’nin menkul kıymetleri, hisse bölünmeleri, yeni arz edilmiş hisse ve bonolar bu temelde işlem görür. Yeni bir hissenin arzından önce yükleniciler potansiyel yatırımcılardan sipariş alırlar. Bu emirler koşullu - arz edildiğinde- gerçekleşir, çünkü halka arzın iptali halinde yerine getirilemeyebilirler. Bazen de “buzlu/with ice” veya “when distributed/dağıtıldığında” olarak da tanımlanır. (Cn.)

BRIÇ MASASINDA NELER OLDU?

Aslar masada

5 Haziran 1989

JULIA LIEBLICH

Milyarder briç oyuncusu Warren Buffett hakkında *Fortune*'da yayınlanan bir yazıdan esinlenen Amerikan Briç Derneği (American Contract Bridge League) Buffett ve iş dünyasından beş tanınmış ismin yer aldığı "iş adamları takımı" ile politikacıları karşı karşıya getirdi. Sonuç: İş adamları 54, Siyasiler 39. Washington'daki maçı izlemek isteyenler kişi başı 100 dolar ödedi. Para, birliğin eğitim vakfı ile "Okumak Temeldir" adlı sosyal sorumluluk programına gidiyor. "Herkes iyi oynadı," diyor kazanan ekibin kaptanı olarak masaya oturan CBS yönetim kurulu başkanı Laurence Tisch. İş adamlarının takımı Buffett dışında broker'lık şirketi Bear Stearns yönetim kurulu başkanı Alan Greenberg ve aynı şirketin başkanı Jimmy Cayne, Forbes yönetim kurulu başkanı Malcom Forbes ve güçlü hukuk firması Cravath Swaine & Moore'un ortağı III George Gillespie'den oluşuyordu. Yasamacıların kaptanı Kongre üyesi Arlan Stangeland (Cumhuriyetçi-Minnesota) ise oyunun skoru için şöyle dedi: "Kıran kırana bir mücadele oldu."

• Reading is Fundamental program.

Cayne kadınları kızdırdı

15 Ocak 1990

ALAN DEUTSCHMAN

Bear Stearns başkanı James Cayne aynı zamanda uluslararası turnuvalar kazanmış bir briç oyuncusu. Fakat sözünü sakınmayan bu Wall Street'li bir erkek dergisinin briç tutkusuyla ilgili sorularını yanıtlarken ne zaman pas diyeceğini bilemedi. Dergi, Cayne'e önce takım arkadaşlarını sordu. Corporate America's Six Honchos (CASH) (Kurumsal Amerika'nın Altı Şefi) olarak yarışan takımda Cayne'nin dışında patronu, Bear Stearns CEO'su ve amatör sihirbaz Alan Greenberg, Tisch, Forbes, Gillespie ve Buffett oynuyordu. Cayne derginin sorularını yanıtlarken yalnızca takım arkadaşlarını eleştirmekle kalmadı ("briç oynamayı bilmiyorlar"), kadınların yeterince soğukkanlı olmadıklarını, bu yüzden de iyi briç oyuncusu -veya trader- olamayacaklarını söyledi. "Yoğun baskı altında," dedi 52 yaşındaki Cayne, "bir kadın muhtemelen bayanlar tuvaletine gidip gözlerine kalem sürmek zorunda kalacaktır." Bu sözler Bear Stearns'i cinsiyet ayrımcılığı suçlamasıyla açılan iki dava ile karşı karşıya bıraktı. Davacılarından biri trader'lık yapan bir hanım ve Cayne'in kendini savunması pek kolay görünmüyor.

Cayne alıntının uydurulmuş, çarpıtılmış veya bağlamından uzaklaştırılmış olduğunu söyledi. Bear Stearns çalışanlarına yazdığı mektupta, "Bu yazı ile verilen bütünüyle yanlış izlenim için herkesten özür diliyorum ve yazının içeriğine karşı olduğum konusunda sizleri temin ederim," dedi. Yazar Duncan Christy ise alıntıların -banttan çözüldüğünü- ve "her detayının doğru" olduğunu ifade ediyor.

Cayne hakkında verilebilecek hüküm ne olabilir? Avukat George Gillespie kahramanca davranarak takım arkadaşı kadar yetenekli olmadığı "suçunu kabul ediyor." Fakat Cayne'nin iyi briç oynayan en az bir hanım

tanıdığı kesin: Kendi koçu, büyük usta Judi Radin (39). Koç Radin'in bu konudaki görüşü ise şöyle: "Jimmy belki bir miktar zafer sarhoşu oldu. Çok iyi bir insandır, fakat aynı zamanda yoğun biridir. Yazının dergide yayınlanmasından önce hoşlanmayacağımı söylemişti." Radin şimdi takımını İngiliz Parlamentosu'ndan bir ekibe karşı hazırlamakla meşgul. Başbakan Margaret Thatcher'ın oynaması beklenmiyor.

Editorün notu: Amerikalılar İngiliz Avam Kamarası ekibini yendiler, fakat Lordlar Kamarası'na mağlup oldular.

Bir milyarla nasıl yaşamalı?

11 Eylül 1989

Alan Farnham'ın makalesinden alıntı

Tam 3,6 milyar dolar servetine rağmen günde 10 saat çalışan Warren Buffett, "Dünyada en çok istediğim şeyi yapıyorum ve 20 yaşımdan beri böyle yapmaktayım," diyor. Buffett, birlikte çalıştığı kişilere duyduğu hayranlık nedeniyle bu işi bırakmadığını söylüyor. "İş yaptığım her kişi ile birlikte çalışmayı ben seçtim. Sonuçta, bu en önemli faktör haline geliyor. Hoşlanmadığım veya hayranlık duymadığım kişilerle etkileşim kuramıyorum. Kilit unsur bu. Evlilik gibi." ...

Konu şahsi bağışlarına geldiğinde Buffett, bağış yapılacak sosyal çalışmalar bulmanın hisse senedi seçmekten daha zor olduğunu belirtiyor. "Hisse senetlerinde açık ve yapması kolay şeylere bakıyorsunuz. Hisse senetlerinde üzerinden atlayabileceğiniz tekli engelleri belirlemeye çalışıyorsunuz. Ama bağış arenasına girdiğinizde, tarih boyunca en çetin ve çözüme en dirençli sorunlara karşı atağa geçiyorsunuz. Bunların en önemlileri de 7 ayaklık engeller. Buffett'ın vakfı iki önemli davaya destek veriyor: Doğum kontrolü ve nükleer tehdidin yayılması. "Engeller o kadar yüksek ki göremiyorum. Tam bir çılgınlık," diyor Buffett.

Yine de nüfus planlamasına destek veren ve nükleer tehdide karşı yürütülen kampanyalara bugüne dek yalnızca 10 milyon ila 15 milyon dolar arasında bağışta bulunan Buffett, bundan böyle çok daha fazla fon akıtmayı düşünüyor. Waldemar Nielsen (vakıflar konusunda uzman ve *The Golden Donors* (Altın Bağışçılar) adlı kitabın yazarı) ise Buffett'ın henüz ısınma turlarında olduğunu söylüyor: "O hem işinde hem de yardım alanında ender bulunan muhteşem girişimcilerden biri. Onun gibi birini uzun zamandır görmedik."

Ölümü halinde Buffett'ın tüm hisseleri kendi adını taşıyan vakfa gide-

cek. Üstelik Buffett vakıf yöneticilerini sınırlayacak bir tüzük bırakmayı da akıllıca bulmuyor: “Bu onlara, ben öldükten 10 yıl sonra neye yatırım yapacaklarını söylemek gibi bir şey. Günün sorunlarına, tabutta cansız yatmakta olan bedenimin kapalı gözlerinden değil, açık gözlerle bakan, akıllı, iyi niyetli, yüksek kademedeki biri olacak. Şirketleri yönetirken gördüm ki, en iyi sonuçlar yüksek kademe insanların yollarını tıkmayıp özgürce çalışmalarını sağladığınızda geliyor. Biraz daha bekleyin. Yeterince gençseniz, bütün bunların nasıl yoluna girdiğini göreceksiniz.”

Editorün notu: “Warren Buffett servetini bağışlıyor” başlıklı makalede (bkz. sayfa 378) göreceğiniz gibi parasının büyük bölümünü Buffett Vakfı’na bırakmayı düşünen Buffett, ilk eşi Susie’nin ölümünden sonra fikrini değiştirdi. Buffett Vakfı’na Susie’nin adı verildi ve Susan Thompson Buffett vakfı oldu. Buffett şu anda parasının büyük bölümünü yavaş yavaş Bill ve Melinda Gates Vakfı’na aktarıyor.

“How to live with a billion” başlıklı bu makalenin tam metnini fortune.com /buffettbook adresinde bulabilirsiniz.

Şimdi bunu dinle

23 Ekim 1989

Milyarder yatırımcı ve Berkshire Hathaway yönetim kurulu başkanı 59 yaşındaki Warren Buffett neden 400 milyon dolar kredi alıp Hazine kâğıtlarına yatırdığı konusunda şöyle konuştu: “Varlıklara yatırım yapmak için en iyi zaman belki de para bulmanın en zor olduğu dönemler olabilir.”

YENİ WARREN BUFFETT'LAR VE ESKİSİ

1989 yılında yayınlanan ve müthiş çekici başlığıyla dikkat çeken bu kombo çalışmada, Buffett'tan birkaç bilge söze ve yazar Brett Fromson'un Buffett'ın yetenekleriyle kıyaslanabilir olmasına çalışarak seçtiği 12 genç para yöneticisine yer verilmişti.

Zaman içinde Fromson'un gerçekten de keskin görüşlü olduğu ortaya çıktı. Makalenin yayınlanmasından bu yana 20 yıldan uzun bir süre geçti ve 12 profilden dokuzu hâlâ yatırım dünyasının çok iyi tanınan isimleri arasında yer alıyor: Jim Chanos, Jim ve Karen Cramer (o zamanlar evliydim, daha sonra boşandılar), Glenn Greenberg ve o dönemdeki ortağı John Shapiro (2009'da ayrıldılar), Seth Klarman, Eddie Lampert, Richard Perry ve Michael Price. Diğerlerine gelince... John Constable Philadelphia'nın banliyösünde bir fon yönetimi şirketini yönetiyor; Fromson'un karanlıkta bulup çıkardığı "yalnız kurt" Randy Updye Sun Valley'de bir yatırım ortaklığının başında; makale yayınlandığında Fidelity'de fon yöneticisi olan Tom Sweeney ise profesyonel fon yönetimi işinden emekliye ayrılmış bulunuyor.

Bu Buffett hakkında bir kitap olduğu için yalnızca onunla ilgili kısmı alacak ve 12 para yöneticisinin profillerini burada yeniden yayınlamayacağız. Fakat makalenin tamamını fortune.com'da bulabilirsiniz. Ayrıca Google arama motorundan bakabilirsiniz, hatta makalede yer alan her kişinin adını girdiğinizde de karşınıza çıkıyor.

"Ve Şimdi Yaşlı Buffett'a Bir Bakış" başlıklı makale ise fizik profesörü Homer Dodge'un Omaha'ya kadar gidip parasını yönetmesi için Buffett'ı nasıl ikna ettiğini anlatan çekici bir hikâyeyle başlıyor. Biz bu hikâyeye, Homer'ın Kasım 2011'de 48 yaşında ölen oğlu Norton ile ilgili bir

eklemede bulunacağız. Norton öldüğünde New York Times'da uzun bir vefat ilanı yayınlanmıştı; ilanın uzunluğu pek tanınmamış bir ekonomi profesörü için belki de sürprizdi. Fakat ilanda Norton Dodge'un Buffett'ı ilk keşfedenlerden birinin oğlu olduğu belirtiliyor ve babasından kalan mirasın büyük bölümüyle ne yaptığı anlatılıyordu. Norton, nonkonformist Sovyet sanatının, yani Kremlin'in baskıcı hareketlerini protesto eden yeraltı muhaliflerinin çalışmalarını biriktiren tutkulu bir koleksiyoncu-
du. Çok değerli koleksiyonunun büyük bölümünü bir süre önce Rutgers Üniversitesi'ne vermişti. Kızkardeşi Alice de yaşamı boyunca eğitim alanına önemli bağışlarda bulunmuştu.

Ve şimdi benim görüşüm: Buffett'ın kendisi kültür veya eğitim kurumlarına bağışta bulunmak veya yardım yapmakla hiç ilgilenmemiş olsa da diğer Berkshire hissedarları bu alanlara cömert katkılarda bulunmuşlardır. Birkaç örnek: Polytechnic Institute of Brooklyn (şu anda New York Üniversitesi'ne dahil oldu) kendi öğretim görevlilerinden Nebraska doğumlu Donald Othmer ve eşi Alice'in bıraktığı 750 milyon dolarlık emlaktan büyük ölçüde yararlanmıştır; Kansas City'nin yeni sahne sanatları merkezinin salonlarından Helzberg Hall, mücevher parekende şirketleri Berkshire tarafından satın alınan Barnett ve Shirley Helzberg'in bağışlarıyla gerçekleşmiştir; ve Omaha'da -elbette- Richard ve Mary Holland'ın adını taşıyan Holland Performing Arts Center (Holland Sahne Sanatları Merkezi) ile Nebraska Üniversitesi Tıp Fakültesi bünyesindeki Sorrell Center for Health Science Education (Sorrell Sağlık Bilimi Eğitim Merkezi) Bill ve Ruth Scott'ın bağışlarıyla hayata geçmiştir. Gerek Holland'lar gerekse Scott'lar'ın Buffett ile yatırıma girmeleri çok eskilere, ortaklık günlerine kadar uzanmaktadır (Bill Scott o dönemde Buffett için de broker'lık yapıyordu).

2012 yılının başında Berkshire 202 milyar dolar piyasa değeriyle Fortune 500'ün en yüksek piyasa kapitalizasyonuna sahip şirketler sıralamasında 9. sıradaydı. Buffett'ın bu rakamdaki devasa payının -bugüne dek bağışlanmış milyar dolarların dışında 40 milyar doların üzerinde- neredeyse tamamı bağışlara ayrılmış bulunuyor. Berkshire hissedarları arasında daba kaç cömert bayırsever olduğunu kimse bilemez, ama görünen o ki giderek kalabalıklaşıyorlar. — CL.

Onlar yeni Buffett'lar mı?

30 Ekim 1989

Brett Duval Fromson'un makalesinden alıntı

Paranızı sonsuza dek, her üç veya dört yılda iki katına katlayacak biriyle ortak olmayı istemez miydiniz? Bir başka ifadeyle, yeni Warren Buffett ile ortak olmayı? Hayatlarının erken evrelerinde büyük para yöneticileriyle karşılaşan kişiler servet sahibi oluyor. Buffett tescilli olarak en büyüklerinden biri. İlk müşterilerinin servetleri bugün onlarca milyon doları buluyor. Buffett bu başarıyı tutarlı olarak ve güvenle, yılda yaklaşık yüzde 25 getiri oranı sağlayarak gerçekleştirdi. Burada tanışacağınız genç yatırımcılar da onunla kıyaslanabilir yetenek belirtileri gösteriyorlar. Yılda yüzde 20 getirsel bile -çoğu şimdiye kadar en az bu düzeyde getiri sağladı- onlarla bugün yapacağınız 10.000 dolarlık yatırım, 2025 yılında 5,9 milyon dolar olacak.

Bu potansiyeli nereden anlıyoruz? Güçlü yatırım performanslarından kuşkusuz. Ama bu tam anlamıyla ikna etmeye yeterli bir gösterge değil, özellikle de genelde 10 yıllık performans kaydı bulunmayan genç yöneticiler için. Bazı karakter özellikleri daha çok önem kazanıyor. Buffett için "yüksek etik değerler" başta geliyor. Ona göre yatırım yöneticisinin yaptığı her şeyde müşterisini birinci sıraya oturtması gerekiyor. En azından potansiyel çıkar çatışmalarından kaçınmak için yatırım yöneticisi müşterisiyle birlikte kendi net varlığını da yatırmalı. Burada profillerini göreceğiniz yatırım yöneticileri müşterilerinin parasıyla birlikte kendi varlıklarının büyük bölümünü de yatırıma dahil etmiş kişiler. Buffett yalnızca annesinin de parasını yöneten biriyle (kendisinin yaptığı gibi) yatırıma gireceğini söylüyor.

Beyin yardımcı oluyor, fakat belli bir düzeyin üzerine çıkıldığında yatırım yöneticileri arasında bu anlamda göze çarpan ayırıcı özellikler bu-

lunmuyor. Buffett bu konuda şöyle düşünüyor: “Fizikte olduğu gibi bir bilim adamına ihtiyacınız yok. Yatırım 160 IQ'luk insanların 130 IQ'lukları yendiği bir oyun değil.” Yatırımcının beynini duygularından ayırma yeteneği beynin boyutundan daha önemli. “Başkaları kısa vadeli açgözlülük veya korkuya dayalı kararlar alırken rasyonel davranmak temel bir unsur,” diyor Buffett. “Para o zaman kazanılıyor.”

“Are These the New Warren Buffetts?” başlıklı makalenin tam metnini [fortune.com/ buffettbook](http://fortune.com/buffettbook) adresinde bulabilirsiniz.

Ve şimdi eskisine bakalım

30 Ekim 1989

BRETT DUVAL FROMSON

1956 yılının sıcak ve nemli yaz günü 67 yaşındaki Vermont'lu fizik profesörü Omaha'nın üç şeritli caddelerinden birinde jipini kenara çekti. Amerika'nın en büyük yatırımcılarından biri olacağını düşündüğü adamı arayan Homer Dodge, 25 yaşındaki Warren Buffett'ı ailesinin birikimlerini yönetmeye ikna etmek için 1500 mil yol gelmişti. Keskin zekâlı Dodge yakın zamana kadar Buffett'ın eski patronu, modern finansal analizin babası Benjamin Graham'ın müşterisiydi. Graham bir süre önce yatırım şirketini tasfiye ettiği için artık parasını Buffett'a emanet etmeliydi.

Buffett o günü şöyle anımsıyor: “Homer, ‘Paramı yönetmeni istiyorum,’ diyerek çıkageldi. Aile ortaklığını yürütmenin dışında bir iş yapmadığımı söyledim ona. ‘Ben de sizden biriyim,’ diye karşılık verdi. Böylece Homer’i, karısını, çocuklarını ve torunlarını aramıza aldım.” Dodge’lar Buffett’a 100 bin dolar teslim etmişlerdi. Homer Dodge 1983 yılında öldüğünde o para onlarca milyon dolara katlanmıştı.

Birçok insanın kaçırdığı o şeye Dodge nasıl nişan almıştı? Oğlu Norton bakın ne diyor: “Babam Warren’in finansal analizde ne kadar parlak

olduğunu hemen anlamıştı.” Üstelik dahası vardı: Baba Dodge, yatırım sürecini seven ve o sürecin bütün araçlarında ustalaşmış bu eşsiz yetenekteki sanatçıyı hemen görüp tanımıştı.

Dodge’lar dostlarına anlatmışlar ve 1960’ların başlarında sınırlı ortaklardan oluşan küçük bir yatırımcı korosu Buffett ile sözleşme imzalamaya başlamıştı. İçlerinden biri duyduğu ezgiden o kadar büyülenmişti ki yüzünü bile görmeden 300.000 dolarlık çek yazmıştı genç sihirbaza. Sadece kartvizini eklemiş ve arkasına “Beni de dahil edin,” diye yazmıştı. Ona bu denli güvenen kim miydi? Geleceğin milyarderi Larry Tisch.

“Warren’ın ünü muhteşemdi. Değere inanıyordu ve dürüst bir insandı,” diyor Tisch. “Fakat böyle bir işe hesapsız kitapsız kalkışmadım elbette. O zamanlar 300.000 dolar büyük paraydı, özellikle de benim için.”

Buffett hisse seçme sanatına çok iyi hazırlanmıştı. Yatırımını konumlandıracağı zemine sağlıklı bir yaklaşımı vardı; menkul değerleri satın alırken değerini temel alıyordu, popülaritesini değil. Doğup büyüdüğü şehir ona ihtiyacı olan her şeyi sunuyordu: Aile, arkadaşlar, güzel hamburgerler (Buffett hamburgerlere fazlasıyla düşkündür). Üstelik orada dikkatini dağıtacak pek az şey vardı. Bütün bunların dışında, Buffett’ın zekâsı gerçekten üstündü. Uzun yıllardır ortağı olan ve halen Buffett’ın şirketler topluluğu Berkshire Hathaway’in yönetim kurulu başkan yardımcılığını yürüten Charles Munger bakın ne diyor: “Harvard hukuk fakültesinde okuduğum dönemde etrafımda binlerce insan vardı. En iyi öğrencilerin hepsini tanıdım. Warren kadar yeteneklisini görmedim. Onun beyni muhteşem düzeyde rasyonel bir mekanizma. Warren düşüncelerini söze dökerken, o muhteşem beynin çalıştığını görebilirsiniz.”

Buffett ortaklığını destekçilerden kaynaklanabilecek gereksiz aksamları en aza indirecek şekilde yapılandırmıştı: “Burada yapacağım şey portföyünü kendimin yöneteceği bir ortaklık kurmak; sizinkinin yanına kendi paramı da koyacağım. Size yüzde 6 getiri garanti edeceğim ve bu getirinin üzerindeki kârdan yüzde 20 alacağım. Elimizde ne olduğunu söylemeyeceğim, çünkü bu dikkat dağıtır. Yapmak istediğim şey golf sahasından elimde skor tabelasıyla dönmek. Peşime düşüp beni takip etmenizi ve orada üçlü deliğe uzun, bir sonrakine kısa vuruş yaparken izlemenizi istemiyorum.” Ortakları bu koşulları kabul etmişlerdi, çünkü

kendini her yönüyle, tamamen yatırım işine verdiğini biliyorlardı. Omaha'lı yatırım bankacısı Charles Heider o gün Buffett'a duyduğu güveni geçmişten anımsadığı şu cümleyle ifade ediyor: "Ailemin karşısına geçtim ve bakın," dedim onlara, "Warren haftanın 7 günü paramızı nereye yatıracağını düşünüp bu işe kafa yoruyor."

Buffett diğer yatırım yöneticilerinin güçlkle uzanabildikleri yerleri derinden kazıyor, her ayrıntısına kadar araştırıyordu. Mesela, 1963 yılında *Salata Yağı Skandalı* döneminde American Express'de çıkardığı işi ele alalım. Bir yan kuruluşunun aslında var olmayan salata yağları için fatura kestiği ortaya çıkmış ve aleyhine on milyonlarca dolarlık tazminat davası açılmıştı. Bu skandalın patlak vermesi American Express'e büyük zarar vermiş ve hisse senedi dibi boylamıştı. Ekibiyle birlikte American Express'in ana faaliyet alanlarını oluşturan kredi kartları ve seyahat çeki şirketlerini bütün detaylarıyla inceleyen Buffett eskisinden daha da kârlı olduklarını görmüştü. Bu da onu yerlerde sürünen kağıdı küfesine yüklemesi gerektiğine ikna etmişti. Hisse beş yılda beşe katlanmıştı.

Bütün usta sanatçılar gibi Buffet da tutarlılığın ödülünü alıyor. Gruntal & Co. broker'lık firmasından Marshall Weinberg onunla Manhattan'da yedikleri bir akşam yemeğini hatırlıyor: "Harika bir salamlı-peynirli sandviç almıştı. Birkaç gün sonra yine birlikte çıkacaktık. 'O restorana gidelim,' dedi. 'Ama daha yeni gittik,' dedim. 'Tabii ki... Niye başka bir yere gidip risk alalım ki? Orada ne alacağımızı çok iyi biliyoruz,' diye cevap verdi." Weinberg gülümseyerek son noktayı koyuyor: "Warren hisse senetlerine de işte aynen böyle bakıyor. Hayal kırıklığı yaratmama olasılığının yüksek olduğu şirketlere yatırım yapıyor."

Nasıl gaf yaptım?

9 Nisan 1990

**Buffett'in 1989 Berkshire Hathaway yıllık raporunda
hissedarlara yazdığı mektuptan alıntı**

Tipik olarak, Warren Buffett'in her yıl hissedarlara yazdığı başkanın mektubunun yüzde 80'i Berkshire'a özeldir. Geri kalanı da Buffett tarzını yansıtır. Sonuçta her iki bölümden yapılacak alıntılar gayet güzel bir Fortune yazısı olabilir ve biz mektuplardan yaptığımız altı farklı alıntının altı makaleye dönüştüğünü yaşıyıp gördük. Bunlardan ilki az sonra okuyacağınız makaleydi. Şunu hemen belirtelim, burada yaptığımız alıntının Berkshire'ın raporunda farklı bir başlığı vardı. O sene Buffett'in Berkshire'ın başındaki 25. yılıydı ve dolaylı bir göndermeyle mektuba "İlk 25 yılın hataları (Özet Versiyon)" başlığı verilmişti. Biz ise orada yazılanları "Nasıl gaf yaptım?" başlığı altında toparladık.

Yazının içeriği -bir CEO'nun hatalarını göstermesi- elbette alışılmış değildi, bunu şirketin yıllık faaliyet raporunda yapması ise fevkalâde sıradışıydı. Elbette ilk halka arzını izleyen 25 yılda hissesi 400 kattan daha fazla değerlenmiş bir şirketi yönettiğinizde böyle bir itirafa girişmek görece kolay olabilir (Berkshire'in hisse başı fiyatı 18 dolardan 7.450 dolara yükselmiş bulunuyor). Fakat Buffett bu yazıda bazı kereleler o kadar basiretsiz davranmasa sonucun daha da iyi olabileceğini söylüyor.

Bu kitabın yayınlanacağı 2012 yılında, Buffett'in yönetimdeki 50. yıldönümüne yalnızca üç yıl mesafedeyiz ve o noktada hatalarını bir kez daha belgeleyeceğine söz verdi. "Malzeme sıkıntısı çekmeyeceğim," dedi bana geçenlerde. — CL.

“Bir köpeğe sahip olmak çocuğa sadakati, sebatı ve yere düşmeden önce kendi etrafında üç kez dönmeyi öğretir,” der Robert Benchley. Deneyimsizlik de öyledir. Mamafih, yeni hatalar yapmadan önce eskilerini gözden geçirmek iyi bir fikir. Bu yüzden son 25 yıla hızlıca bakalım.

İlk hatam, kuşkusuz, Berkshire’ı devralmaktı. İşinin -teksil üretimi- umut vaat etmediğini bildiğim halde baştan çıkıp aldım, çünkü fiyatı ucuz görünüyordu. Aslında Berkshire 1965 yılında karşımıza çıktığında bu stratejinin ideal olmadığını anlamaya başlamıştım, ama ilk yıllarımda bu türden hisse alımlarının büyük ölçüde ödüllendirici olduğunu gördük.

Bir hisse senedini yeterince düşük fiyattan alırsanız, genellikle başarılı performansında bir kasılma vardır ve bu size hatırı sayılır bir kâr elde etme şansı verir - uzun vadede performansı korkunç olabilse de. Ben buna yatırım işinde “puro izmariti” yaklaşımı diyorum. Yolda bulduğunuz yalnızca tek nefeslik bir puro izmariti size fazla bir tütün sağlamaz, ama “kelepir fiyat” o nefesi tamamen kâra çevirecektir.

Tasfiye memuru olmadığınız sürece şirket satın alırken bu tür bir yaklaşım aptalcadır. Birincisi, başlangıçtaki “kelepir” fiyat muhtemelen sonuç itibarıyla büyük bir lokma olmayacaktır. Zor bir işletmede henüz bir sorun çözülmeden bir başkası belirir. Hiçbir zaman mutfakta tek bir karafatma olmaz.

İkincisi, başlangıçta garantilediğiniz avantaj şirketin sağladığı düşük getiri nedeniyle kısa zamanda erozyona uğrayacaktır. Örneğin, 10 milyon dolara satılabilecek veya tasfiye edilebilecek bir şirketi 8 milyon dolara alır ve hızla bu iki yoldan birine giderseniz yüksek bir getiri gerçekleştirebilirsiniz. Fakat şirket 10 yıl sonra 10 milyon dolara satılırsa ve bütün o süre içinde maliyet üzerinden yılda yalnızca çok düşük bir yüzde kazanır ve dağıtırsa, o yatırım hayal kırıklığı yaratır. Zaman harika şirketlerin dostu, vasat şirketlerin düşmanıdır.

Bu ilkenin gayet açık olduğunu düşünebilirsiniz, ama ben zor yoldan öğrendim; hatta, birkaç kez üst üste öğrenmek zorunda kaldım. Berkshire’ı satın aldıktan kısa bir süre sonra, daha sonra Berkshire ile birleşen Diversified Retailing unvanlı bir şirketi alırken Baltimore’da kurulu büyük bir mağazayı da devraldım. Defter değerinin oldukça altında bir

fiyattan satın almıştım; insanlar birinci sınıftı, ve anlaşmada bazı ekstralar, kayda geçmemiş emlak değerleri ve “son giren ilk çıkar (LIFO)” yöntemi-
mine dayalı önemli boyutta envanter yastığı vardı. Nasıl kaçırabilirdim? Veee, üç yıl sonra şirketi ödediğim fiyata sattığım için şanslıydım. Hochschild Kohn ile kurumsal evliliğimizi bitirdikten sonra, karısı en iyi arkadaşıyla kaçan adamın “Ben onu -arkadaşımı- hâlâ özlüyorum” şarkısını söylemesine benzer anılarım vardı.

“Kelepir alım” ahmaklığı konusunda size daha başka kişisel örnekler de verebilirim, fakat resmi gördüğünüzden eminim: Harika bir şirketi uygun bir fiyattan satın almak, uygun bir şirketi harika bir fiyata almaktan çok daha iyidir. Charlie (Munger) bunu erken öğrenmişti; ben yavaş öğrenenlerdendim. Fakat şimdi şirketleri veya hisse senetlerini satın alırken, birinci sınıf yönetimlerin eşlik ettiği birinci sınıf şirketlere bakıyoruz.

Bu bizi yakından alâkalı başka bir derse götürüyor: İyi jokeyler, çıkmış atlara bindiklerinde değil, iyi atlara bindiklerinde iyi sonuçlar alırlar. Gerek Berkshire’ın tekstil işini, gerekse Hochschild Kohn’u yetenekli ve dürüst insanlar yönetiyordu. Aynı yöneticiler iyi ekonomik özelliklere sahip bir şirkette çalışmış olsalar fevkalâde sonuçlara ulaşırlardı. Fakat bataklık kumunda debelenirken ilerleme sağlayabilmeleri çok zordu.

Parlaklığıyla ünlü bir yönetim, kötü ekonomisiyle şöhret yapmış bir şirketle uğraştığında değişmeyecek olan şirketin namıdır demiştim birçok kez. Örnek yaratmada bu kadar enerjik olmamış olmayı dilerdim sadece. Benim davranışım Mae West’in kabullendiği duruma çok uygun düşüyor: “Ben bir Pamuk Prensestim, ama yolumu kaybettim.”

Konuyla ilgili bir ders daha: Kolay olsun. Bugüne dek, 25 yıl boyunca birbirinden farklı çok sayıda şirketi satın aldıktan ve idare ettikten sonra, Charlie de ben de zor şirket problemlerinin nasıl çözüleceğini öğrenemedik. Öğrendiğimiz şey, onlardan kaçınmak. Başarılı olduysak yedili engelleri ortadan kaldırma yeteneğini kazandığımızdan değil, üzerinden atlayabileceğimiz tekli engelleri bulmaya odaklandığımız içindir.

Bu bulgu adil görünmeyebilir, fakat gerek şirketlerde gerekse yatırım

* Buffett bu cumleyle Wayne Carter’in seslendirdiği “My wife ran off with my best friend” adlı şarkıya gönderme yapıyor (Çn.)

işinde basit bir şekilde kolay ve açık olana yapışmak, genellikle zoru çözmekten çok daha kârlıdır. Bazen zorlu problemleri idare etmek gerekir, Buffalo'da Pazar gazetesini başlattığımızda (o suretle de yerleşik bir rakibi zorladığımızda) olduğu gibi. Bazen de harika bir şirket bir kerelik kocaman, fakat çözülebilir bir sorunla karşı karşıya kaldığında büyük bir yatırım fırsatı doğar; uzun yıllar önce American Express ve GEICO örneklerinde olduğu gibi... Toplamda, yine de, ejderhaları hunharca katletmek yerine kaçınmak suretiyle daha iyi sonuçlar aldık.

En şaşırtıcı keşim; şirketlerde "kurumsal zorunluluk" adını verebileceğimiz gözle görülmez bir gücün ne denli büyük önem taşıdığını görmek oldu. İşletme okulunda zorunluluklar konusunda herhangi bir ipucu verilmemişti, iş hayatına girdiğimde de bunu sezgilerimle anlayamadım. O zamanlar iyi, zeki ve deneyimli yöneticilerin otomatik olarak rasyonel şirket kararları aldıklarını düşünüyordum. Fakat zaman içinde böyle olmadığını öğrendim. Bunun yerine, kurumsal zorunluluk oyuna girdiğinde rasyonelliğin genellikle azaldığını gördüm.

Örneğin: 1. Kurum sanki Newton'un birinci hareket kanunuyla yönetiliyormuş gibi mevcut yönündeki her değişime direnir; 2. İş, mevcut zamanı dolduracak kadar genişler genişlemez kurumsal projeler veya satın almalar varolan fonları sünger gibi emmeye başlar; 3. Lider özlemi çeken her şirket, aptalca olsa da, askerleri tarafından hazırlanmış detaylı getiri oranı ve strateji çalışmalarıyla desteklenir ve 4. Emsal şirketlerin davranışları -genişliyor, satın alıyor, ücret belirliyor ya da her ne yapıyorlarsa- akılsızca taklit edilir.

Rüşvet veya ahmaklıklar değil, kurumsal dinamikler şirketleri -ki çoğu kez yanlış yönlendiriliyorlardır- bu rotaya sokar. Zorunlulukların gücünü görmezden geldiğim için bazı pahalı hatalar yaptıktan sonra, Berkshire'ı zorunlulukların etkisini en aza indirecek yollarla organize etmeye ve yönetmeye çalıştım. Ayrıca, Charlie ve ben yatırımlarımızı, bu soruna karşı gözünü açmış şirketlerde yoğunlaştırmaya giriştik.

Birkaç hata daha yaptıktan sonra, yalnızca sevdiğim, güvendiğim ve hayranlık duyduğum insanlarla işe girmeyi öğrendim. Daha önce belirttiğim gibi, bu politika tek başına başarıyı garanti etmez: İkinci sınıf bir tekstil şirketi veya büyük mağaza, sırf yöneticileri kızınızın evlenmesin-

den hoşlanacağınız adamlar olduğu için başarılı olmaz. Ancak, bir şirket sahibi -veya yatırımcı- iyi ekonomik özelliklere sahip şirketlerdeki bu tür insanlarla bağlantı kurmayı başarabilirse harikalar yaratabilir. Aksine, hayranlık duyulacak niteliklere sahip olmayan yöneticilere, şirketlerinin geleceği ne kadar çekici olursa olsun, katılmayı arzu etmiyoruz. Kötü bir kişiyle iyi bir anlaşma yapmayı hiç başaramadık.

En kötü hatalarımdan bazıları gözle görülebilir değildi. Bunlar, erdemlerini anladığım ama girmedığım hisse ve şirket alımlarıydı. İnsanın kendi alanı dışındaki büyük bir fırsatı kaçırması günah değildir. Fakat ben koca bir tabakta servis edilen ve tamamen anlayabilecek kapasitede olduğum gerçekten büyük bir-iki büyük alımı pas geçtim. Berkshire hissedarları için, kendim dahil, bu “avuç yalamanın” bedeli çok büyük oldu.

Finansal politikalarımızda her daim muhafazakâr davranmamızın hata olduğu düşünülebilir, ama benim görüşüme göre değillerdi. Geriye baktığımızda, Berkshire'daki önemli ölçüde yüksek, fakat yine de konvansiyonel kaldıraç oranları, fiilen gerçekleştirdiğimiz yüzde 23,8'lik ortalama oranlardan oldukça iyi hisse getirileri üretebilirdi. 1965 yılında bile yüksek kaldıraç kesinlikle iyi bir şey getirmeme olasılığının yüzde 99 olduğuna hükmetmiş olabilirdik belki. Buna paralel olarak, dahili veya harici bir şok faktörünün, geçici sıkıntı ile borçlarını ödeyememe arasında bir yere getirecek bir konvansiyonel borç rasyosuna neden olma olasılığını yüzde 1 olarak görmüş olabilirdik.

Biz bu 99:1 olasılığını sevmedik ve hiçbir zaman sevmeyeceğiz. Bizim görüşümüze göre, büyük bir ekstra getiri olasılığı, küçük bir sıkıntı veya utanç olasılığını telafi edemez. Sağduyulu kararlar vererseniz kesinlikle iyi sonuç alırsınız; böyle durumlarda kaldıraç sadece gıdaşatı hızlandırır. Charlie ve ben hiçbir zaman büyük bir acele içinde olmadık: Sürecin kendisi ortaya çıkan ürünlerden çok daha fazla keyif veriyor bize; ama zaman içinde onlarla da birlikte yaşamayı öğrendik.

İlk 50 yılın hatalarını açıklayabilmek için bu dünyada 25 yıl daha umuyoruz. 2015 yılında buralarda olursak itiraflarımın şu gördüğünüzden çok daha fazla yer işgal edeceğinden emin olabilirsiniz.

Zengin ve ünlülerin çocukları

10 Eylül 1990

Alan Farnham'ın makalesinden alıntı

Ne müsrif, ne ayyaş, ne de ahmaklar... Bu müstakbel milyarderler böyle bir zorunlulukları olmadığı halde çalışıyorlar, hem de çok.

Egzotikler. Bazıları nevrotik. Onlar milyarder çocukları, yeşil paranın tutsağı genç fidanlar...

... Bazıları servetlerini iyi yönde kullanıyor, bir araç olarak görüyorlar parayı. Onlar sınıflarının gizli tehlike ve tuzaklarından kaçarak dolu ve üretken yaşamlar sürüyor, belirledikleri hedeflere ulaşıyorlar. Peki nasıl başarıyorlar? Onları neler motive ediyor? Bu motivasyonun kişisel gururdan serüven arayışına kadar çeşitli nedenleri var ve çoğu da nasıl yetiştirildiklerine bağlı olarak değişiyor. Yine de çocuklara alacakları mirası önceden ve açık açık söylemek iyi bir başlangıç oluşturuyor...

Warren Buffett'ın oğlu Howard, babasının Berkshire Hathaway'in servetini nüfus artışını önlemek için kullanacağını biliyor. Ama Howard (35) şikâyet ederek zamanını harcamıyor. Omaha'nın hemen dışında mısır ve soya fasülyesi ekiyor ve 1989 yılında Nebraska eyaletinin baş vilayeti Douglas County'de meclise girdi...

Fakat insanın soyadına layık olma çabası ürkütücü olabiliyor. Howard Buffett'ın çocukken limonata standı yoktu mesela. Çünkü onun babası, meşhur Warren Buffett'tı. "Denemeye cesaret edemedim. Yapabileceğim hiçbir şeyde onun kadar başarılı olamayacağımı düşünüyordum. Ve yaptığım her şey ona kötü yansıyacaktı." Dede Buffett'ın başarısının etkileri 6 yaşındaki torununun hayal gücüne kadar uzanabiliyor. Howard Buffett bakın ne diyor: "Küçük Howie'nin biriktirdiği parayla aldığı 10 adet

Coke hissesi var. Bir gün eşim ona her şeyin bir ilki olduğunu anlatırken verdiği cevap bizi şaşırttı: 'Berkshire Hathaway hissesi almamın bir ilki olacağını hiç sanmıyorum.'...

Bütün zengin çocukları içlerinden birinin "servet düşmanlığı" adını verdiği bir tür ayrımcılıktan muzdarip ... Howard Buffett bu duruma felsefi yaklaşıyor: "Paralı kasıntılar var, parasız kasıntılar var." Buffett soyadını taşıyan herkesin zengin olduğunun sanılması gibi bir sıkıntıyı yaşıyor sürekli. "Bir gün bir restoranda," diye anlatıyor, "hesabı ödemek için çek defterimi çıkardığımda çocuklardan biri, 'Vay be, o defterin benim olmasını ne kadar isterdim,' dedi. Ona dönüp 'Hayır ahbap, gerçekten istemezdin,' deme sabrını gösteremedim." Her ne kadar babasının serveti yokmuş gibi davranmaya çalışsa da, sürekli böyle yapması neredeyse imkânsız. "Bu öğleden sonra ofise döndüğümde dokuz mesaj bulacağım," diyor. "Sekizi babamdan bir şey isteyen birinden gelmiş olacak." ...

Howard Buffett "Paranız olsun veya olmasın, çocuklarınıza bazı şeyleri öğretmeniz gerekir" diyor: "Annem ve babam bana sorumluluğu öğretti: Oluğu temizle, sonra çimleri biç. Yanlış yaparsan, sonuçlarını ödersin." Kendi oğlu Howie'ye ayrıcalıklı yaşamayı öğretmek kolay olmamış. Basketbol kahramanı Michael Jordan'ın Omaha'yı ziyareti sırasında küçük Howie üst düzey kişilerin bulunduğu baş masaya oturmak istediğinde Howard Buffett, böyle bir hakkı olmadığını oğluna açıklamak zorunda kalmış...

Milyarder çocuklarının neredeyse hepsi gerçekten çalışmak istiyor... Bir işin ucundan tutmanın özgüvenlerini artıracaklarını ve onları ebeveynlerinden bağımsız kılacağını anlıyorlar. Ancak bu denemede para ebeveynlerin elinde olduğunda kazanımların devamı gelmeyeabiliyor.

Howard Buffett 165 hektarlık arazisinde çiftçilik yapıyor ve işini seviyor: "Dokuz yıldır çiftçilikle uğraşıyorum. Oldukça bağımsız bir faaliyet biçimi, her şey size bağlı. Bir değer sistemi öğretiyor ve onu başarmanızı sağlayacak bir araç veriyor." Bu zamana kadar gayet iyi gitti.

Ama bir istisna dışında. "Arazi babama ait," diyor Howard Buffett. "Ben brüt gelirin bir bölümünü ona kira olarak veriyorum. Muhtemelen bunu size söylememem gerekiyor, ama kira benim kiloma göre ayarlanmış durumda - yani 83 kiloya. Bunun üzerine çıkarsam, kilom brüt

gelirin yüzde 26'sı olur. Altına düşersem, yüzde 22. Weight Watchers'ın' Buffett ailesindeki versiyonu. Önemsemiyorum, gerçekten. Sağlığımıyla ilgilendiğini göstermek istiyor. Ama benim için önemli bir şey var: Oran yüzde 22 olduğunda bile etraftaki hemen herkesten daha büyük bir çek alıyor. Ortalamaları kontrol etmeyi bir şekilde başarıyor.

“The Children of the Rich and Famous” başlıklı makalenin tam metnini fortune.com/buffettbook adresinde bulabilirsiniz.

* Weight Watchers International 1963 yılında kurulan ve merkezi ABD'de bulunan bir şirket. Kişiyi özel diyet programları uyguluyor, aynı zamanda da kilo vermeye ve korumaya yönelik çeşitli ürün ve hizmetler pazarlıyor. (Çn.)

Midass'ın kulakları indirimde

5 Kasım 1990

EDMUND FALTERMAYER

Sarsıntı ve sorunlar zaman zaman iyi kelepirlere getirir. Berkshire Hathaway'in anlaşılmaz bir şekilde yol ortasında frene basan dev bir tır kamyonu olduğunu düşünün. Omaha'da kurulu şirket Saddam Hüseyin ve ekonomik durgunluk kaygıları piyasayı top ateşine tutmadan önce sendelemeye başladı ve hissesinin fiyatı bu yıl Standard&Poor's 500 hisse endeksinin iki katı, yani yüzde 36 değer kaybederek 5.500 dolara indi. Berkshire hisselerinin yüzde 42'sini elinde bulunduran 60 yaşındaki borsa sihirbazı CEO Warren Buffett için bu sonuç kâğıt üzerinde 1,5 milyar dolar, ya da bir saatte 215.450 dolar zarar anlamına geliyor. Başkaları için ise alım fırsatı olarak görünüyor.

Aslında kendisi de tembel bir yatırımcı olmayan 3,1 milyar dolarlık Mutual Share'in başındaki Michael Price bu durumu, "Defansif büyüme yatırımcısı için hissede olmanın bir yolu" olarak değerlendiriyor. Roger Engemann Associates adına 63 milyon dolarlık üstün performanslı Pasadena Büyüme Fonu'nu yöneten John Tilson'ın da aralarında bulunduğu para yöneticileri Berkshire için alım tavsiye ediyorlar. Tilson da bu arada Berkshire hissesi alıyor.

Buffet özgüven erozyonu sergilemiyor, kâğıt üzerindeki kayıpları konusunda bile. Şöyle diyor: "Double hamburgeri teke indirmedim." Peki ya *Indefensible* (Korunmasız) adını verdiği şirket uçağı? "Gidecek son şey o," diye espri yapıyor.

Buffet'in 1965 yılında devraldığı Berkshire Hathaway'in hissesi o günden bu yana 741 kat değerlendirilerek 12 dolardan 8900 dolara çıktı ve en yüksek zirvesini 1989 yılında yaptı. Fakat inişte bir yıl Buffett için yeni bir deneyim değil: Berkshire hissesi 1974 yılında da yüzde 55 değer kaybetmişti.

Buffett'in yatırım aracı Berkshire benzersiz bir varlık olarak üçlü yaşam sürerek imalat, yayıncılık ve perakende sektörlerinde faaliyet gösteriyor. 1989 yılında Berkshire şirketleri -*World Book* ansiklopedisi de bunlardan biri- yüzde 57 gibi şaşırtıcı bir getiri ortalaması sağladılar.

Berkshire hisse senedinde bu yıl gerçekleşen düşüşün olası açıklamalarından biri, en büyük varlıklarının geçtiğimiz aylarda özellikle kötü darbe yiyen yayıncılık ve sigorta sektörlerinde olması.

Geçmişte Berkshire'nın hisse senedi fiyatını hisse başı defter değeri üzerinden fevkalâde üstün bir düzeye taşıyan Buffett'in ismi de son dönemde büyüsunü bir miktar kaybetmiş olabilir. Birkaç para yöneticisi, Salomon Inc., Gillette, USAir ve Champion International'daki "beyaz altı şövalyelik" olarak tanımlanan anlaşmalarını doğru bulmuyor. Buffett kısmen şirket avcılarının elinden kurtulmaları için bu şirketlerde büyük adi hisse bloklarına dönüştürülebilen tercihli hisse alımları yapmıştı. Vanguard'ın Windsor Fonu'nda çalışan portföy yöneticisi John Neff, Buffett'in bu şirketlerin her birinde yönetimi uzaklaştırdığına işaret ediyor ve "bazı olumsuzluklar" görüyor. Buffett sonuç olarak Berkshire'nın bu tercihli hisselerden yalnızca şirketlerin adi hisseleri iyi kazandırdığı zaman tatmin edici getiriler elde edeceğini söylemişti.

Pasadena'dan Tilson'un görüşü ise şöyle: "Piyasa Buffett'a 'Kaybettin, dostum...' diyebilir. Fakat ben öyle düşünmüyorum." Tilson'un şirketi bir bilgisayar modeli kullanarak yaptığı hesaplamada Berkshire'nın son dönemde gerçek değerinin 510 dolar altında satıldığını bulmuş. "İskonto nedeniyle," diyor Tilson, "Warren Buffett'ın yeteneklerini bedavaya satın alıyorsunuz." Yatırımcılar için davetkâr bir fiyat.

Buffett hurda alıyor

22 Nisan 1991

JENNIFER REESE

Wall Street bir süredir yıldız yatırımcıların hurda tahvil piyasasındaki karışıklığın içinde kelepirci bulup bulmadığını merak ediyordu. Warren Buffett bir tane yakaladı. Milyarder CEO 1990 yıllık raporunda Berkshire Hathaway'in RJR Nabisco'nun yüksek getirili tahvillerine* 440 milyon dolar yatırdığını açıklıyor. Geçen yıl hurda tahvil piyasasını epey araştıran Buffett kendisiyle yapılan bir söyleşide "Düşündüğümde çok daha fazla katliam vardı," ifadesini kullandı.

Buffett, RJR tahvillerinin değer anlamında hurda tahvil piyasasında gördüklerinin en iyisi olduğu sonucuna varmış, çünkü ona göre şirket iyi yönetiliyor ve itibarı genel algıdan daha yüksek. Buffett elindeki RJR tahvillerinin piyasa değerinin şu andaki maliyetinin, yaklaşık bir hesaplama 175 milyon doların üzerinde olduğunu tahmin ediyor.

Peki daha fazla almış olmayı ister miydi? Yanıtı şöyle: "Keşke yapsaydım dediğim çok şey oldu. Fakat yatırım kararlarında genelde keşkelere yer olmadığını düşünüyorum. Yalnızca yaptığınızın karşılığını alırsınız."

* Hazine ve belediye tahvilleri/bonolarına oranla düşük kredi reytingine sahip olan, bu nedenle yüksek getiri ödeyen şirket tahvilleri. Temerrüde düşme riski yüksek olduğu için daha yüksek getiri ödüyorlar. Kredi reytingleri D (fiilen temerrütte) gibi çok düşük bir not bile olabiliyor. Kredi notu C ve altında olan birçok tahvil yüksek temerrüt riski taşıyabiliyor; bu riski karşılamak için getirileri çok yüksek olabiliyor. Junk bond, hurda tahvil veya çöp tahvil olarak da adlandırılıyorlar. (Çn.)

Şimdi bunu dinle

5 Nisan 1993

Berkshire Hathaway'ın 60 yaşındaki milyarder CEO'su Warren E. Buffett üst düzey şirket yöneticilerine verilen hisse opsiyonlarına ilişkin maliyetlerin şirketlerin gelir tablolarında gösterilmesi gerektiğini söylüyor:

“Opsiyonlar bir ücret birimi değilse nedir? Ücret bir harcama değilse, nedir? Ve harcamalar gelir hesaplarına girmeyeceklerse, bu dünyada nereye gidecekler?”

BUFFETT VE COCA-COLA

YAKLAŞIK 25 YIL ÖNCE, 1988'de, Coca-Cola'nın o dönemdeki başkanı Donald Keough Omaha'da bir süre komşusu da olan eski dostu Warren Buffett'ı telefonla aradı ve ona şunu sordu: "Warren, Coke hisselerindeki işlemler birinin yüklü alım yaptığını gösteriyor. Bu sen olabilir misin?" Buffett bu soruya şu yanıtı verdi: "Pekalâ Donald... Seninle Roberto'dan başkası bilmesin. Evet ya.. benim." Aldığı yanıtı sevinen Kenough haberi patronuna, CEO Roberto Goizueta'ya ulaştırmak için telefona sarılırken, Buffett alımlarına geri döndü.

1987 yılındaki borsa çöküşü Coke'u fena vurmuştu ve kendi meşhur tavsiyesine -"Başkaları korkarken aç gözlü ol"- uyan Buffett 1988 ve 1989 yıllarında çok büyük miktarlarda hisse toplamıştı. Yuvarlak rakamla 400 milyon (bölünme sonrası) Coke hissesi toplayan Buffett, 1994 yılında alımlarına son verdi. 1994'te Berkshire'ı Coke'un yüzde 7,8 sahibi yapan bu pozisyonun maliyeti yaklaşık 1,2 milyar dolardı, bir diğer ifadeyle hisse başına 3,25'in biraz altındaydı.

Bu aslında baştan sona harika bir ilişkinin başlangıcıydı. Buffett 1989 yılından 2007'ye kadar Coke'un yönetim kurulunda yer aldı ve bu gücünü bir kez bir Coke CEO'sunu yerinden etmek, bir kez de şirket için kötü olduğunu düşündüğü bir yönetim kararını engellemek için kullandı. Az sonra okuyacağınız üç Fortune makalesinden ilki Buffett/ Coke ilişkisinin sağlıklı günlerinde, diğer ikisi uzlaşmazlık zamanlarında yazılmıştı.

Dünyanın en iyi markası

31 Mayıs 1993

John Huey'in makalesinden alıntı

Buffett şöyle diyor: “Ömrünüz boyunca şirket satın alma anlamında tek bir iyi fikirle karşılaşsanız şanslısınız ve esasen bu, dünyanın en iyi büyük markası. Ürünü aşırı ılımlı fiyatlardan satılıyor. Evrensel düzeyde beğeniliyor, kişi başına tüketimi hemen her ülkede artıyor. Onun gibi bir ürün daha yok.” ...

Goizueta ve Keough için söyledikleri ise şöyle: “1927 yılı Yankee’leri şimdi karşınızda dursalar, tek yapacağınız ölümsüzlüklerini dilemek olur.” Onlar kadar odaklanan insanlara sahip oldukça işle ilgili kaygılanmam. Bana 100 milyar dolar verseniz ve Coca-Cola’nın meşrubat alanındaki dünyada liderliğine son vermemi isteseniz, o parayı size iade eder ve bunun yapamayacağını söylerdim.”

Goizueta 1997’de öldü, Keough emekli oldu ve yeni CEO Douglas Ivester, Ruth veya Gebrig’den’ ziyade sopaları taşıyan çocuklara benziyordu. 2000 yılı başında Fortune şu paragraflarla başlayan bir özel haber yayınladı.

Coca-Cola’da gerçekten ne oldu?

10 Ocak 2000

BETSY MORRIS VE PATTIE SELLERS

Her şeyden önce, Coca-Cola yönetim kurulu başkanı ve CEO’su Dough Ivester’in 52 yaşında ve işe başlayalı iki yılı henüz geçmiştken neden istifa ettiğinin ardındaki gizem per-

* Yazar bir dönemin efsane beyzbol oyuncularını Babe Ruth ve Lou Gehring’den söz ediyor. (Çn)

desini ortadan kaldıralım. İtilmişti. Hem de sert. Ivester bu kısa ve mutsuz görev sürecinde hiç kuşkusuz bir dizi aksilikle kuşatılmıştı. Fakat azimli yönetici havlu attığında, her gün birlikte çalıştığı kurmayları bile herkes kadar şok olmuştu. Çünkü Ivester'ın McDonald's tepe yöneticileriyle rutin bir toplantı için Atlanta'dan Chicago'ya uçtuğu 1 Aralık çarşamba gününün her zamankinden hiçbir farkı yoktu.

Döndüğünde ise her şey değişmiş görünüyordu. Bugüne kadar gün ışığına çıkmayan gerçek şuydu: Ivester Chicago'da çok özel bir toplantıya daha katılmıştı ve bu toplantı talebi Coke'un en güçlü iki yönetim kurulu üyesi Warren Buffett ve Herbert Allen'den gelmişti. Buffett ve Allen o görüşmede Ivester'ın liderliğine duydukları güveni kaybettiklerini bildirmişlerdi.

Buffett geçen yılın büyük bölümünde kenarda beklemişti, Allen ise tutuk yönetim tarzı konusunda Ivester ile sayısız konuşma yapmıştı. Şirkete çok yakın ve iyi konumlanmış kaynaklara göre, bu defa farklıydı. Yönetim kurulunun iki gorili Buffett ve Allen geri dönüşü olmayan bir karar almışlar ve bunu Ivester'a birlikte söylemişlerdi: Coke'u yönetmesi gereken adam artık o değildi. Değişim zamanıydı.

Toplantı tartışmalı geçmemişti -hatta sempatikti- ve görünüşe göre atılacak ikinci adım konusunda bir karar alınmadan sona ermişti. Anlaşılabilir bir şekilde, Ivester savaşımayı seçmiş olabilirdi. Fakat Buffett ve Allen'in meselenin üzerine giderek iki hafta sonra yapılacak yönetim kurulu toplantısında derhal masaya getirmek istemeleri de aynı şekilde anlaşılabilir bir şeydi. Yönetim kurulu üyesi olarak ikisi de büyük beden liderlerdi. Buffett'ın Berkshire'ı (ki onun da yüzde 31'i kendisinin) 200 milyon hissenin, bir başka ifadeyle Coke'un yüzde 8,1'inin kontrolünü elinde tutuyordu. Allen da 9 milyon hissenin sahibiydi veya kontrolüne sahipti.

Toplantıdan çıktıklarında her birinin kafasından neler geçtiğini bilmiyoruz. Ancak Atlanta'ya dönen Ivester, yönetim kurulunu pazar günü acil toplantıya çağırdı ve o gün, orada istifa etti.

Ivester'ın istifa açıklaması tepe yöneticileri, kurul üyelerini, çalışanları, Wall Street'i, hatta yerine aday gösterilen adamı -deneyiminin çoğu Coke'un Asya'daki işlerini yönetmek olan 56 yaşındaki Doug Daft- bile şaşkına çevirmişti.

Daft, Coke'un kola içermeyen içeceklerle çeşitlendirmeye gitmesi gerektiğine inanarak başladı işe. 2000 yılında görevi devralmasından birkaç ay sonra Gatorade'in sahibi olan Quaker Oats ile 15,7 milyar dolarlık bir birleşme için kolları sıvadı. Anlaşmaya göre ödeme Coke hissesiyle yapılacaktı ve bu Buffett'ın birleşmelerle ilgili güçlü bir inancına ters düşüyordu: Bu tür anlaşmalarda alıcı şirketin ödemeyi kendi hisse senediyle yapması çoğu kez aldığı değerin daha fazlasından vazgeçmesi anlamına geliyordu. Buffett anlaşmanın ele alındığı Coke yönetim kurulu toplantısında bu koşullar altında birleşmeye karşı çıktığını açıkladı. Bu oturumu, anlaşmaya neden karşı olduğunu anlattığı hayli uzun konuşmasıyla Buffett'ın rehberlik ettiği beş saatlik bir yönetim kurulu toplantısı daha izledi. Coke'daki bu tartışmayla ilgili benim tuttuğum kayıtları aşağıda okuyabilirsiniz. (Bu yazı, 2001 yılında, konuya ilişkin bir makalenin yanında kutu olarak yer almıştı.)

Değer makinesi

başlıklı makalenin kutu yazısı

19 Şubat 2001

CAROL LOOMIS

Warren Buffett, Coke'un Quaker Oats'ı satın alma planlarından vazgeçmesini isteyen tek muhalif değildi, ama gerçek bir gorildi. Yönetim kurulu toplantılarında hissedar değerinden minik bir lokma alacak herhangi bir öneri tartışıldığında Buffett ağzını bile açmaz. Fakat bir canavarın kocaman ısırığı karşısında kesinlikle susmaz ve bu defa, Coke'un tümünü hisse karşılığında ödemeyi önerdiği fiyat ona göre çok fazlaydı. Anlaşmanın koşulları Coke'un çok değerli kendi varlıklarının yüzde 10'undan fazlasından vazgeçmesi anlamına geliyordu ve bazı sinerjilerin olduğunu varsaysak bile, bu birleşme Buffett'a Coke hissedarlarına uzun vadede dahi kabul edilebilir bir getiri sağlayacak kadar çarpıcı görünmedi. Birleşmeye karşı çıkan Buffett'ın temel aldığı argümanı ortaya koyduğu andan itibaren de Coke'un Quaker'ı satın alma planı fiilen öldü. Buffett ile fiyat konusunda tartışmaya girmek çoğu kişi için ödüllendirici bir deneyim değildir. Mağlup edilemeyecek kadar mantıklı ve akıllıdır çünkü.

Daft ve halefi Neville Isdell'in yönetiminde Coke'un büyümesi dururken, hissesi güç kaybetti. Bir sonraki CEO Muhtar Kent 2008 yılında, tam da kredi krizi döneminde yönetimi devraldı. Fakat geçtiğimiz iki yıl boyunca iyi düzeyde bir büyümeye önderlik etti ve 2012 ortası itibariyle Coke hissesi hisse başına 39 dolardan satılıyordu (1998 yılında tüm zamanların zirvesi olan 41 doları görmüştü).

Berkshire'in 400 milyon hissesi hâlâ duruyor. Başlangıçtaki maliyeti 1,3 milyar dolar olan bu hisselerin 2012 yılı ortasındaki değeri 15,6 mil-

yar dolar düzeyindeydi. Coke'un piyasadaki hisselerini geri toplamasıyla Berkshire'in şirketteki varlığı yüzde 8,9'a yükseldi ve Buffett onun hâlâ (Berkshire bir yana) dünyanın en iyi büyük şirketi olduğunu düşünüyor. — CL.

*Coca-Cola ile ilgili burada alıntı yaptığımız üç makalenin tam metinlerini fortune.com/buffettbook adresinde bulabilirsiniz. İlk iki makalenin başlıkları sırasıyla şöyle: *The World's Best Brand*; *What Really Happened at Coke*. Üçüncü yazısı ise *The Value Machine* başlıklı makalenin yanında kutu içinde yer almıştı.*

Buffett riske nasıl bakıyor?

4 Nisan 1994

*Buffett'in 1993 Berkshire Hathaway yıllık raporunda
hissedarlara yazdığı mektuptan alıntı*

Uyguladığımız strateji, onun devamı olan standart çeşitlendirme dogmasına mani oluyor. Birçok üstad, dolayısıyla, standardın geleneksel yatırımcıların uyguladıklarından daha riskli olması gerektiğini söyleyecektir. Aynı fikirde değiliz. Yatırımcının olması gerektiği gibi, hem bir şirketle ilgili düşünce yoğunluğunu, hem de alıma geçmeden önce o şirketin ekonomik özellikleriyle ilgili hissedeceği rahatlık düzeyini artırması halinde, portföy yoğunlaştırma politikasının risk düzeyini epey düşüreceğine inanıyoruz. Bu fikri belirtirken riski sözlük anlamında, kayıp veya hasar olasılığı olarak tanımlıyoruz.

Fakat akademisyenler “riski” farklı yorumlamayı seviyorlar. Bir hissenin veya hisse senedi portföyünün görece oynaklığı olarak açıklıyorlar, yani büyük bir hisse senedi evreninin oynaklığına kıyasla ne kadar oynak olduğuna bakıyorlar. Bu akademisyenler, veri tabanları ve istatistiksel becerileri uygulayarak bir hissenin “betasını” -geçmişteki görece oynaklığını- hesaplıyorlar, sonra da bu hesaba göre esrarlı sermaye yatırımı ve sermaye tahsisatı teorileri oluşturuyorlar. Fakat riski ölçmek için tek bir istatistik kullanmaya duydukları açlık yüzünden temel bir prensibi unutuyorlar: Yaklaşık olarak doğru olmak, kesin biçimde yanlış olmaktan iyidir.

Şirket sahipleri için -ki biz hissedarları da böyle düşünüyoruz- riskin akademik tanımı, ürettiği saçmalıkların da gösterdiği gibi yanlıştır. Örneğin betaya dayalı teoriye göre, piyasaya oranla çok keskin düşüş gösteren bir hisse senedi -1973 yılında biz satın aldığımızda Washington Post'ta olduğu gibi- o düşük fiyat noktasında, yüksek fiyat noktasında

olduğundan daha “riskli” hale gelir. Öyleyse o tanım şirketin tamamı büyük ölçüde düşmüş fiyattan kendisine sunulan biri için bir anlam ifade edebilir mi?

Aslında, gerçek yatırımcı volatilitiyi sever... çünkü sert bir şekilde dalgalanan bir piyasa, zaman zaman mantıksız derecede düşük fiyatların sağlam şirketlere yapışacağını bilir. Bu türden dalgalı fiyatların, gerek piyasaya sırtını dönme, gerekse çılgınlığını kullanma konusunda tamamen özgür olan bir yatırımcı için tehlikeleri artırdığını nasıl düşünebildiklerini anlamak imkânsızdır.

Buffett 200 milyon dolarlık hava boşluğuna düştü!

17 Kasım 1994

COLIN LEINSTER

Soru: Havayolu sektöründe milyoner olmanın en hızlı yolu nedir?

Cevap: Bir milyarla başlayın.

Bu fıkra *Fortune*'un tahminine göre zorlu bir mücadelenin içinde olan USAir Grubu'na yaptığı 358 milyon dolarlık yatırımda 200 milyon dolar zararda olan Warren Buffett'tan geliyor.

Fakat perde arkasında Buffett elbette daha sert konuşuyor; USAir'in 1994 yılı yönetim kurulu üyesi olarak yaptığı açıklama uyarı niteliğinde. Eğer şirket maliyetleri azaltmaya yönelik düzenlemeleri bağlı olduğu sendikaya kabul ettiremezse Buffett da, yatırım aracı Berkshire Hathaway'in yönetim kurulu başkan yardımcısı Charles Munger da USAir yönetim kurulundan ayrılacaklar. Yerli taşımacılık şirketleri arasında en yüksek harcama USAir'de ve şirket 500 milyonu işgücünden olmak üzere genel giderleri 1 milyar dolar kısmayı hedefliyor.

Diğer "içerdekiler" gibi, Buffett da USAir'in hangi yöne ilerlediği konusunda yorum yapmak istemiyor. Fakat 8 Eylül'de Pittsburgh yakınında meydana gelen ve 132 kişinin ölümüyle sonuçlanan kaza geleceği bulutlandırdı, hatta kararttı. Gözlemciler bu felaketin pilotları, teknisyenleri ve uçuş görevlilerini daha büyük kesintilere razı olmaya teşvik edeceğini düşünmüşlerdi. Fakat bu iyimserlik kısa zamanda ortadan kalktı. Air Line Pilots Association (Havayolu Pilotları Birliği) adına konuşan Robert Flocke, "Ne zaman bir şirketin başı derde girse işin ucu pilotlara dayanır, sonra da aldıklarını çarçur ederler," dedi.

Transportation Group analisti John Pincavage de para kaybeden, nakit sıkıntısı içindeki (meteliksiz) USAir'in yakıt gibi büyük maliyetleri kontrol edemediğini söyledi: "Artık hataya yer yok, USAir'in gün batımına seferi yakın."

Öte yandan USAir sözcüsü Andrea Butler, iflastan korumaya başvurunun "son çare" olduğunu söylüyor. "Yönetim daha çok işçi sendikalarıyla verimli anlaşmalar yapmaya odaklanıyor." Şirket şu andaki teklifine kâr paylaşımını ve yönetim kurulunda temsil hakkını da ekleyebilir. Bu tür tatlandırıcılar Northwest ve TWA'nın bağlı oldukları sendikalarla görüş ayrılıklarını gidermede etkili olmuştu.

Editor'ün notu: Buffett'ın 1990'ların başlarında USAir'e yanlış binişi kamuoyunun o kadar çok dikkatini çekmişti -ve hiç kuşkusuz o kadar çok kıkırdama üretmişti- ki bugün birçok kişi o yatırımın Berkshire için acı bir kayıp olduğunu düşünüyor. Fakat 1996 yılında, yeni CEO Stephen Wolf şirketin başına geçmiş ve Buffett'ın 1997 Berkshire yıllık raporunda "mucize" ile gelen "diriliş" olarak tanımladığı yükselişi başlatmıştı. USAir hisse senedi 4 dolarlık dipten 75 dolara yükseldi ve Berkshire'ın USAir dönüştürülebilir tercihli hisselerindeki dönüştürme hakkı da böylece değer patlaması yaptı. Tercihli hisselerdeki ödenmemiş kâr paylarının ödemesi yapılırken, bu tutara gecikme nedeniyle hak kazanılan tazminat ödemeleri de eşlik etti. Buffett kurtarıcı olarak tanımlanabilecek tercihli hisseler konusunda 1997 yıllık raporunda şöyle dedi: "US Airways'in münasip bir kâr üreteceği şimdi neredeyse kesin, tabii benim Maalox haplarına yaptığım harcamayı çıkarırsak. Üstelik kazancımız 'münasebetsiz' bile olabilir." Dolar bazında kazanç hiç açıklanmadı. Fakat çok sonra, 2007 yıllık raporunda Buffett, USAir'deki kazançlarını "dolgun" olarak tanımladı. İzleyen yıllarda USAir'e ne olduğunu da ekledi: Şirket iflastan korumaya giti. Hem de iki kez.*

* Maalox: Mide asidini giden bir ilaç markası. (Çn)

BUFFETT ve GATES

Bu iki makaleyi ardışık gördükleri ve Buffett ile Bill Gates arasındaki dostluğun -sürpriz dostluğun- ilk günlerine inmemizi sağladıkları için yanyana getirdik. Burada şaşırtıcı olan yalnızca aralarındaki 25 yıllık yaş farkı değil; ilgi odakları arasında o dönemde (şu anda o kadar değil) varolan derin uçuruma, Buffett'ın yatırıma, Gates'in ise teknolojiye olan tutkusuna da tanık oluyoruz.

İki ünlüyü 1991 yılında ortak arkadaşları, Washington Post'un birinci sayfa editörü ve Gates'in annesi Mary'nin eski arkadaşı Meg Greenfield bir araya getirmişti. Aslında biraz da arkalarından iş çeviren Greenfield, "İlginç bir eşleştirme olacağını bilmiyor değildim," demişti, 1990'ların ortalarında Fortune'a konuşurken.

Buluşma yeri, Gates'in anne babası Mary ve Bill Sr.'ın Seattle dışındaki köy eviydi. Greenfield da Seattle'da büyümüştü ve oradaki evini elden çıkarmamıştı; arada kaçamak yapmayı seviyordu. Greenfield o haftasonu iki misafirini, Buffett ve Washington Post Co. CEO'su Katharine Graham'ı da yanında getirmişti. Greenfield'in Subaru marka eski arabasında sıkış tıkiş gelmişlerdi Seattle'a kadar. Bill ve kız arkadaşı (kısa bir süre sonra eşi olacaktı) Melinda French'in gelişi ise daha şaşıla olmuşt, helikopterle inmişlerdi. Bill daha iner inmez erken kaçmayı umuyordu. Aslında gelmeyi hiç istememiş, annesini kıramadığı için razı olmuştu.

Fakat Buffett konuşmaya başlar başlamaz fikri değişmişti. Zihinleri çabucak birbirine bağlanıvermişti, zekânın oyun sahasında performansın bu denli yükseldiğini ikisi de sanki ilk kez görüyordu. İşte o an bugüne dek devam eden yakın dostluğun başlangıcıydı ve o dostluk, özellikle de yardım ve bağış etkinliklerinde tarih yazacaktı.

Az sonra okuyacağınız iki makalenin içeriğine dönelim. Bunlardan biri, Gates ile ilgili uzun bir haberin yanında yayınlanmış kutu yazısıydı. İkincisini Gates'in kendisi yazmıştı ve görünürde Roger Lowenstein'in yazdığı yeni Buffett kitabına ilişkin düşüncelerini anlatıyordu. Fakat yazının yarısından çoğunda Gates büyük ölçüde Buffett hakkındaki izlenimlerini aktarıyordu.

İkinci yazı bildiğim kadarıyla, Fortune 'un tarihinde de bir ilkti; Seksen yılı aşkın bir süredir iş dünyasıyla ilgili başka bir dergide, özellikle de Harvard Business Review 'da yayınlanmış ilk makalemizdi. Fakat makale -bir milyarderin diğer bir milyarderi anlatması- Fortune editörlerine o kadar ilginç gelmişti ki başka bir yerde harfiyen yayınlamak için Bill'den izin almıştık. Yazara bir kez daha teşekkürler. — CL.

Ahbab milyarderler

16 Ocak 1995

BRENT SCHLENDER

Kim demiş dostluğa değer biçemezsiniz diye? Bu dostlar Bill Gates ve Warren Buffett olunca toplam değerleri 19 milyar dolara yaklaşıyor, birkaç yüz milyon dolar altında veya üstünde olabilir.

Amerika'nın en zengin iki adamı -şu anda Warren Buffett 1 numara- dört yıldan bu yana, en büyük ortak noktası muhtemelen servetleri olan son derece ilginç bir kuşaklarası dostluk geliştirdiler. "Garip bir çiftiz, öyle değil mi?" diyor teknofob olduğunu açıkça ilan eden Berkshire Hathaway'in başkanı Warren Buffett. Altmış dört yaşındaki Buffett, Sanayi Çağı yatırımcısının en güzel örneği; en temel işlere -ayakkabı, meşrubat, traş bıçağı gibi şirketler- yatırım yaparak milyarlar kazanıyor. Gates için ise Bilgi Çağı'nın Midas'ı demek uygun, çünkü o milyarlarını düşüncesinin katıksız ürünlerini satarak kazanmış bulunuyor.

Onları tanıştıran Washington Post'un Gates gibi doğma büyüme Se-

attle'lı olan birinci sayfa editörü Meg Greenfield. İki milyarder zaman zaman bedava tavsiye almak için birbirlerinden yararlanıyorlar. Fakat yıllardır uğraşmasına rağmen Buffett'ı en azından bir PC almaya ikna etmiş değil. Buffett sonunda, başka bir arkadaşının emriyle, online bric oynamak için bir bilgisayar aldı (Oyun arkadaşlarından biri de Bill Gates'in babası). "Korunmasız" adını verdiği ikinci el jetle ülkeyi dolaşan Buffett, bu türden kurumsal statü sembolleri konusunda Gates'e bazı bilgece tavsiyelerde bulunuyor: "Kendime 55 yaşına kadar uçak almadığımı ve onun da yaşlılık günleri için bir şeyler biriktirmesi gerektiğini söyledim."

Buffett bundan birkaç yıl önce nişanlanan Gates'in ucuz elmas yüzük bulmasına da yardım etmiş. Gates'in müstakbel eşi Melinda French'e takacağı nişan yüzüğünü Berkshire Hathaway'in sahibi olduğu meşhur mücevher mağazası Bersheim'den alması için bir tezgâh planlayıp çifti Omaha'ya getirtmiş. Gates'in dediğine göre bir de tavsiyede bulunmuş: "Mağazaya gitmek için yola çıktığımızda, kendisi nişanlanırken yüzüğe net varlığının yüzde 6'sını harcadığını ve gerçek sadakatin göstergesi olarak benim de Melinda'ya aynısını yapmam gerektiğini söyledi."

Buffett ve Gates zaman zaman kimin daha zengin olduğu konusunda birbirlerine şakalar yapıyorlar. Gates'in hasta kumarbaz olduğunu bilen Buffett, bir bulaşmalarında "hileli" olduğunu itiraf ettiği bir çift zar getirmiş. "Onu daimi olarak ikinciliğe yerleştirmek istiyordum, ama tabii Bill hemen yakaladı," diyor Buffett. Bill Gates'in Leonardo da Vinci'nin not defterlerinden birini açık artırmada almasıyla ilgili olarak ise şunları söylüyor: "Leonardo da Vinci'nin not defteri için Bill'e karşı fiyat verdiğimi bilseydim, mutlaka daha da artırırdım."

Peki Gates, Warren Buffett'ın en çok nesini seviyor? Sohbetini. Bu konuda bakın ne diyor: "Warren o kadar alçakgönüllü ve karmaşık şeyleri anlatmada o kadar iyi ki... Mesela, yatırım felsefesinden söz ederken Mae West'ten alıntı yapmasının onun için eğlenceli olduğu kesin, ama hiç kuşkusuz o anda çok daha derin bir şey söylüyor. Her zaman öyle. Bu yüzden de onun hakkında sürekli yeni bir şey öğreniyorum."

Gates, Buffett'ı anlatıyor

5 Şubat 1996

BILL GATES

Roger Lowenstein, Warren Buffett biyografisine bir uyarıyla başlıyor. Buffett'ın rehberliğinde hisse fiyatı 33 yılda 7,60 dolardan yaklaşık 30.000 doları gören Berkshire Hathaway'in uzun zamandır hissedarı olduğunu belirterek giriyor kitaba.

Ben de Lowenstein'in kitabı hakkındaki bu inceleme yazısına bir uyarıyla başlamalıyım: Warren Buffett söz konusu olduğunda tarafsız veya tutkusuz davranmam, çünkü biz yakın arkadaşız. Kısa bir süre önce eşlerimizle Çin'de tatil yaptık. Fıkralarının hepsini çok eğlenceli buluyorum. Beslenme düzeninin -bol hamburger ve Cola- harika olduğunu düşünüyorum. Kısacası, ben onun hayranıyım.

Warren'ın hayranı olmak kolay ve hiç kuşkusuz *Buffett: Bir Amerikan Kapitalistinin Yükselişi*'ni okuyanlar da giderek artan hayran kitlesine katılacaklar. Lowenstein'in kitabı Buffett'ın olağanüstü yaşamının dolambaçsız, doğrudan hikâyesi. Belki Warren'ın ne kadar şakacı, alçakgönüllü, cana yakın bir adam olduğunu okura bütünüyle aktarmıyor, ama eşsizliği çok net anlaşıyor. Kitabı okuyup bitiren hiç kimsenin "Oh, ben de o adam gibiyim," demesi pek mümkün değil.

Warren'ın kariyerinin ana başlıkları gayet iyi biliniyor ve bu kitap keyif veren detaylar sunuyor. Lowenstein, 1930 yılında Omaha'da doğduğu günden 11 yaşında ilk hisse senedini almasına, Columbia Üniversitesi'nde efsane Benjamin Graham'ın öğrencisi olarak menkul değerler üzerinde eğitim görmesine ve 25 yaşında Buffett Ortaklığı'nı kurmasına kadar adım adım Warren'ın hayatının izini sürüyor. Yazar, Buffett'ın or-

• Random House, 1995 Türkçe baskısı Scala Yayıncılık'tan çıktı.

taklğı için topladığı hisse senetleri konusunda ketum davrandığını, fakat kendisine rehberlik eden ilkeyi, yani hisse senetlerini kelepir fiyatlardan alıp sabırla elde tutma prensibini tezat bir açıklıkla ortaya koyduğunu gösteriyor. Bir keresinde ortaklarına yazdığı mektupta açıkladığı gibi Warren alım fiyatına odaklanıyor: “Bu, yatırım felsefemizin temel taşıdır: İyi bir satış yaptığınıza asla güvenmeyin. Alım fiyatı çok ekiciyse, vasat bir satış bile iyi sonuçlar verir.”

Lowenstein kitabında, Warren’ın Berkshire Hathaway’in kontrolünü nasıl ele geçirdiğini ve başka şirketlerin hisselerini almak için ölmekte olan tekstil işini nasıl nakit musluğu haline getirdiğini anlatıyor. Berkshire’nın nasıl bir holding şirketine dönüştüğünü okurken, finansal verilerin ötesine bakmayı öğrenmeye başladığıa ve büyük gazeteler gibi eşsiz franchise’ların ekonomik potansiyelini gördükçe Warren’ın yatırım felsefesinin nasıl gelişip evrimleştiğine tanık oluyorsunuz. Berkshire bugün See’s Candies, *Buffalo News*, ve *World Book* gibi şirketlerin sahibi; aynı zamanda da American Express, Capital Cities/ABC (Disney olmakzere), Coca-Cola, Gannett, Gillette, ve Washington Post Co’da büyük çapta hissesi var.

Okurlar kitabı bitirdiklerinde yatırım ve iş dünyası konusunda çok şey öğrenmiş ve kendilerini daha iyi eğitilmiş hissedebilirler, fakat bu derslerin büyük yatırım sonuçlarına dönüşüp dönüşmeyeceği kesin değil. Warren kalabalıktan ileri düşünme konusunda doğuştan yetenekli ve hunu başarmak onun özdeyişlerini ezbere öğrenmekten daha fazlasını gerektiriyor - Warren’ın dağarcığında ezbere öğrenmenize ve iinize işlemesine fazlasıyla değecek bol miktarda özdeyiş olsa da.

Örneğin, Warren yatırım işinde topu out’a atmak diye bir şey olmadığını söylemekten hoşlanıyor. Topu atıp da vuramazsanız “out” olur. Hcumdaysanız, yaptığınız her atış için kaygılanmanıza da, sayıya eviremediğiniz vuruşlar için pişmanlık duymanıza da gerek yoktur. Bir başka ifadeyle, her hisse senedi veya her yatırım fırsatı konusunda fikir sahibi olmanız gerekmiyor ve almadığınız bir hisse senedi fena halde yükseldiğinde de kendinizi kötü hissetmemelisiniz. Warren ömrünüz boyunca yalnızca iki düzine kadar atışı sayıya evirebileceğinizi söylüyor ve o birkaç sayıyı atmak için de ev ödevinizi özenle yapmanızı tavsiye ediyor.

Uzun vadeli yatırımlara ilişkin tutumu, bir başka özdeyişte kendini gösteriyor: “Bir ahmağın bile yönetebileceği bir işe yatırım yapmalısınız, çünkü bir gün bir ahmak onu yönetecektir.” Başarısı her çalışanın mükemmel olmasına bağlı şirketlere inanmıyor. Bir şirketin temelleri kötü olduğunda harika insanların çok yardımcı olabileceklerine de inanmıyor. Temelleri kötü bir işletmenin başına iyi bir yönetim getirildiğinde, değişmeyecek olanın şirketin namı olduğunu söylüyor.

Warren, Berkshire’ın sahibi olduğu şirketlere güçlü yöneticiler yerleştiriyor ve onları büyük ölçüde yalnız bırakma eğiliminde. Yöneticilere temelde söylediği şu: Bir şirket nakit üretebildiği ölçüde -ki iyi şirketlerde bu böyledir- Warren’ın akıllı bir şekilde yatırım yapacağına güvenebilirler. Yöneticileri çeşitlendirmeye teşvik etmiyor. Yöneticilerin iyi bildikleri işlere yoğunlaşmaları gerekiyor ki Warren da iyi yaptığı şeye, yatırıma yoğunlaşabilsin.

Warren ile ilk tanıştığımızda gösterdiğim tepki benim için sürpriz oldu. Ne zaman biri bana, “Filan filan arkadaşım ile tanışmalısın, tanıdığım en akıllı adam,” dese, defansa geçerim. Çoğu insan şahsen tanıdığı birinin veya bir şeyin olağanüstü olduğunu düşünme konusunda hızlıdır. İnsan doğası böyle. Herkes çok üstün birini veya bir şeyi tanımak ister. Bunun sonucunda da karşısındakinin meziyetini gözünde büyütür. İşte bu yüzden insanların Warren Buffett’ı eşsiz olarak tanımlamaları beni fazla etkilememiştir.

Aslında annem 5 Temmuz 1991 günü işi bir kenara bırakıp onunla tanışmamı önerdiğinde aşırı derecede kuşkuluydum. Ne hakkında konuşacaktık? F/K oranları mı? Yani koca bir günü işi gücü hisse toplamak olan bir adamla mı geçirecektim? Özellikle de yapacak onca iş varken? Şaka mı yapıyorsunuz?

“5 Temmuz günü çalışıyorum. Gerçekten çok meşgulüz, üzgünüm,” dedim anneme.

“Kay Graham da olacak,” dedi.

İşte bu dikkatimi çekmişti. Graham ile hiç karşılaşmamıştım, ama Washington Post Co.’yu o kadar iyi yönetmesi ve gazetesinin siyasi tarihteki rolü beni hep etkilemişti. Kay ve Warren yıllardır çok iyi dosttu ve Warren’ın en akıllı yatırımı Post hissesiydi. Kay ile Warren tanınmış

iki gazeteciyle birlikte Seattle bölgesine, ailemin şehrin iki saat kadar dışındaki haftasonu evine geliyorlardı. İşin garibi, bütün o yolu küçük bir arabanın içinde sıkışarak katedeceklerdi. Arabadakilerden bazıları da benim kadar kuşkuluydu. “Koca günü o insanların evinde mi geçireceğiz?” diye sormuştu içlerinden biri. “Bütün gün ne yapacağız?”

Annem gelmem konusunda gerçekten katıydı. “Bir-iki saat kalırım, sonra geri dönerim,” dedim ona.

Geldiğimde Warren ve ben, perakendecilerden gelen reklamların azalmasıyla birlikte gazete işinin değişmeye başladığından konuşmaya başladık. Sonra bana IBM hakkında sorular sormaya başladı: “IBM’i sıfırdan kuruyor olsaydın nasıl farklı görünürdü? IBM’in büyüme şirketleri hangileri? Onlar için ne değişti?”

Güzel sorular soruyordu ve eğitici hikâyeler anlatıyordu. Öğrenmekten daha çok sevdiğim bir şey yoktur ve iş dünyası konusunda bu kadar açık düşünen birine hiç rastlamamıştım. Tanıştığımız gün bana ilginç bir analitik egzersizi gösterdi. Bir yıl seçecek -mesela 1970- ve o dönemin piyasa kapitalizasyonu en yüksek 10 şirketini inceleyecekti. Sonra 1990'lara doğru ilerleyecek ve bu şirketlerin nasıl fiyatlandığına bakacaktı. Egzersize duyduğu heyecan bulaşıcıydı. Bütün gün orada kaldım ve arkadaşlarıyla tekrar yola koyulmadan önce onunla bir futbol maçı seyretmek için Nebraska'ya uçmayı bile kabul etmiştim.

Warren ile beraberken işini ne kadar çok sevdiğini görebilirsiniz. Bu, birçok yoldan çıkar karşınıza. Hünerini açıklarken hiçbir zaman “Hey, ben bu konuda akıllıyım ve seni etkileyeceğim,” demez. Onun tarzı daha çok şöyledir: “Bu çok ilginç ve aslında çok basit. Sana açıklayacağım ve neden bu kadar geç anladığımı görüp hayret edeceksin.” Üstelik o basit dediği şey, vurucu bir şekilde ifade edebilmek için keskin espri anlayışını kullandığı zaman, gerçekten basit görünür.

Warren ve ben başkalarının elindeki bildik verileri kullanarak yeni ve bariz bakış açıları bulduğumuzda çok eğleniyoruz. İkimiz de şirketlerimiz için bunu her zaman yapmaya çalışıyoruz, ama görüşlerimizi birbirimizle tartışmak özellikle keyifli oluyor ve motivasyon sağlıyor.

Birbirimize oldukça samimi davranıyoruz ve hiçbir şekilde rakip görmüyoruz. Onun basılı World Book ansiklopedisi benim elektronik or-

tamdaki Microsoft Encarta ile yarışsa da, işle ilgili çıkarlarımız örtüşmüyor. Warren kazanacaklarını on yıl önceden öngörebileceği yatırımları sevdiği için teknolojiden uzak duruyor, teknoloji söz konusu olduğunda bu neredeyse imkânsız. Ne yazık ki, Warren için teknoloji dünyası sınır tanımıyor. Zaman içinde, çoğu şirketin varlıkları teknolojinin uzaktan erişiminden etkilenecek; ama Gillette, Coca-Cola ve See's Candies'in güvenli olması gerek.

Zaman zaman ikili turnuvalar yaptığımız alanlardan biri de matematik. Warren bir keresinde bana bildiğimiz zarlara benzemeyen 4 zar vermişti. Her birinin her yüzünde bir sayı kombinasyonu bulunuyordu (0'dan 12'ye kadar) ve her kombinasyondan tek bir tane vardı. İkimizin de birer zar seçip, üçüncü ve dördüncü zarı bir kenara ayırmamızı ve en yüksek sayıyı hangimizin atacağı üzerine bahse girmemizi önerdi. İçtenlikle de ilk zarı benim atmamı teklif etti ve "Peki, ilk sen attığına göre ilk tahmin sırası da senin. Bana ne şans tanıyorsun?" diye sordu. Bir şeyler döndüğünü anlamıştım. "Şu zarlara bir bakayım," dedim.

Üstündeki sayıları şöyle bir inceledikten sonra zarları ona geri verdim. "Kaybedeceğim başından belli. Sen önce seç," dedim.

O zarını seçtikten sonra kalan üç zardan hangisi seçeğime karar vermem birkaç dakikamı aldı. Zarların her bir yüzündeki sayılar özenle seçilmiş oldukları için geçişli değillerdi. Her zar, bir diğerine yenilebilirdi: A zarı, B zarını, B zarı C zarını, C zarı D zarını, C zarı da A zarını yenebilirdi. Bunun anlamı şuydu: İlk seçenin kazanması mümkün değildi, ikinci seçen kazanacaktı. Bu sezgiye aykırıydı, iş dünyasındaki birçok şey gibi.

Warren'ın rakamlarla arası harika ve ben de matematiği seviyorum. Ama insanın rakamlarla arasının iyi olması iyi bir yatırımcı olmasıyla korelasyon göstermiyor. Warren'ın diğer yatırımcılardan daha iyi performans sergilemesi olasılıkları daha iyi hesaplamasından kaynaklanmıyor. Yani sadece bu değil. Warren bir yatırımı yapmakla yapmamak arasındaki fark iki haneli olmadığında asla o işe girmiyor. Fırsat inanılmaz derecede iyi görünmedikçe pozisyon almıyor, hücumla geçip atışını yapmıyor.

Warren'ın hayran olduğum bir özelliği de programını toplantılara göre ayarlamaması. Hayır deme konusunda iyi. Neler yapmaktan hoşlandığını biliyor ve ne yapıyorsa, inanılmaz iyi yapıyor. Ofisinde oturmayı, oku-

mayı ve düşünmeyi seviyor. Onun dışında yaptığı birkaç şey daha var, çok değil. Lowenstein kitabında Warren'ın bir alışkanlıklar yumağı olduğunu söylüyor ve bu kesinlikle doğru. Omaha'da büyümüş ve Omaha'da kalmak istiyor. Belli insanları tanımış, zamanını onlarla geçirmek istiyor. Egzotik yeni şeyler arayan biri değil. Altmış beş yaşına giren Warren hâlâ 25 yaşındayken satın aldığı evde oturuyor. Rutinine bağlılığı yatırım uygulamalarına da uzanıyor. ABD'nin dışında fazla yatırım yapmıyor.

Uzun vadede harika yatırımlar olduğunu düşündüğü birkaç şirket var. Bu şirketlerin gelecekte yapacakları bütün iyi işleri bütünüyle öngören bir fiyat olması gerektiğini gösteren bariz matematiğe rağmen, fiyatı ne olursa olsun hisselerini elinden çıkarmayacaktır. Satma konusundaki gönülsüzlüğünün optimizasyon yönelimli olmaktan çok felsefi olduğunu düşünüyorum, fakat ben kimim ki dünyanın en başarılı yatırımcısı hakkında fikir yürütüyorum? Warren'ın satma konusunda gösterdiği gönülsüzlük diğer eğilimlerine uyuyor.

Warren ve ben bazı değerleri paylaşıyoruz. Becerilerimizin bu kadar kazanç getirdiği bir dönemde doğduğumuz için ikimiz de kendimizi şanslı hissediyoruz. Farklı zamanlarda dünyaya gelmiş olsaydık, becerilerimiz bu kadar değerli olmayabilirdi. Biriktirdiğimizin çoğunu harcamayı planlamadığımız için servetlerimizin topluma faydalı olmasını sağlayabiliriz. Bir anlamda, ikimiz de hayır için çalışıyoruz. Her durumda varislerimiz biriktirdiğimizin küçük bir kısmını alacaklar, çünkü çocuklara çok büyük miktarlarda servet aktarmanın onların veya toplumun yararına olmadığına inanıyoruz. Warren çocuklarına hiçbir şey yapmayacak değil, her şeyi yapacak kadar para vereceğini söylemekten hoşlanıyor. Warren ile tanışmadan önce bunu ben de düşünmüştüm, ama onun bu şekilde ifade etmesi duygularımın berraklaşmasını sağladı.

Lowenstein olayları ve olguları mükemmel bir araya getiriyor, *Buffett: Bir Amerikan Kapitalistinin Yükselişi* çok iyi yazılmış başarılı bir kitap. Warren da bana birçok açıdan özenli bir çalışma olduğunu söyledi. Bir gün kendi kitabını yazacağını söylüyor. Çalışmayı ne kadar çok sevdiğini ve kitap yazmanın ne kadar zor olduğunu düşünürsek (kişisel deneyimi-me dayanarak söylüyorum) bunu yapması uzun yıllar alacak. Fakat çıktığı zaman, eminim tüm zamanların en değerli iş kitaplarından biri olacak.

Zaten Warren'ın Berkshire Hathaway'in yıllık raporlarında hissedarlarına yazdığı mektuplar da işletme literatürünün en iyileri arasında değil mi? Lowenstein'in analizlerinin çoğu bu mektuplardan geliyor ve doğru olan da bu. *Buffett: Bir Amerikan Kapitalistinin Yükselişi*'ni bitirdikten sonra onu ve yöntemlerini merak ederseniz yıllık raporlarını okumanızı kuvvetle tavsiye ediyorum, hatta 10-15 yıl öncesinin raporlarını bile. Birçok kütüphanede mevcut.

Warren Buffett ve yatırım stratejisi hakkında başka kitaplar da yazıldı, ama Warren kendi kitabını yazıncaya kadar okunması gereken bu.

Billy Gates'in yazdığı bu makalenin orijinal başlığı "What I Learned from Warren Buffett" (Warren Buffett'tan Ne Öğrendim) idi. Copyright 1995 Microsoft Corp. İlk baskı, Harvard Business Review (1996 Ocak/Şubat sayısı). Microsoft Corp'un izniyle yeniden yayınlanmıştır.

Türev karmaşasını çözmek

20 Mart 1995

Carol Loomis'in makalesinden alıntı

Bu makalenin son iki paragrafı şöyle:

Türevlerin içerdiği bir dizi karmaşıklıkla düşündüğümüzde, yönetim kurullarının harici üyeleri, şirketlerinin sahip olduğu kontratlarla muhtemelen büyük bir yakınlık kuramazlar. Çoğu tepe yönetici de bu oyunda usta değildir. Sonunda, hangi risklerin hedge edileceği, bunu yaparken hangi türevlerin kullanılacağı ve risk yönetimi ile spekülasyon arasındaki o keskin çizginin nasıl çizileceği, büyük ölçüde koridorun sonundaki finansçılara bırakılır ve onlardan bazıları, son yıkımın enkazı bu kadar yakınımda dururken, bir kâr merkezini yönettiklerini düşünebilirler. Üstelik telefonlarının diğer ucunda son yeniliği satmaya uğraşan türev satıcıları olacaktır ve bu kesinlikle *sade vanilya** türünden bir hedge işlemi olmayacaktır.

Karşımızdaki çok da hoş bir resim değil, özellikle de türevler kadar büyük bir sorun söz konusu olduğu için. Bu yüzden belki yeni bir düşünce biçimine, yeni bir yaklaşıma, bir adım öteye geçecek radikal bir öneriye ihtiyacımız var. İşte bunlardan biri: Berkshire Hathaway Başkanı Warren E. Buffett, bütün CEO'lar şirketlerinin girdiği her bir türev kontratını anladıklarını yıllık faaliyet raporlarında açıkladıkları zaman türevlerle ilgilenebileceğini söylüyor. Buffett şöyle diyor: "Bunu yaparsanız mevcut her problemi çözeceğinizi düşünüyorum." Karışıklık, karmaşıklık ve perdeleme ile beslenen bir piyasada böyle bir çözüm olmayacak. Çok basit. Ama Buffett haklı.

* Sade vanilya (Plain vanilla): Bir finansal enstrümanın, genellikle de opsiyon, tahvil, futures ve swapların temel veya standart versiyonu. Sade vanilya, geleneksel bir yatırım aracının unsurlarının değiştirilmesi, böylece daha karmaşık bir menkul değere dönüştürülmesinin ürünü olan egzotik yatırım araçlarının tersidir. Örneğin bir sade vanilya opsiyonunun sadece son vade tarihi ve strike fiyatı vardır, başka özellikler içermez. (Cn.)

Şimdi bunu dinle

3 Nisan 1995

Berkshire Hathaway'in şekerlerini, ayakkabılarını ve diğer ürünlerini şirketin yıllık toplantısında satan 64 yaşındaki Warren E. Buffett şöyle diyor: "Bu toplantıyı ruhani bir deneyim olarak düşünmekten hoşlanıyorsak, en yüce dinde bile çanakla para toplama geleneği olduğunu hatırlamalıyız."

29 Mayıs, 1995

Berkshire Hathaway'in 71 yaşındaki başkan yardımcısı Charles T. Munger şirketle ilgili bir uzlaşmazlık konusunda şöyle dedi: "Personel alım belgelerimizi ibraz etmemizi istediler, oysa personelimiz bile yok."

Warren Buffett American Express'te neden büyük oynuyor?

30 Ekim 1995

Linda Grant'in makalesinden alıntı ve yanındaki kutu yazısı

Buffett hisse toplarken bilinmesini istemez. Eğer haber ortaya çıktığında -genellikle SEC'in rutin bildirim uygulaması nedeniyle- Buffett biraz daha hisse alması gerektiğini düşünüyorsa, o kâğıttan neden hoşlandığını fazla açık etmez. 1995 yılında American Express hissesinde durum böyledi. Fortune dahil ekonomi basını peşinde dolanıyor, fakat Buffett konuşmuyordu.

Biz yine de haberimizi yazmıştık, hatta derginin kapağına içerideki yazıdan çok daha şüpheli bir başlık atmıştık. Kapağın başlığı şöyleydi: "Warren Buffett bu iskambil kâğıtlarına neden bu kadar yatırım yapıyor?" Gerçek şu ki bu haberi çalışan Fortune yazarı ve editörleri Amex'in geleceğini hiç beğenmiyorlardı, fakat Buffett'ın beğendiğini görmek gibi bir sıkıntıyla baş etmek zorundaydılar.

Soruna yaklaşımımız Warren Buffett ile başlayıp biten uzun bir haber yazmak, yanına da yine onun hakkında fakat şirketin yeni CEO'su Harvey Golub'un aşmak zorunda olduğu zorlukları değerlendirdiği bir kutu yazısı yerleştirmek oldu. Golub, danışmanlık şirketi McKinsey'den gelmişti. Fortune bir danışmanın yeteneklerinin -harcamaları kısma ve departmanları satma- Amex'e 1990'ların başında kaybettiği prestiji geri kazandırmada ideal olmayabileceği görüşünü savunuyordu.

Fortune'un Buffett hakkında söylediklerini içeren paragraflar ve kutu yazısı aşağıda. Sonunda da onun kendisi hakkında neler söylediğini aktaracağız. — CL.

Haberin başı:

Warren Buffett hisse senedi piyasasının irrasyonelliği konusunda meseller anlatmayı seviyor. 1961 yılında American Express'in küçük bir yan kuruluşundaki sahte salata yağı stokları, Amex hisselerinin fiyatını aşağı etmişti. Bu ne kadar kötü bir sorundu? Yanıtı bulmak için Buffett bütün bir akşamı Omaha'daki Ross's Steak House'un kasiyeriyle geçirmiş ve insanların yeşil kartlarını kullanmaktan vazgeçip geçmediklerini görmeye çalışmıştı. Skandal kimsenin sindirim sistemini rahatsız etmiş görünmüyordu. Böylece Buffett 13 milyon dolara şirketin yüzde 5 hissesini ele geçirme fırsatını yakaladı. Sonra da 20 milyon dolar kârla sattı.

Buffett bugünlerde bu hikâyeyi yeniden yaşamayı umuyor, üstelik çok daha büyük rakamlarla. Berkshire Hathaway CEO'su son birkaç yılda 49 milyonun üzerinde American Express hissesi toplayarak şirketteki payını yüzde 10,1'e çıkardı. Bu payın değeri yaklaşık 2,2 milyar dolar ve Coca-Cola, Gillette, ve Capital Cities/ABC ile birlikte Buffett'ın en büyük yatırımını oluşturuyor. Buffett, Amex hissesinde Wall Street'in yine mantıksız bir şekilde düşük değerlendirme yaptığını düşünüyor. Bu kez sorun salata yağı değil, uzun ve dillere düşen bir dizi sürtüşme: III. James Robinson liderliğindeki neredeyse işlevsiz yönetim ekibi 1990'ların başında markaya zarar verdi; bir finans süpermarketi kurmaya yönelik büyük stratejisi, Amex'in yan kuruluşu Shearson Lehman broker'lık şirketinin geçtiğimiz yıl satılincaya kadar 4 milyar dolar sermayeyi eritmesiyle iskambil kağıdından evler gibi yere serildi. Bundan kısa bir süre önce, Amex'in tüketiciler nezdindeki ana faydasını -prestij- satmak fena halde zorlaştığında, üzeri pas tutmuş American Express kartı, Visa ve MasterCard karşısında pazar payını kaybetmekteydi. Üstelik şirketin uluslararası işleri, analistlerin ifadesiyle kasvetliydi.

Her zaman sabırlı bir yatırımcı olan Buffett -son hesaplamalara göre varlıklarının değeri 14,2 milyar dolar- son dönemde gündeme gelen sorunların dikkat dağınıklığının biraz ötesinde olduğuna inanıyor. Hoşuna giden ne mi? Kesinlikle onu daha önce de zengin eden şey: Sağlıklı nakit akışına sahip güçlü bir marka. Herşeyin ötesinde, Londra merkezli pazarlama grubu Interbrand'a göre American Express hâlâ dünyanın en

tanınmış 10 markasından biri. Buffett, American Express adını “finansal dürüstlükle” eş anlamlı görüyor ve kartının dünya çapında paranın ikamesi olduğunu düşünüyor. Geçen bahar yıllık toplantıda Berkshire Hathaway hissedarlarına şöyle dedi: “Açık farkla ve çok uzun yıllar Amex’in geleceğindeki en önemli faktör kredi kartı olacak. American Express yönetiminin kartı özel tutmak için iyi düşündüğüne inanıyoruz.” Buffett muhtemelen şirketin pazar payını kaybetmesinden özel bir kaygı duymuyor. Amex’in görkemli bir büyüme başaramasa bile kart piyasasında çok kârlı bir niş oyuncu olacağını düşünerek, bahsini bu temelde oynuyor olması çok daha muhtemel. Fakat eğer American Express Buffett’ın beklentilerini karşılaştırsa markasına yeni bir soluk kazandıracak, kolay iş değil...

Ve haberin sonu:

Amex’in aşması gereken engeller ne kadar zorlu olursa olsun Buffett’a karşı oynamanın akıllıca bir bahis olması sık görülen bir şey değil. Sonuçta Buffett, Coke ve Gillette gibi güçlü markalara oynadı ve kocaman bir deste yaptı. Amex gibi güçlü nakit akışına sahip otomobil sigortacısı GEICO’ya da başarılı bir yatırım gerçekleştirdi. Buffett bir as ile çıkageldiğinde arkasındaki yönetimin eli genellikle güçlüdür. Bu defa zor olan, bir deste danışmanın bu gerçekten kıyasıya oyunda potu nasıl kaldıracağını görmek.

Buffett Amex'e nasıl alım notu verdi?

30 Ekim 1995

Linda Grant imzalı kutu yazısı

Buffett'in 1930'lar ve 1940'larda Wall Street'in efsane ismi Benjamin Graham'ın öncülüğünü yaptığı değer yatırımının ne denli ateşli taraftarı olduğunu bilmeyen yok gibidir. Değer yatırımcıları yalnızca piyasa bir şirketi geçici -ve de mantıksız- olarak gerçek değer dedikleri fiyatın çok altında değerlediği zaman hisse senedi alırlar.

Fakat şimdi Buffett'ın yaklaşık 2 milyar dolarlık American Express hissesi alması karşısında herkes hayretler içinde. Wall Street birkaç yıl önce pazar payını kaybetmeye başlayan ve eski yan kuruluşu Shearson Lehman broker'lık firmasının yarattığı sorunlar nedeniyle büyük sıkıntı yaşayan Amex hissesinden uzak duruyor. Fakat Buffett'ı en çok çeken bu kötü haberler olabilir. Ne de olsa "yatırımcının kendi adına düşünmesi ve *fiyat* ile *değer* arasındaki farkı anlaması" Ben Graham'ın önde gelen doktrinlerinden biri. Graham ayrıca takipçilerine kelepirleri bulmaları için piyasayı eşelemelerini de tavsiye ediyor.

Buffett Tarzı * adlı kitabın yazarı ve Philadelphia'da kurulu Focus Trust'ın portföy yöneticisi, değer yatırımcısı Robert G. Hagstrom, yatırımcıların Buffett'ın yaptığı bir yatırımı anlamak için 1989 yılında Berkshire Hathaway hissedarlarına yazdığı mektupta belirttiği felsefeyle işe başlamaları gerektiğine işaret ediyor. Buffett o mektupta şöyle yazıyor: "Bugün her şirketin değeri, gelecekteki tüm nakit akışlarının -giren ve çıkan- mevcut faiz oranlarından iskonto edilmesi suretiyle hesaplanır. Bebek arabası üreticisinden cep telefonu operatörlerine kadar bu şekilde değerlendirilen bütün şirketler ekonomik olarak eşitlenir."

* Buffett Tarzı Türkçe baskısı Scala Yayıncılık tarafından yayınlandı

Bir başka ifadeyle, Hagstrom, Buffett'ın bir hissenin değerini belirlerken ona tahvil gibi yaklaştığına inanıyor. "Hisse sahibinin net kazancı" ile başlıyor, yani beyan edilen kazançlar, değer kaybı ve amortismanlar, eksi sermaye yatırımları. Geçen yıl Amex için bu rakam 1,4 milyar dolar-
dı, her zaman böyle olmasa da şirket aynen bu miktarda kazanç açıklamıştı. Hagstrom ardından şu soruyu soruyor: Eğer Amex 1,4 milyar dolar yıllık kuponlu bir tahvil olsaydı, bu kupon ne kadar değer kazanır ve 10 yıl sonra değeri ne olurdu?

"Bir şirketin kupon fiyatını belirlemek zordur," diyor Hagstrom, "çünkü büyüme oranı konusunda en iyi tahminleri yapmak zorundasınız."

Bu son derece temel bir finans teorisi. Fakat kuşkusuz, asıl sırrı uygulamakta. Bugüne kadar hiç kimse Buffett'ın değerlendirme kodunu kıramamış değilse de Hagstrom denemiş. Hagstrom'un uyguladığı model Amex'in içsel değerini hisse başına 86,77 dolar olarak hesaplıyor. Bu 86,77 dolar ile Amex'in son dönemdeki piyasa fiyatı olan 44 dolar arasındaki makas bir güvenlik marjını temsil ediyor. Hagstrom bu makası "Amex kötü bir yılda para kaybetse bile yatırımcıları koruyacak büyük bir tampon," olarak tanımlıyor. O bu denklemi sevmiş ve kendi hesabına 8000 kadar Amex hissesi almaya karar vermiş.

Buffett ve American Express'i kapak yaptığı 30 Ekim 1995 tarihli sayısında Fortune 'un bütün söylediği bundan ibaretti. Peki Buffett sonunda bu konuda konuşmaya başladığında -1997 yılında hissedarlara yazdığı mektuba kadar tek kelime etmedi- Amex yatırımlarıyla ilgili derin analitik nedenler ortaya koydu mu? Kesinlikle hayır. Bunun yerine, golf sahasında bir tüyo aldığını kabul etti.

Bu tüyonun arkaplanı Berkshire'ın 1991'de 300 milyon dolarlık American Express Percs hissesi almasına dayanıyordu; bu menkul değer esas olarak adi hisse senedi idi ve Buffett ilk üç yılda getiri anlamında iki alternatiften birini seçmek durumundaydı. Bu yüzden Berkshire ekstra kâr payı ödemeleri almış, fakat realize edeceği fiyat artışı sınırlı kalmıştı.

Ağustos 1994'te Percs hisselerinin adi hisseye çevrilmesi gerekiyordu ve o yazın başında Buffett Amex hissesini elinde tutup tutmamaya karar vermeye çalışıyordu.

Koşullar onu iki yöne itti, ve Buffett 1997 yılı mektubunda hissedarlarına şunları yazdı: Amex CEO Harvey Golub'u başarılı buluyor, şirketin tam potansiyelini ortaya çıkaracağına ve kullanacağına inanıyordu; fakat Amex'in diğer kart şirketleri, özellikle de Visa'dan gördüğü acımasız rekabet konusunda kaygıları vardı. "Argümanları tartarken," dedi Buffett, "satışa yöneldim."

Fakat sonra, 1994 yılında bir gün, Prouts Neck, Maine'de Hertz'in CEO'su Frank Olson ile golf oynamış ve o gün fikrini değiştirmişti. "Frank parlak bir yönetici ve kart işini iyi biliyor. Böylece ilk topu gönderdikten hemen sonra onu sektör hakkında sorguya çekmeye başladım. İkinci deliğe geldiğimiz zaman beni Amex'in kurumsal kartının müthiş bir franchise olduğuna ikna etti ve satmamaya karar verdim. Geride bıraktığımız 9 ayda alıma döndüm ve Berkshire birkaç ay içinde şirketin yüzde 10'una sahip oldu.

1994 yılı sonundan 2012 yılı ortalarına kadar, Buffett'ın American Express'deki yolculuğunun yarı yolunda, Berkshire yaklaşık yüzde 13 yıllık bileşik getiri gerçekleştirdi. (Bu hesaba Amex'in 2005 yılında yavru olduğu şirket Ameriprise'in bölünme tarihindeki değeri dahil değildi; bu bölünme özel bir Amex kâr payı olarak işlem görerek -bütün kâr payları gibi- toplam getiri hesabına dahil edilmişti.) 2012 yılı ortasında Berkshire'nın Amex hissesinde maliyeti 1,3 milyar dolar, piyasa değeri ise 8,8 milyar dolardı.

Güzel, fakat bu Berkshire'nın Amex'i elinde tutarken dram yaşamadığı anlamına gelmiyor. Temmuz 2007 ile Mart 2009 arasında finans hisse-leri bezimete uğradığında Amex'in hisse başına değeri 65 dolardan 10 dolara düştü, sonra tekrar yükselmeye başladı. Doğal olarak Buffett sadece sabırla gözlemledi. Bu kitap baskıya gittiğinde Amex hissesinin değeri 59 dolardı. Bu arada Amex kendi hissesinde piyasadan öyle büyük miktarda geri alım yaptı ki, Berkshire şu anda şirketin yüzde 13'ünün kontrolünü elinde tutuyor. — CL.

"Why Buffett's Betting Big on American Express" original başlıklı bu makalenin tam metnini fortune.com/buffettbook adresinde bulabilirsiniz.

Berkshire'dan hisse hediye edene Buffett bedava

18 Mart 1996

BETHANY MCLEAN

Berkshire Hathaway'ın 32.800 dolarlık fiyat etiketi hem bağış yapmak isteyen hisse sahiplerine (tek bir hisse bile hediye (intikâl) vergisi* getirebilir) hem de Warren Buffett'ın seksi hissesini almak isteyen dışarıdaki küçük yatırımcılara engel oldu. Hissedarlar 6 Mayıs günü Buffett'ın yeni B grubu hisselerin satışıyla ilgili planını oylayacak. Buffett bu yeni B grubu hisselerden en az 100 milyon dolarlık satış yapmayı planlıyor ve hisse başı fiyat 1000 dolar civarında. Bundan böyle A grubu olarak isimlendirecek mevcut hisseler istenildiği zaman B'ye dönüştürebiliyor. "Bizi çekici bulanlara çekici görünmek istiyoruz," diyor Buffett. Dönüştürülenlerin bataklığa dönmesini önlemek için, B'lerin mevcut A'ların "bir kerte aşağısında" olduğu konusunda uyarıyor: Daha az oy hakları var ve A'lar gibi kurumsal bağışlar için kullanılamıyorlar. Fakat bağışta bulunanlar ve küçük yatırımcılar bu yavru B'lerle gerçek Buffett'ı satın alıyorlar.

* ABD'de kişilerin birine verdikleri değerli bir şey için ödedikleri federal vergi. Vergiyi hediye eden kişi ödüyor. Eğer kişi hediye vergi indiriminden muaf olduğu yıllık limitini doldurmuşsa, hediye alan kişi, veren kişi adına ödeme yapabiliyor. Bizdeki uygulaması, veraset ve intikâl vergisi kanununda "ivazsız intikâl" şeklinde düzenlenmiştir. (Çn.)

Bill ve Warren Show

20 Temmuz 1998

DERLEYEN BRENT SCHLENDER

Bill Gates ve Warren Buffett Washington Üniversitesi'nin salonlarından birinde yan yana sahne almışlardı. Sözde konuşma yapmaya gelmişlerdi ama çoğunlukla sorulara cevap veriyorlardı. Fortune'un ünlü ikiliyi aynı sahnede biraraya getirerek bir ilki başlattığı bu tarihi olayı kaleme alan Brent Schlender'ın mükemmel yazısını burada aynen yayıyorum. — CL.

Hoş kokulu bir mayıs ikindisinde, öğrencilerden oluşan uzun kuyruk Washington Üniversitesi'nin Seattle'daki Husky Union binasının ana girişine, hatta ana kapının dışına kadar taşmıştı. Karşınızdaki yüzlerce ütülü bâki ceketi ve manşetli gömleği (ve de balkasız burunları) görür görmez bütün bu kalabalığın Phish konseri için bilet kuyruğuna girmiş olamayacağını söyleyebilirdiniz. Hayır, iki dirhem bir çekirdek giyinmiş bu kalabalık, bir konferansı -hem de çok özel bir konferansı- en ön sıralardan izleyebilmek için yer kapma telaşındaydı. Öğrenciler ve birkaç şanslı konuk güneş sisteminin en zengin iki adamının balkın önünde gerçekleştirdikleri eşine ender rastlanacak diyaloga tanık olacaktı: Onlar Bill Gates ve Warren Buffett idi.

Abbap milyarderler bu etkinliği Microsoft'un yıllık CEO'lar zirvesinden hemen sonra, Buffett'ın Gates'lerin evine yapacağı haftasonu gezisine denk getirmeyi planlamışlardı. Süper yatırımcı ile siber dünyanın kralı 350 işletme öğrencisini davet etmişler, basından da Public Broadcasting System ve Fortune'u çağırmışlardı.

Öğrenciler salona doluşurken Gates ve Buffett etraftakilerle şakalaşı-

yorlardı. Etraf dediğimiz, eşleri ve aralarında Washington Post'un eski CEO'su Katharine Graham, Bill'in babası ve kızkardeşinin de bulunduğu aile üyeleri ve yakın dostlardan oluşan küçük bir gruptan ibaretti. Bu etkinlik için oluşturulmuş yeşil odada taze meyva atıştırırken makyöz Bill'in burnuna pudra sürüyor, Warren'in düzensiz kaşlarını tarıyor ve Susie Buffett hayli eğleniyordu. Omaha Kabini bir noktada Richard Nixon'un "zafer işareti"ni taklit ederek grubu güldürdü.

Şovun başlamasına yakın Buffett ve Gate neşe içinde poz verdiler ve üniversitede oda arkadaşı olmuş eski iki dost gibi karşılıklı laf attılar birbirlerine. Diğer konukların en büyük endişesi titanların konuşmayı uzatmalarıydı; çıkışta Gates'lerin evine briç oynamaya gideceklerdi ve geç kalmak istemiyorlardı. Kocaman bir aile toplantısı gibiydi, fevkalâde kudretli bir aile.

O gün yeşil odada onları izleyen bir konuk için belki de en kalıcı izlenim, Amerika'nın en tanınmış iki milyarderi arasındaki kuşaklararası yakınlıktı. (42 yaşındaki Gates'in o gün itibarıyla net varlığı 48 milyar dolar civarındaydı, Buffett'in ise 36 milyar dolar. Daha birkaç yıl önce Gates'den hayli zengin olan Buffett servet yarışında arkada kalmışsa da, genç arkadaşının 25 yaş önünde olmayı başarmıştı.) Buffett'in varlığı Gates'i sakinleştiriyordu sanki. Microsoft'un federal antitröst yetkilileriyle yaşadığı sorunlara ve son iki gün boyunca önde gelen birkaç düzine CEO'yu ağırlamanın stresine rağmen gayet rahat görünüyor, hatta konuklarla şakalaşıyordu bile. Bill nihayet yaşını göstermeye başlamıştı -gözlerinin kenarında kaz ayakları var ve artık eskisi kadar ince değil- ama Buffett'lar ve Graham ona hâlâ harika çocuk muamelesi yapıyor, yere göğe sığdıramıyorlardı. O da alışık olduğumuz muhalif tarzının aksine, onlara hem çok sıcak davranıyor, hem de ölçülü bir hürmet gösteriyordu.

Sonunda ikili, Washington Üniversitesi İşletme Okulu'nun dekanı Bill Bradford'un açış konuşmasını dinlemek üzere kulisten ayrılıp sabneye doğru ilerledi. Ne yazık ki dekan konuşmasında Microsoft'un Washington Üniversitesi öğrencilerini işe almasından övgüyle söz ederken, esas noktayı kaçırdı. Çünkü az sonra başlayan olağanüstü performans, eğlenceli olduğu kadar felsefi söyleşi, yerel bir işverenin yakın bir dostuyla sohbetinin çok çok ötesindeydi. Kendiniz görün. — Brent Schlender

Milyarder iki ahbab 350 öğrencinin karşısında sahneye çıkar-
sa bu gösteriden siz ne elde edersiniz? 84 milyar dolarlık
ilham. Emsalsiz iki beyin (ve harcaması imkânsız net var-
lık) Buffett ve Gates risk almaktan çalışanları motive etmeye, hatalarla
yüzleşmekten bağış ve yardımlara kadar çok sayıda konuda düşünceleri-
ni paylaşıyorlar. Sonuç: Bilgelige çok yakın dünya görüşü, hem işe hem
hayata dair.

1. Buraya nasıl geldik?

**Warren ile Bill nasıl Tanrı'dan bile zengin
olduklarını anlatıyorlar.**

BUFFETT: Başlamadan önce, kimin daha çok alkış alacağı konu-
sunda Bill ile iddiaya girdiğimizi söylemem gerektiğini düşünüyorum.
Evim üzerine bahse girebilirim dedim ona. Sonuçta benim için küçük
bir miktar üzerinde anlaştık. Ama Bill için hiç de küçük bir şey değil.
Ne mi? Buraya gelirken giymem için bana bu Nebraska Cornhusker
tişörtünü verdi, kendisi de Washington Üniversitesi'nin mor tişörtünü
giydi.

Konuşmamıza kendimizi ve buraya nasıl geldiğimizi anlatarak baş-
lamamız istendi, sonra da sizlerin sorularına geçileceği söylendi. Benim
durumumda, buraya nasıl geldiğim gayet basit. IQ değil, eminim bunu
duyduğunuza memnun olacaksınız. Asıl mesele rasyonellik. Ben her za-
man IQ ve yeteneği araba motorunun beygir gücü olarak düşünürüm;
o motordan alacağınız randıman rasyonelliğe bağlıdır. Çoğu insan 400
beygir gücüne sahip motorlarla yola çıkar, ama yalnızca 100 beygir gücü
verim alır. Her zaman için 200 beygir gücüne sahip bir motorunuzun
olması, ama onu tam randımanla çalıştırmamız çok daha iyidir.

Peki akıllı insanlar neden sahip oldukları randıman gücüyle çatışan
şeyler yapıyorlar? Çünkü alışkanlıklar, karakter, mizaç ve rasyonel davra-
nış devreye giriyor. Kendi yollarında ilerlemiyorlar. Dediğim gibi, bura-
daki herkes benim yaptığım her şeyi ve daha fazlasını yapma yeteneğine
sahip. Bazılarınız yapacaksınız, bazılarınız yapamayacaksınız. Yapama-

yacak olanlara söylüyorum, kendi tarzınızda ve kendi yolunuzda ilerlediğiniz için yapamayacaksınız, dünya size izin vermediği için değil.

Bu yüzden size küçük bir önerim var: En çok hayran olduğunuz kişiyi seçin ve onda hayranlık duyduğunuz özellikleri bir kağıda alt alta sıralayın. Kendi adınızı hiç yazmayın, o kişi siz değilsiniz. Sonra en tahammül edemediğiniz kişi kimse, dürüst bir şekilde onda dayanamadığınız bütün nitelikleri yazın. Hayranlık duyduğunuz kişinin niteliklerini biraz pratikle kendi nitelikleriniz haline getirebilirsiniz ve eğer uygularsanız bu sizde alışkanlık oluşturacaktır.

Alışkanlıklar zinciri kırılmayacak kadar ağırlaşana dek son derece hafiftir. Benim yaşımda hiçbir alışkanlığımı değiştiremem. Her biri bana yapışmış artık. Ama bugün uygulamaya karar vereceğiniz alışkanlıkları sağlamlaştırmak için sizlerin önünde 20 yıl var. Bu yüzden başkalarında hayran olduğunuz davranışlara bakıp onları kendi alışkanlıklarınız yapmanızı, başkalarında gerçekten kınadığınız davranışlara bakıp hiçbirini yapmamaya karar vermenizi öneriyorum. Bunu yaparsanız beygir gücünüzün tamamını randımana dönüştürdüğünüzü göreceksiniz.

GATES: Warren'ın alışkanlıklar konusunda tamamen haklı olduğunu düşünüyorum. Ben çok genç yaşımda bilgisayara erişimim olduğu için kendimi fazlasıyla şanslı hissediyorum. O dönemde bilgisayar pahalıydı, yapabildikleri sınırlı olsa da büyüleyiciydi. Bazı arkadaşarımla bu konuda çok konuştuk ve mucizevi chip teknolojisi sayesinde bunları herkesin kullanabileceği şeyler haline getirilebileceğine karar verdik. Bilgisayarın potansiyelinde hiçbir sınır görmedik ve program yazmanın gerçekten harika bir iş olduğunu düşündük. Böylece nasıl bir araç olabileceğini görmek için yazılımcı arkadaşlarımızı işe aldık ve Enformasyon Çağı'nda yalnızca kas gücünüzü değil beyin gücünüzü büyüten bir araç olduğunu gördük.

Yaptığımız işe inanılmaz derecede odaklanarak ve sektörün henüz başlangıç aşamasında orada olduğumuz için, bu büyük devrimde hayli merkezi rol oynayan bir şirket inşa edebildik. Şimdi ne mutlu bize, devrimin henüz başındayız. Şirketi 23 yıl önce kurduk. Fakat hiç kuşkusuz, oluşturduğumuz alışkanlıklara sıkı sıkı tutunursak, önümüzdeki 23 yıl

bize çok daha fazla potansiyel verecek ve belki de bizi başlangıçtaki vizyonumuza, “her okul sırasında ve her evde bilgisayar” idealimize oldukça yaklaştıracak.

Başarıyı sizin nasıl tanımladığınızı öğrenebilir miyim?

BUFFETT: Kesinlikle mutluluk olarak tanımlıyorum, çünkü ben mutluyum. Yılın her günü sevdiğim şeyi yapıyorum. Sevdiğim insanlarla beraberim, midemde spazma yol açan hiç kimseyle iş yapmak zorunda değilim. İşime tap dansıyla* gidiyorum ve oraya vardığım zaman sırt üstü uzanıp tavanı boyamalım diye düşünüyorum. Bu müthiş eğlenceli. İşimde sevmediğim tek şey -ve bu üç veya dört yılda bir oluyor- bazen birini işten çıkarmak zorunda kalmam.

Başarı istediğinizi almak, mutluluk ise aldığınızı istemektir diyorlar. Bu duruma hangisi uyuyor bilmiyorum, ama başka hiçbir şey yapmak istemediğimi biliyorum. Sizlere iş hayatınıza başladığınızda hayran olduğunuz insanların bulunduğu ortamlarda çalışmanızı öneriyorum, çünkü bu sizi etkinleştirecektir. “Bu işi on yıl yaparım. Aslında çok sevmiyorum. Sonra şunu yaparım...” diyen insanlara hep kaygıyla bakıyorum. İnsanın seksi yaşlılığına saklaması gibi bir şey bu. Çok iyi bir fikir değil.

Aslında gayet iyi sonuç verebilecek işleri geri çevirdim, çünkü birlikte çalışacağım insanları sevmedim. Rol yapmanın hiçbir anlamı olmadığını düşündüm. Mide asidinizi artıran insanlarla birarada olmak, para için evlenmeye çok benzer. Muhtemelen her koşul altında kötü bir fikir, ama zaten zenginseniz kesinlikle çılgınlık, haksız mıyım?

GATES: Her gün yaptığınız şeyden zevk almanın çok önemli olduğuna katılıyorum. Benim için bunun anlamı çok zeki insanlarla, yeni problemler üzerinde çalışmaktır. Ne zaman “Hey, biraz başardık,” diye düşünsek, bunun üzerinde çok durmamaya dikkat ederiz, çünkü bu şekilde çıta yükselir. Her zaman müşterilerimizden görüş alırız, bize ma-

* Tap dansı, ayak uçları ve topukların yere vurularak yapıldığı bir dans türüdür. Dans adını yere vurma sırasında çıkan “tap” sesinden alır. İlk kez 19. yüzyılda ABD’de ortaya çıkmış ve daha sonra tüm dünyaya yayılmıştır (Cn)

kınaların fazla komplike olduklarını veya doğal olmadıklarını söylerler. Bilgisayar sektörü rekabet, teknolojik buluşlar ve araştırmadan oluşur. Özellikle de yazılım en heyecan verici alan ve ben bu sektörde en iyi işi yaptığımı düşünüyorum.

BUFFETT: Sence Dairy Queen daha önemli değil mi? (Berkshire Hathaway geçtiğimiz sonbaharda International Dairy Queen'i 585 milyon dolara satın aldı).

GATES: Sen Dairy Queen'i gayet güzel idare edebilirsin, Warren. Ben gidip Dilly Bars' alacağım.

BUFFETT: Geldiğinde fiyatı yükselteceğiz.

Yeni bir şirket kurmak çok riskli. Yeni bir şirket kurarken bunun en iyi fırsat olduğunu nasıl belirliyorsunuz?

GATES: Microsoft'u kurduğum zaman o kadar heyecanlıydım ki risk konusunu hiç düşünmedim. Doğru, iflas edebilirdim. Ama bir dizi becerim vardı ve iş bulmam oldukça kolaydı. Ayrıca ailem hâlâ eğer istersem Harvard'a geri dönmemi ve eğitimimi tamamlamamı arzuluyordu.

BUFFETT: Benim yanımda işin her zaman hazır, Bill.

GATES: Beni ürküten, arkadaşlarımı işe aldığımda onların benden ödeme beklemeleriydi. Sonra iflas eden müşterilerimiz oldu, birlikte başaracağımıza güvendiğim müşteriler. Böylece çok geçmeden inanılmaz muhafazakâr bir yaklaşımı benimsedim: Bir kuruş ödeme alamayacak bile olsak bankada bir yıllık maaşları ödeyecek param olmasını istiyordum. Hemen her zaman bunu başardım. Şu anda 10 milyar dolarımız var, önümüzdeki yıla fazlasıyla yeter.

Her koşulda, bir şirket kurup kendi işinizi yaptığınızda bu iş o kadar çok enerji alıyor ki riskle ilgili duygularınızın üstesinden gelerseniz

* Dilly Bars Dairy Queen'in ürettiği bir dondurma markası. (Cn.)

iyi edersiniz. Ayrıca kariyerinizin başında mutlaka bir iş kurmanız gerektiğini düşünmüyorum. Bir şirkette çalışmak ve önce onların işi nasıl yaptığını öğrenmek çok daha doğru olabilir. Bizim durumumuzda, Paul Allen ve ben, birilerinin bizden önce oraya varmasından korkuyorduk. Sonunda gördük ki, aslında bir yıl daha bekleyebilmiştik. Çünkü iyi bir başlangıç yapmak için işler biraz ağır gidiyordu, ama zemin katta olmak bize çok önemli gelmişti.

İnsanların sizi desteklemesini nasıl sağlarsınız?

GATES: Başlangıçta biraz şüphecilikle karşılaşırsınız. Gençken kira kontratları yapmanız zordur. Yirmi beş yaşın altında araba bile kiralamazsınız. Bu yüzden müşterilerle görüşmeye giderken hep taksiye binerdim. İnsanlar bana bir bara gidip konuşmayı teklif ettiklerinde, gidemezdim.

Bu hoş, çünkü başlangıçta kuşkuyla yaklaşanlar “Oh, bu çocuk hiçbir şey bilmiyor,” derler. Ama onlara gerçekten iyi bir ürününüz olduğunu gösterdiğinizde gemiye atlamak isterler. Böylece, en azından bu ülkede, belli bir noktaya ulaştıktan sonra gençliğimiz bizim için çok büyük bir varlık oldu.

2. Dünya bizim istirdiyemiz

Warren Çin’de herkesin Coca Cola içmek istediğinden neden emin? Bir iş adamı olarak şirketlerinizi nasıl globalleştiriyorsunuz?

BUFFETT: Berkshire Hathaway’de şirketlerimizi doğrudan globalleştirmiyoruz. İki büyük işimiz Coke ve Gillette. Coke’un kazançlarının yüzde 80’i, Gillette’in kazançlarının ise üçte ikisi dışarıdan geliyor. Böylece onlar yaşam standartlarında dünya genelinde gerçekleşen iyileşmeye katılıyorlar ve biz de onların sırtında globalleşiyoruz. Ben Omaha’da oturabilirim ve Doug Ivester (Coca-Cola’nın CEO’su) dünyanın bir ucundan diğerine uçabilir.

GATES: Bizim işimiz gerçekten global. PC standardı, global bir stan-

dart. Kore'de bir tablo programında neye ihtiyacınız varsa Amerika'da da aynısına ihtiyaç duyuyorsunuz. Yerel diller için bazı uyarlamalar yapmamız gerekiyor ve bu işimizin eğlenceli kısmı. Soldan sağa ve sağdan sola yazılan dilleri ve geniş Çin, Japon, Kore alfabelerini anlamak çok güzel.

Aslında ABD dışındaki pazar payımız yerli piyasadan çok daha büyük, çünkü yerel yan kuruluşlar oluşturmak, yerel koşulları, yerel dağıtım ve ilişkileri anlamak görece zor. Rakiplerimizin çoğu ABD'li olduğu için ve uluslararası arenada bizim kadar iyi olmadıklarından diğer ülkelerde daha da iyi geliyoruz.

Büyümemizin büyük bölümü ABD dışından gelecek. Burası büyük ölçüde bir yenileme piyasası olacak. Tabii ki bu Amerikalı müşterilerin görebilecekleri, dinleyebilecekleri ve öğrenebilecekleri daha iyi yazılımlar istemedikleri anlamına gelmiyor. Fakat ABD dışında hâlâ büyümenin ilk aşamalarındaki hızlı yükseliş dönemi yaşanıyor.

1995 yılında sizi Çin'e götüren neydi ve o gezi global iş kararlarınızı nasıl etkiledi?

GATES: Birçok nedenle Çin'e gittik. Kısmen rahatlamak ve eğlenmek için. Orada birkaç McDonald's gördük ve kendimizi evden çok uzak hissetmedik. Oralara gidip gerçekleşmekte olan değişimleri görmek, ülkenin farklı kısımlarını gezmek ve bazı liderlerle görüşmek de çok güzeldi.

Çin Microsof'un zaten yatırım yapmakta olduğu bir piyasaydı. O zamandan bugüne yatırımlarımızı hayli artırdık. Satışlarımızı yüzdeye vurursak oldukça ince bir dilim, yüzde 1'in altında. Fakat önümüzdeki beş yıl boyunca her yıl ikiye katlayacak ve ancak 10 yıllık bir bakış açısıyla yaklaştığımız zaman o bölgeye bu kadar ağırlık vermemize değeceğini söyleyebiliriz.

Çin'de yılda yaklaşık üç milyon bilgisayar satılmasına rağmen insanlar yazılıma para ödemiyor. Bir gün ödeyecekler ama. Ve onlar çalmaya devam ettikçe çalmalarını istiyoruz. Bağımlı hale gelecekler ve sonra, önümüzdeki on yıl içinde bir gün hasadı nasıl toplayacağımızı bir şekilde göreceğiz.

BUFFETT: Ailem gitmeme şaşırıyordu. Nebraska eyalet sınırının dışı-

na çıkmamıştım. Müthiş bir dönem geçiriyordum ve oraya gitmemin en önemli nedeni gelecekte çok Coca-Cola satılacak olmasıydı. Çin’de herkese Cola’nın bir afrodizyak olduğunu söyledim.

3. Biz yeniliğiz

Warren internetin sakız çiğnemeye etkilerini değerlendiriyor.

İkiniz de kendi işinizde yenilikçi insanlarsınız. Yeniliği nasıl tanımladığınızı merak ediyorum.

BUFFETT: Ben işimde çok fazla yenilik yapmıyorum. Aslına bakarsanız benim sadece iki işlevim var: Birincisi varlık tahsisi, ki bundan zevk alıyorum. İkincisi ise, bir grup insanın finansal ihtiyaçları olmadığına da yaptıkları işten heyecan duymasına çalışan 15 veya 20 üst düzey yöneticiye yardımcı olmak. Muhtemelen yöneticilerin en az üçte ikisi her türden finansal ihtiyaçlarını karşılayacak derecede varlıklı kişiler. Dolayısıyla da benim işim üst düzey yöneticilerimin ilgilerini korumalarını, paraya ihtiyaç duydukları zamanlarda olduğu gibi sabahın altısında heyecanla yataktan fırlayıp işe koşmalarını sağlamak. Ben bu iki şeyi yaparsam, onlar da yeniliği yaparlar.

GATES: Teknoloji işinde çok sayıda sapak ve dönüş var. Muhtemelen bu kadar eğlenceli bir iş olmasının nedeni de hiçbir şirketin geçmişteki başarısına güvenip sırt üstü yatmaması. IBM teknolojide hiçbir şirketin olamayacağı kadar egemendi, fakat ona rağmen yol boyunca birkaç dönüşü kaçırdılar. Bu her sabah kalktığınızda şöyle düşünmenize neden oluyor: “Hımm, bugün yoldaki dönüşü kaçırmayacağımızdan emin olalım. Konuşma tanımı veya yapay zekâda neler oluyor görelim. Bu işleri çekip çevirebilecek insanları işe aldığımızdan emin olalım, sürprizlerle karşılaşmayacağımızı bilelim.”

Bazen sürprizlerle karşılaştığımız oldu. Örneğin internet ortaya çıktığı

dönemde bizim beşinci veya altıncı önceliğimizdi. Tabii ki biri bana söz etmiş ve ben de “Nasıl hecelenir bilmiyorum,” dememiştim; böyle değildi elbette. “Tamam ya, nasılsa listemde. Sorun yok,” demiştim. Fakat bir noktada internetin çok hızlı geldiğini ve bizim stratejimizde belirlediğimizden çok daha derin bir fenomen olduğunu fark ettik. Böylece liderlik gereği bir kriz duygusu yarattım ve birkaç ayı fikirler ortaya atarak, e-mailler göndererek ve bazı geri adımlar atarak geçirdik. Sonuçta yeni bir strateji ortaya çıktı ve şöyle dedik: “Peki, yapacağımız şey belli; kendimizi içeriden nasıl ölçeceğimiz belli; bizim ne yapacağımız konusunda dünyanın ne düşünmesi gerektiği belli.”

Bu tür krizler üç-dört yılda bir karşınıza çıkıyor. Şirketteki bütün akıllı insanları dikkatle dinlemeniz gerekiyor. Bizim gibi şirketlerin farklı düşünen çok sayıda insana cazip gelmesinin nedeni bu. Çok sayıda fikir çatışmasına olanak sağlamak ve sonra doğru fikirleri görüp onlara gerçek anlamda enerji vermek gerekiyor.

Toplumda devrim yaratan enformasyon çağından avantaj sağlama konusunda hangi ülkeler ve şirketler daha iyi hazırlanmış durumdalar?

BUFFETT: Biraz düşünürseniz, bu ülke 15 yıl önce dünyayla rekabet etme konusunda neredeyse aşağılık kompleksi yaşıyordu.

GATES: Herkes Japonların elektronikte piyasayı nasıl ele geçirdiğinden söz ediyordu ve bilgisayar sektörünün de aynı şekilde olacağı söyleniyordu. Zorlu çalışmaya dayalı sistemlerinin başarısı vurgulanıyor ve yaptığımız şeyi baştan sona yeniden düşünmemiz gerektiği anlatılıyordu. Şimdi kişisel bilgisayarlarda veya iş dünyası genelinde olanlara bakarsanız veya sermayeyi nasıl tahsis ettiğimizi ve iş gücünün nasıl taşınıp durduğunu düşünürseniz, ABD çok güçlü bir pozisyona yükseldi. Böylece bütün bu enformasyon teknolojisinden en büyük faydayı sağlayan ABD oldu.

Singapur, Hong Kong, İskandinavya ülkeleri gibi yerlerde insanlar teknolojiyi temelde bizimle aynı oranlarda uyguluyorlar. Hatta gelir düzeylerine kıyasla teknolojiyi çok daha yüksek oranda uygulayan birkaç

ülke var, çünkü eğitime çok inanıyorlar. Kore’de ve Çin’in birçok yöresinde çok düşük gelir düzeylerinde bile kişisel bilgisayarların inanılmaz nüfuz ettiğini görüyoruz, çünkü insanlar çocuklarının ilerlemesinde çok önemli bir araç olduğunu düşünüyorlar.

Tüm dünya büyük ölçüde yararlanacak. Öyle bir noktaya varacağız ki gelir düzeyinizi geldiğiniz ülke değil eğitim düzeyiniz belirleyecek. Bugün Hindistan’da aldığınız doktora derecesi ABD’de aldığınız dereceyle aynı değil. Ürünlerin taşımacılık yoluyla etkin bir şekilde nakledilmesi gibi internet de hizmet ve tavsiye sağladıkça, Hindistan’daki bir mühendisle ABD’deki bir mühendis arasında esas olarak bir açık pazar teklif yapısı oluşacak. Bundan herkes faydalanacak, çünkü o kaynaklardan daha iyi avantaj sağlayacaksınız. Sonuçta bütün bunlardan önce gelişmiş ülkeler faydalanacak. Ama uzun vadede gelişmekte olan ülkelerde iyi eğitim alma şansı bulan insanlar, kesinlikle en büyük avantajı sağlayacaklar.

BUFFETT: Başlangıçta yakalayamamış olsam da muazzam bir şey. Teknoloji devrimi dünyayı muazzam değiştirecek ve bu çok hızlı olacak. Fakat ironik olarak bununla başa çıkma yöntemlerimiz Bill’inkinin tam tersi. Ben 10-15 yıl sonra nasıl görüneceklerini öngörebildiğime inandığım şirketleri arıyorum. Yani aşağı yukarı bugünkü gibi olacak şirketlerin peşindeyim; daha fazla büyürler veya daha fazla uluslararası iş yaparlarsa, bir diyeceğim yok.

Bu yüzden de ben değişim olmamasına odaklanıyorum. İnternete baktığım zaman örneğin, bir şirketin veya sektörün nasıl zarar görebileceğini veya değişebileceğini görüyorum, bu nedenle de uzak duruyorum. O değişimden çok para kazanılabileceğini görmüyor değilim, ama kendimi o işten çok para yapacak biri olarak düşünmüyorum.

Wrigley’in sakızını ele alalım. İnternetin insanların sakız çiğneme şeklini değiştireceğini düşünmüyorum. Bill muhtemelen düşünüyor. Aynı şekilde internetin Cola’nın tercih edilen içecek olma özelliğini ve dünya çapında kişi başına tüketiminin artacağı olgusunu değiştireceğini düşünmüyorum; insanların traş olup olmamalarını veya nasıl traş olduklarını değiştireceğini düşünmüyorum. Bu yüzden de biz hayli öngörülebilir

olanı arıyoruz ve Bill'in yaptığı işte bunu bulamazsanız. Toplumun bir üyesi olarak onun yaptığını alkışlıyorum, ama bir yatırımcı olarak ihtiyatla yaklaşıyorum.

GATES: Bu konuda Warren ile tamamen aynı fikirdeyim. Teknoloji hisselerinin Coca-Cola ve Gillette gibi şirketlerin hisselerinden oldukça düşük fiyatlanmaları gerektiğini düşünüyorum, çünkü biz düzenlemelerde köklü değişikliklere maruz kalıyoruz. Önümüzdeki 10 yılda Microsoft hâlâ liderse en az üç krizi savuşturmuşuz demektir.

4. Mahkemede görüşürüz!

Bill and Warren tröst düzenleyicileriyle mücadeleyi anlatıyor

Amerikan şirketlerinde antitröst yasası için uygun rol nedir?

BUFFETT: *Buffalo Evening News*'da 1977 yılında bir antitröst davası yaşadık. Ve ister inanın, ister inanmayın, 1991 yılında başımıza gelen Salomon olayında bir yandan New York Federal Reserve, öte yandan SEC, ABD Hazine Bakanlığı ve Güney New York Bölge Başsavcılığı ile yaşadığımız sorunlar yetmezmiş gibi Adalet Bakanlığı antitröst birimi de peşimizdeydi. Bu arada Kızılderili İşleri Bürosu ne yapıyordu, bilmiyorum. Bir nedenle bizi kaçırdılar. Yalnızca bu iki deneyimi yaşadım ve iki olayda da yanlış bir şey yaptığımızı düşünmedim. Şunu da eklemeyim ki, iki olayda da bizimle ilgili bir hüküm verilmedi.

Ben antitröst alimi değilim. Bill ile sekiz yıl önce tanıştım, kendisi müthiş bir öğretmen. Bana Microsoft'u anlatmak için altı-yedi saat uğraştı. Teknoloji konusunda dünyada benden cahilini bulamazsınız ve Bill o koca deliği yamamak için her şeyi uzun uzun anlattı. Kendisi öğrendiğimden emin olduğunda takip edebilmek için 100 hisse aldım. Bu iki

şeyi gösteriyor: Birincisi IQ düzeyim yaklaşık 50, ikincisi ise onun tekel olduğunu hiç düşünmedim.

GATES: Rekabet yasasının kilit rolü tüketicileri korumak, yeni ürünlerin yaratılmasını ve bu ürünlerin yenilikçi olmasını sağlamaktır. Ekonominin farklı sektörlerine bakıp “Bu en iyi nerede oluyor?” diye sorabilirsiniz. Nasıl puan verdiğinizin hiçbir önemi yok, kuşkusuz ekonominin bir sektörü mutlaka öne çıkacaktır ve o da kişisel bilgisayar sektörüdür. Geniş anlamda bilgisayar sektörü demiyorum, çünkü kişisel bilgisayarların ortaya çıkmasından önce yapının çok farklı olduğunu unutmayın. İnsanlar tutkalla yapışmıştı. Digital veya IBM ya da Hewlett-Packard veya başka herhangi bir yerden bilgisayar aldığınızda, yazdığınız yazılım yalnızca o bilgisayarda çalışıyordu.

Microsoft’un vizyonu bütün bu bilgisayarların aynı şekilde çalışabileceğiydi. Bunun nedeni şudur: Çok sayıda büyük yazılım almak istediğinizde çok sayıda bilgisayar almak zorundaydınız - milyonlarca. Bu yüzden bunları ucuz üretmeliydiniz, ve yazılımı bütün farklı bilgisayarlarda test etmek zorunda kalmayacak şekilde yapmalıydınız. PC sektöründe amaç, rekabet halindeki her şirketin en kolay taşınabileni veya en hızlısını veya en ucuzunu yapmasıydı. Bu tüketiciler için harika olurdu ve büyük bir yazılım piyasasını harekete geçirebilirdi.

PC’lerin ortaya çıkmasından önce bilgi işlemin fiyatı belli bir düzeyin altına inmekteydi, PC’lerden bu yana inanılmaz bir orana düştü. Yazılım alanında çeşit ve kalite fenomen derecede arttı. Bugün, bu anlamda kesinlikle doruk noktasındayız. Yeni kurulan yazılım şirketlerinin sayısı arttı, yeni iş alanlarının sayısı arttı, yatırım düzeyi, halka arz edilen şirket sayısı, gerisini siz söyleyin. Sektör çok değil üç yıl öncesine göre bile çok yol aldı. Böylece tüketiciler için her şey gayet yolunda.

Oysa PC dinamiği kısmen, yazılım geliştiricilerin bir başkasının işini kopyalamasını gerektiriyor; bütün o uygulamalarda tipik olan herşeyi alıyoruz ve o özellikleri Windows’a koyuyoruz. Böylece internete bağlanmak gibi şeyleri herkesin kendi yapması gerekiyor, biz programa koyuyoruz. Bu bir evrimdi, grafiksel kullanıcı arayüzleri geldi, hard-disk desteği,

network desteği geldi ve şimdi de internet desteği, tarayıcı dahil elimizin altında.

Antitröst yasasının iyi yazılmış olduğunu düşünüyorum: Daha esnek olması gerekip gerekmediğini derinlemesine tartışacak insanlar olacaktır, ama bu akademisyenlerin ilgi alanı. Ben iş yapacağım zaman soru işareti veya tartışma yaratacak en küçük şeyden en az 100 mil uzakta durduğumuzdan emin olmak için hukukçularımızla her ayrıntıyı büyük bir dikkatle kontrol ediyorum. Bu yüzden de kendimizi bir antritröst uzlaşmazlığının içinde bulmamız bizi biraz şaşırtıyor. şükür ki mahkemelerimiz var, olguların test edildiği ve insanların rekabetin olması gerektiği gibi tüketicilerin lehine çalışıp çalışmadığını görebilecekleri bir ortam mevcut. Çıkacak sonuç konusunda kafamızda en küçük bir kuşku yok.

Bu arada birçok uzlaşmazlığın odağı olacağız, çünkü dava ve mahkeme süreci büyük mesele. Bütün o zorluğu devlet üzerine alacak ve çok sayıda doğru şey söyleyecek. Bu arada biz bir şeyden eminiz: Bu süreç dikkatimizi dağıtmayacak ve bizi gerçekten yapmakta olduğumuz şeyden uzaklaştırmayacak.

5. Bir şirketin gerçek değerı nedir?

Warren, Berkshire hissesinin neden Lexus'dan pahalı olduğunu açıklıyor.

Bay Buffett hisse bölünmesine karşı bir politikanız olduğunu öğrendim ve Microsoft hisselerinin bölünmesiyle ilgili yorumlarınızı merak ediyorum.

BUFFETT: Bir restorana gidip de kafamdaki şapka için iki vestiyer fişi istiyorum dediğimi hiç hatırlamıyorum. Fakat hisselerini bölen şirketlerle bir kavgam da yok ve Microsoft'un bundan zarar gördüğünü düşünmüyorum.

Bizim politikamızın bize çok iyi uyduğu kanısındayım. Aldığım dini eğitimde hisse bölünmesinden sakınmama neden olacak hiçbir şey yok. Üç şirketin yönetim kurulundayım, bunlardan ikisi son birkaç yılda his-

selerini böldüler. Ben Berkshire hissesini bölmeyerek, çok hafif bir farkla, daha uzun vadeli yatırımcı grubunu kendimize çektiğimizi düşünüyorum. Kendinize çok benzeyen, aynı zaman ufkuna, aynı beklentilere sahip yatırımcıları çekmek istersiniz. Biz çeyrek dönem kazançlarından konuşmuyoruz, bizim bir yatırımcı ilişkileri departmanımız yok, Wall Street analistleriyle konferans görüşmeleri yapmıyoruz, çünkü önümüzdeki çeyrek dönemde veya gelecek yıl neler olacağına odaklanan insanları istemiyoruz. Biz, ölünceye kadar bizimle beraber olmak için aramıza katılan insanları istiyoruz.

Hisseyi dramatik boyutlarda bölersem o hissedarın elindeki bileşimi çok fazla değiştirir miyim? Hayır, sadece biraz değiştiririm. Ve unutmayın, bütün hissedar koltukları dolu, tıpkı bu oditoryum gibi. Şu anda hepinizi gücendirecek bir şey söylesem ve hepiniz çekip gitseniz başka bir grup girer içeri. Sizce bu iyi mi kötü mü? Pekalâ, bu onların da sizin de nasıl kişiler olduğunuza bağlı. Benim bu politikaları cazip bulan çok iyi bir hissedar grubum zaten var ve bu politikanın bu grubu hafifçe güçlendirdiğini düşünüyorum.

GATES: Warren insanlara “farklı bir hisse” sinyali vererek ve Berkshire Hathaway’i bildiğimiz tipik şirketlerden biraz farklı düşünmeleri gerektiğini vurgulayarak hayranlık duyulacak bir şey yaptı. Böyle alışılmışın dışında bir hisse fiyatına sahip olması büyük olasılıkla iyi bir şey, tabii gazeteler herşeyi berbat etmezlerse. Biliyorsunuz, kendisi hisse senedi tablolarındaki sütun genişliği konusunda çok sayıda soruna neden oldu.

Bay Buffett, şirket değerlemelerinde geleneksel yöntemlerin bu piyasada modası geçtiğini söyleyenlere yanıtınız nedir?

BUFFETT: Mevcut piyasada “değerinin altında işlem gören hisse” testimizden geçecek şirketler bulmanın zor olduğunu düşünüyorum, ama değerlendirme yöntemlerinin değiştiğini sanmıyorum. Baktığınız her menkul değer gerçekten büyük çapta düşük değerlendirildiği 1970’lerin ortalarında olduğu gibi. Bir zamanlar, 1969’a kadar 13 yıl boyunca bir yatırım ortak-

lığını yönettim ve sonra hiçbir şey bulamadığım için kapattım. Şirketleri değerlendirme yeteneğimi kaybetmedim; etrafta yeterince ucuz hisse kalmamıştı ve ben de açığa satış işinde değildim.

Fakat herhangi bir finansal varlığı değerlemenin sihirli bir yanı olduğunu düşünmüyorum. Finansal bir varlık, tanımı itibarıyla, gelecekte paranızı geri alabilmek amacıyla bugün para yatırdığınız şeydir. Eğer her finansal varlık doğru değerlendirilseydi, onlardan sonsuza dek, Hesap Günü'ne kadar alacağınız nakitin tamamının aynı faiz oranlarından bugüne iskontolanmasını yansıtan bir fiyattan satılırlardı. Hiçbir risk primi olmazdı, çünkü bugün ile sonsuzluk arasında bu "tahvilin" nasıl bir kupona sahip olduğunu bilirdiniz. 1974'te de 1998'de de kullanılması gereken değerlendirme yöntemi tam olarak budur. Eğer bunu yapamıyorsam, almam. O zaman beklerim.

1969 yılı ile karşılaştırsak, şu anda daha yüksek fiyat/kazanç oranı mı arıyorsunuz?

BUFFETT: O rasyo, faiz oranlarından etkilenir. Bir değerlendirme hesabı yaparken, şimdi ile 1969 yılı veya herhangi bir zaman arasındaki fark başka hiçbir şeyden etkilenmez. Bugün piyasa geneline bakarsanız, özkaynak kârlılığı 1969 yılı veya 1974 veya tarihteki herhangi bir zamandan çok daha yüksek. Bu yüzden eğer piyasanın genelini değerlediğinizi söylerseniz soru şöyle değişir: "Amerikan şirketlerinin toplamdaki mevcut yüzde 20'lik özkaynak kârlılık oranını alıp, bunun sonsuza dek uzanan gelecek zaman ufkunda değişmeyecek gerçekçi bir rakam olduğunu söyleyebilir misiniz? Ben bunun oldukça temelsiz bir varsayım olduğunu ve pek güvenlik marjı bırakmadığını söylerim. Ayrıca şu andaki piyasa düzeylerinin bunun büyük bölümünü iskontoladığını ve bunun da beni oldukça temkinli yaptığını söylerim.

Teknolojinin şirketleri daha fazla fiyat ödemek isteyeceğiniz kadar etkin kıldığını düşünüyor musunuz?

GATES: Teknoloji kullanmaya başladığınızda kesinlikle tek seferlik büyük bir zıplama oluyor, özellikle de Amerikan şirketleri teknolojiyi ülke dışındaki rakiplerinden daha iyi kullanıyorlarsa. Daha iyi iletişim

kurma yeteneği kazanıyorsunuz, böylece de daha önce o boyutta olmayan çok sayıda şirkette global ölçeğe ulaşıyorsunuz.

Gerçekten çok kazanan şirketlere, yüzde 20 özkaynak kârlılığı üretenele ve dünya pazarına girenlele -Coca-Cola, Microsoft, Boeing veya GE gibi- baktığınız zaman, teknolojinin bunların her birine fayda sağladığını görüyorum.

Fakat bu günümüzden 10 yıl sonra da neden aynı özkaynak getirilerini üreteceklerini açıklamaya yetmez. Mevcut koşulların kısa ömürlü olma gibi bir yönü var, bu neredeyse kesin.

BUFFETT: Teknolojinin şirketlele daha etkin kıldığından eminim; eğer başka türlü düşünseydim Bill hemen sağımda otururken bunu söylemekten korkardım. Üzerinde kafa yorabileceğiniz soru şu olabilir: Diyelim ki Jack Welch'i klonlamanın bir yolunu buldum ve ondan 499 kopya yaptım. Jack, General Electric'i yönetmeye devam etti, diğer 499 kopyası da diğer *Fortune* 500 şirketleleinin başına geçtiler. Bu durumda şu andan itibaren beş yıl sonra *Fortune* 500 şirketleleinde özkaynak kârlılığı yükselir mi yükselmez mi? Yanıtın o kadar kolay olduğunu sanmıyorum. Çünkü 500 Jack Welch arasında çok büyük bir rekabet olacaktır, dolayısıyla da Amerikan şirketlele için üretecekleri getiriler, bir grup budala karşısında yalnızca bir tane Jack Welch varken elde ettiğinizden pekâlâ düşük olabilecektir. Yönetim kalitesinde büyük farklılıklar olması müthiş getiriler elde etme şansını muazzam derecede artırır.

Şirketlelede, teknoloji sektörü dahil, şimdi vereceğim örnekteki gibi bir etki yapan çok sayıda şeyden söz edebilirim. Diyelim ki bir resmi geçit töreni izlemeye gittiniz, bando caddenin aşağısında çalmaya başladı ve siz görebilmek için aniden parmak uçlarınızda yükseldiniz. Otuz saniye sonra herkes parmaklarının ucunda yükselecek, parmaklarınız fena halde acıyacak, ama yine de daha iyi göremeyeceksiniz.

İlerlemeler ve iyileşmeler bağlamında kapitalizmin bu tür bir kendini etkisizleştirme eğilimi vardır. Bu harika, çünkü her şeyin daha iyisini alabileceğimiz anlamına gelir. Fakat asıl marifet, parmak ucunuzda yükselmeniz ve kimsenin sizi farketmemesidir.

Son dönemde yaşanan birleşme dalgaları şaşırtıcıydı. Bu birleşmelerin hissedarlar için nasıl değer yaratacağını yorumlayabilir misiniz?

BUFFETT: Aslında, ikimiz size küçük bir açıklama yapmak istiyoruz...

(gülüşmeler)

Durmayacak. Birleşmelerin temelinde çok iyi düşünceler vardır. Birleşmiş şirketlerin büyük çoğunluğunda gerçekten sinerji var. Fakat sinerji olsun olmasın birleşmeler devam edecek. Ürkek davranarak büyük bir şirketin CEO'su olamazsınız. İnsana ait güdüleriniz var. Üstelik bu bulaşıcıdır. Yıllar içinde halka açık 19 farklı şirketin yönetim kurullarında bulundum ve şunu gördüm: Bir şirketin rakipleri birleşme işine angaje olmuşlarsa, kurul toplantılarında satın alma ve birleşme konuları daha çok konuşulur olur. Ekonomimiz şu andaki gibi işlemeye devam ettikçe -ve ben çok iyi işlediğini düşünüyorum- daha çok birleşme göreceksiniz. Genel olarak yüksek bir piyasa birleşmeleri teşvik eder, çünkü böyle ortamlarda herkesin para birimi kullanıma daha elverişlidir. (Birkaç hafta sonra Berkshire Hathaway dünyanın üçüncü büyük reasürans şirketi General RE'yi 23,5 milyar milyar dolarlık hisse karşılığında satın almak üzere anlaştı.)

GATES: Sağlıklı bir şüpheciliğin faydalı olduğuna inanıyorum. Fakat General Motors otomobil sektörünün uzmanlık yönelimli yapısını bırakarak işin tamamını üreten şirketler şeklinde yeniden yapılanmasından doğdu. Ve bunu kaçıran herkes esas olarak silinip gitti.

Çok sayıda küçük şirket satın aldık ve bunun bizim için hayati önemde olduğunu söyleyebilirim. Bunlar tek başlarına aynı başarıyı muhtemelen gösteremeyecek şirketlerdi, fakat beceri ve yetenekleri bizimkilerle birleştğinde biz de onlar da çok daha iyi bir dizi ürün geliştirebildik.

Bankacılığının bugünkü durumunu düşünüyorum; orta ölçekli bir banka iseniz eğer, muhtemelen bütün bu olan bitenin içinde olmak ihtiyacı hissedeceksiniz. Bu ülkede bu kadar çok bankanın olması anlamsız ve bu yüzden bazıları ölçekten düşecek. Fakat aynı zamanda çok sayıda saçma birleşme de var.

Sonuç olarak birleşme sonrasında hissedarlar daha iyi durumda mıdır?

BUFFETT: Çoğu şirket devrinde, alıcı olmaktansa hedef olmak daha iyidir. Alıcı avladığı hayvanın leşini inine sokmak için para öder.

Fakat neredeyse haftada bir şirket satın alan insanlara kuşkuyla bakıyorum. Önde gelen şirketlere bakarsanız -mesela bir Microsoft, bir Intel veya bir Wal-Mart- büyümeleri ağırlıklı olarak içeriden olmuştur. Çoğu zaman, eğer bir şirket gerçek anlamda bir satın alma furyası içine girmişse, kara para kullandıkları hissi doğar ve saadet zinciri oyununun bazı yönlerini içerir.

Bunun ötesinde, birleşmiş şirketlerin anlaşmadan sonra muhasebe oyunlarıyla köşeyi dönmek ve büyük yeniden yapılanma giderleri çıkarmak yerine kendi yollarında ilerledikleri bir dönemi görmek isterim. Çok fazla hareket olan yerden kuşkulanırım. Organik büyümeyi görmek hoşuma gider.

6. Tüh, ben ne yaptım!

Warren ve Bill hatalarını, iş ortaklarını ve yönetimdeki başarılarını değerlendiriyorlar.

İş hayatınızda aldığınız en iyi karar neydi?

BUFFETT: Esasen havuza öylece atlamaktı. Yatırım işinin güzel tarafı, başarmak için çok fazla iş yapmanıza gerek olmamasıdır. Aslında okuduğunuz bu işletme okulundan çıktığınızda elinizde 20 delikli bir kart olur ve aldığınız her yatırım kararında bu deliklerden birini kullanırsınız. Bütün elde edeceğiniz bundan ibarettir, 20 çok iyi yatırım kararı verebilirsiniz. Bu arada tesadüfen çok zengin olabilirsiniz. Elli tane iyi fikriniz olması hiç gerekmez.

Dün aldığım bir kararın iyi bir yatırım olmasını umuyorum. Fakat ben her zaman basitten ve bana açık görünenden yana karar verdim. Gerçek şu ki onları daha görür görmez anlarsınız. Öyle ucuz olurlar ki...

Columbia Üniversitesi'nden mezun olduktan sonra sırf neler olduğunu görmek için Moodys'in kitapçıklarını sayfa sayfa taradım; sanayi şirketleri kitapçığı, ulaştırma kitapçığı, bankalar ve finans kitapçığı. Kazançlarının bir katına işlem gören şirketler buldum. Bunlardan biri New York Eyaleti'nin kuzeyinde bulunan ve kazançlarının bir katına işlem gören Genessee Valley Gas unvanlı halka açık küçük bir şirketti. Hakkında yazılmış aracı kurum raporları yoktu, hiçbir şey yazmıyordu. Ama tüm yapmanız gereken sayfayı çevirmekti. O kadar işe yaradı ki kitabı sayfa sayfa bir kez daha okudum. Bill o zamanlar World Book okuyordu. Artık kendisi çıkarıyor.*

GATES: Bu sabah kahvaltıda Warren'ın en kötü yatırım kararının ne olduğunu konuşuyorduk. Başarı sicili öylesine inanılmaz ki kötü bir karar bulmak zor. Yine de biz bazı ölçütleri kıstas olarak bir değerlendirme yaptık ve şirketler grubuna adını veren Berkshire Hathaway'in en kötü yatırım kararı olduğuna hüküm verdik.

BUFFETT: Doğru. Ucuz diye korkunç bir işe girmiştik. Bu benim yatırım alanında "sigara izmariti" yaklaşımı dediğim şey. Yerdeki sigara izmaritini görürsünüz. Ezilmiş ve korkunç görünüyordur; yine de bir nefes çekebilirsiniz, üstelik bedavadır. Biz satın aldığımızda Berkshire böyle bir durumdaydı -işletme sermayesinin altında satılıyordu- fakat korkunç, korkunç bir hataydı.

Bize milyarlarca dolara malolan her türden kötü hata yaptım. Bunlar icradan değil ihmalden kaynaklanan hatalardı, potansiyelini gördüğüm ama girmedığım yatırımlardı. Yine de Microsoft'u almadığım için üzülmiyorum, çünkü o işten anlamıyorum. Intel'i de anlamadım. Ama anladığım işler oldu, Fannie Mae benim bildiğim, anladığım bir işti. Almaya karar verdim, ama bu kararı uygulamadım. Milyar dolarlar kazanabilirdik. Fakat kazanamadık. Geleneksel muhasebede yapmadığınız işler kayda geçmiyor. Ama inanın bana, oldu.

* Microsoft'un o dönemde yayınladığı dijital multimedia ansiklopedisi Encarta'ya gönderme yapıyor. Microsoft Encarta'yı 1993 yılında kurmuş ve kısa zamanda Almanca, Fransızca, İspanyolca, İtalyanca, Portekizce ve Japonca versiyonlarını da geliştirmişti. Fakat 2009 yılında alınan bir şirket kararıyla site kapatıldı. (Cn.)

GATES: Benim durumumda iş konusundaki en iyi kararlarımın birliğinde çalıştığım insanları seçmekle ilgili olduğunu söylemeliyim. Paul Allen ile çalışma kararım listenin en başında yer alıyor. İkincisi de, o gün bu gündür bir numaralı iş ortağım olan bir arkadaşımı -Steve Balmer- işe almam. Her açıdan güvenebileceğiniz, kendini her yönüyle işe veren, vizyonunuzu paylaşan ama sizden biraz farklı yetenek ve becerileri olan, yeri geldiğinde sizi kontrol eden, denetleyen birine sahip olmanız önemli. Bazı fikirlerinizi açtığınızda, "Hey, dur biraz. Şunu şunu düşündümü?" diyeceğini bilirsiniz. Böyle zeki biriyle birlikte çalışmak hem işinizi daha eğlenceli kılar, hem de gerçekten büyük başarıları beraberinde getirir.

BUFFETT: Uzun yıllardan beri benim de tıpkı Bill'in anlattığı gibi bir ortağım var: Charlie Munger. Fakat Charlie ile bir ayar tutturmanız lazım, çünkü yaptığım herşey için aptallık der. "Gerçekten aptallık" derse, hakikaten öyle olduğunu bilirim. Ama sadece aptallık dediğinde, bunu benim görüşümü veya kararımı doğrulayan bir onay verme biçimi olarak görürüm.

Her ikiniz için de şirketlerinizin başarısının sizlerden ve sahip olduğunuz liderlik yeteneklerinden kaynaklandığını söyleyebiliriz. Peki vefat ettiğiniz zaman ne olacak?

BUFFETT: Yanlış düşünüyorsunuz. Ölümümden sonra beş yıl daha çalışıyor olacağım ve benimle bağlantıyı kesmemeleri için yönetim kurulu üyelerine bir ruh çağırma tahtası verdim. Ama ruh çağırma tahtası işe yaramazsa benim yaptığımı yapabilecek başarılı insanlarımız var. Ben bu gece ölsem insanlar Coca-Cola içmekten vazgeçmeyecek, traş olmayı bırakmayacak, daha az See's Candy veya daha az Dilly Bars yemeyecek, ya da buna benzer bir şey olmayacak. Bu şirketlerin müthiş ürünleri, başarılı yöneticileri var; Berkshire'ın başında, sermaye tahsis edebilen ve aşağıda doğru yöneticilerin olmasını sağlayan birinin bulunmasından başka bir şeye ihtiyacınız yok. Bunu yapabilecek insanları belirledik ve Berkshire yönetim kurulu onların kimler olduğunu biliyor.

Aslında yapılması gerekenleri anlatan bir mektup hazırladım ve bir mektup daha yazdım. O zaman açılacak olan bu ikinci mektup “Dün öldüm,” diye başlıyor ve şirkete ilişkin planları anlatıyor.

GATES: Ben de Warren gibi düşünüyorum. Yapmakta olduğum şeyi uzun, çok uzun bir zaman sürdürmek istiyorum. Fakat sanırım, muhtemelen de şu andan itibaren 10 yıl kadar sonra, yine tamamen Microsoft’un içinde olmakla beraber, çünkü bu şirket benim kariyerim, CEO olarak başka birini seçeceğim.

BUFFETT: Dinleyicilerin arasında bazılarının el kaldırdığını görüyorum.

GATES: Bu iş için önümüzde uzun bir zaman var, fakat biz üst düzey yöneticilerimizle oturup bu halef konusunu konuşuyoruz sürekli. Çünkü insanlara yükselme fırsatı verdiğimizden emin olmak istiyoruz. Kendilerini tıkanmış hissedecekleri ve başka yerlere gitmek zorunda kalacakları bir ortam yaratmayı hiçbir zaman düşünmüyoruz. Büyümemizin bize çok yardımı oluyor. İnsanlara çok, çok büyük işler yaratabiliriz. Benden sonraki kişi konusunda uzun uzun düşünüyorum ve muhtemelen bununla ilgili olarak beş yıl önceden somut bir şey yapmam gerekiyor. Fakat bir sürpriz olursa beklenmedik olay planımız hazır.

7. Bağışlar hazır olduğumda başlar.

Bill ve Warren günün birinde servetlerinin yüzde 99’unu neden bağışlayacaklarını anlatıyorlar.

Dünyanın en başarılı iki işadamı olarak kazandıklarınızı yaşadığınız topluma “geri verme” konusunda kendinize nasıl bir rol biçiyorsunuz? Ayrıca, başkalarının da “geri vermesini” sağlamak için etkinizi nasıl kullanıyorsunuz?

BUFFETT: Bu konuda felsefemiz aynı. Benim durumumda yüzde 99’dan fazlası topluma gidecek, çünkü toplum bana olağanüstü iyi davrandı.

Şanslıyım. Çok hızlı koşmuyorum, fakat oldukça hareketli ve büyük bir kapitalist ekonomide özel bir şekilde gelişip büyüyecek şekilde yaratılmışım. Futbola uygun değilim, keman çalmaya uygun değilim. Ama bu toplumda çok iyi para getiren bir şey olmuşum. Bill'in dediği gibi, daha önce bir zamanda doğsaymışım bir havyanın ögle yemeği olabilirmişim.

Babadan oğula doktrinine inanmıyorum. Açıkçası, gelecek yıl Nebraska futbol takımına kaptan seçilecek kişinin 22 yıl önce Nebraska futbol takımının kaptanlığını yapan adamın en büyük oğlu olmasını da doğru bulmuyorum. 2000 Olimpiyatları'na gidecek sporcularımızın 1976 olimpiyatlarında o dallarda bizi temsil eden sporcuların ailelerinden seçilmesi gerektiğini de düşünmüyorum. Atletizmde ve her şeyde liyakata inanıyoruz.

O zaman, dünyada üretilen ürünler ve mallar konusunda neden böyle bir liyakat sistemi olmasın? Kaynakları, onları en iyi kullanacak olanlara bırakalım; o zaman onların da bu dünyadan ayrılırken kazandıklarını topluma geri vereceklerine inanıyorum.

GATES: Bu büyük bir felsefe, çok para miras almanın kişi için kötü olabileceği de cabası.

BUFFETT: Bence oylamaya sunmazsan iyi edersin.

Başarılı iş adamları olarak kazandıklarını topluma "geri verme" konusunda başkalarına, hatta sizler kadar başarılı olmayanlara bile örnek olmak anlamında nasıl bir rol oynuyorsunuz?

BUFFETT: İzninizle bu konuyu başka bir açıdan düşünmenizi önereceğim. Diyelim ki doğmanıza 24 saat var ve bir gen gelip size şöyle diyor: "Siz kazanacak biri gibi duruyorsunuz. Size müthiş güveniyorum ve doğacağınız toplum için şimdiden bir dizi kural belirlemenize izin vereceğim. Ekonomik kuralları belirleyebilirsiniz, sosyal kuralları belirleyebilirsiniz. Üstelik koyduğunuz bütün kurallar sizin ömrünüz ve çocuklarınızın ömrü boyunca geçerli olacak." Bu durumda siz, "Ne güzel.. Fakat bu işin içinde nasıl bir bityeniği var?" diye soruyorsunuz.

Gen şöyle cevap veriyor: "Tamam, olay şu: Fakir mi yoksa zengin mi, siyah mı yoksa beyaz mı, kadın mı yoksa erkek mi, sağlam mı yoksa engelli mi, zeki mi yoksa geri zekâlı mı doğacağınızı bilmeyeceksiniz." Böylece bütün bildiğiniz, içinde 5,8 milyar top olan bir varilden bir tane top seçecek olmanız. Benim yumurta lotaryası dediğim şeye katılıyorsunuz. Bu yaşamınızda başınıza gelecek en önemli şey, fakat sizin kontrolünüzde değil. Okulda alacağınız notlardan veya başınıza gelecek her şeyden daha belirleyici olacak.

Peki şimdi hangi kuralları getirmek istersiniz? Kuralları size ben söylemeyeceğim, hiç kimse söylemeyecek; kendiniz için kuralları siz belirleyeceksiniz. Fakat bunlar kendi isteğinizle yaptığınız şeyleri ve o türden şeyler hakkında nasıl düşündüğünüzü etkileyecek. Bu yüzden de çok sayıda ürün ve hizmet sağlayan bir sistem istersiniz. Orada büyük bir insan topluluğu var ve onların oldukça iyi yaşamasını istersiniz, çocuklarınızın sizden daha iyi yaşamasını istersiniz ve torunlarınızın çocuklarınızdan daha iyi yaşamasını arzu edersiniz. Bill Gates ve Andy Grove ve Jack Welch'in artık çalışmaya ihtiyaç duymayacak duruma geldikten sonra bile çok uzun zaman daha çalışmayı sürdürmesini istersiniz. Çok yetenekli insanların günde 12 saatten fazla çalışmalarını istersiniz. Böylece onların ürün ve hizmet üretmelerini teşvik edecek bir sistem oluşturunuz.

Fakat aynı zamanda kötü topları, şanslı olmayanları da gözetecek bir sistem istersiniz. Eğer yeterince ürün ve hizmet üreten bir sistem kurarsanız onları gözetebilirsiniz. İnsanların yaşlılık zamanlarında hastalanmaktan veya geceleri evlerine dönmekten korkmalarını istemezsiniz. İnsanların belli bir noktaya kadar korkusuz yaşamalarını istersiniz.

Böylece ürün ve hizmetlerin bu tür bir şeyi çözeceğini düşünerek bir şey tasarlamaya çalışırsınız. Oradaki her yetenek aynı derecede katkıda bulunabilsin diye fırsat eşitliği istersiniz, yani iyi bir devlet okulu sistemi. Vergi sisteminiz bu konudaki düşüncenizle şekillenir. Kazandığınız para ile ne yapacağınızı ise ayrıca düşünürsünüz. Fakat siz bu düşünce sistemiyle çalıştıkça diğerleri de bundan pek farklı bir şeyle gelmeyecektir.

İş dünyası dışında, insana dair deneyimler anlamında lider olarak kendinizi nasıl görüyorsunuz?

GATES: Bir şeyi iyi yapıyorsanız, çok iyi olmayabileceğiniz başka şeylerde de iyi olduğunuzu düşünmediğinizden emin olmalı, buna özellikle dikkat etmelisiniz. Her gün işe geliyorum ve nasıl büyük yazılımlar geliştireceklerini, gelen tepkilere nasıl kulak vereceklerini ve nasıl araştırma yapacaklarını anlamaya çalışan büyük bir ekiple çalışıyorum. Fakat bu işte başarılı olduğum için insanlar bana geliyorlar ve bilmediğim konuları bilmemi bekliyorlar.

Şirketi yönetirken uyguladığımız bazı yöntemler var, insanları işe alma yöntemimiz, bir ortam yaratmamız ve hisse opsiyonlarını kullanmamız gibi. Ben bunların başka şirketler için de iyi birer ders olacağını düşünüyorum. Ama bütün sorunlara çözüm bulduğumuzu düşünmemeye her zaman dikkat ediyorum.

BUFFETT: Microsoft ve Bill üzerinde çalışarak çok şey öğrenebilirsiniz. En çok da her geçen yıl ne yaptığını inceleyerek öğrenebilirsiniz. Fakat kapasitesinin yüzde 5 veya 10'unu şu anda yapmakta olduğu şeye verse ve kalan dikkatini bir yığın başka şeye yöneltse, benim görüşüme göre bunun topluma zararı olur.

Bill haklı, zaman zaman bir duruş almak isteyebileceği şeyler -finans reformu kampanyası gibi- olabilir. Fakat o bütün dünyanın peşinden gelmesi gerektiğini söylemez. Bir işte çok iyi olan -iyi bir sporcu veya şovmen için de aynı şey geçerli- ve sırf öyle olduğu için bütün dünyaya nasıl davranmasını gerektiğini söyleyebileceğini düşünmeye başlayan insanlara kuşkuyla bakarım. Sırf çok para kazandık diye her konuda tavsiye verebileceğimizi düşünmek bizim için çılgınlıktan başka bir şey değildir.

Editör'ün Notu: Son soruyu da yanıtladıktan sonra kısa bir süre alkışları kabul eden iki milyarder, arkalarında iki saat daha onları düşünecek bir izleyici topluluğu bırakarak koşar adım sahneden ayrıldılar. Brif masası onları bekliyordu.

Kumdan kule

26 Ekim 1998

CAROL LOOMIS

Bill Gates'in imza attığı bütün büyük başarılar arasında en çarpıcı örneklerden biri, kuşkusuz Warren Buffett'ı tatile gitmeye ikna etmesi. Buffett'ın bu dünyada en sevdiği yer Omaha'daki ofisidir, bu yüzden de başka bir yerde bulunmak içgüdüsel olarak ona çekici gelmez. Fakat Bill and Melinda Gates nasıl olduysa Buffett'ı ikna etmeyi başarmışlardı. Buffet ve ilk eşi merhum Susie 1996 yılında Çin'e yaptıkları iki haftalık seyahatte, sonra da 1998'de Alaska ve ABD'nin batı bölgesindeki ulusal parklarda gerçekleştirdikleri tatilde Gates çiftine eşlik etmişlerdi.

Fakat ne yazık ki Ağustos 1998'deki seyahat, Buffett'ın Alaska'ya yola çıkmadan birkaç saat önce bataak hedge fonu Long-Term Capital Management'in (LTCM) sorunlarla yüklü dev portföyünü satın alma kararına tesadüf etmişti. Bu yazı LTCM'nin John Meriwether yönetiminde nasıl can çekiştiğini ve Alaska fiyordlarından operasyon yürüten Buffett'ın bu alımı niçin hayata geçiremediğini anlatan bir günce sunuyor.

LTCM'yi suyun yüzünde tutmak için 14 bankadan oluşan bir konsorsiyum istemeye istemeye 3,6 milyar dolar koymaya razı olmuştu, çünkü fonun iflasının kendi pozisyonlarında tahammül edilemeyecek kayıplara yol açmasından korkuyorlardı. LTCM'nin arapsaçına dönmüş 60.000 dev pozisyonunu çözmek için bankalar tarafından bir tasfiye kurulu oluşturulmuştu ve bu grup -ironik olarak- ısrarla resimde yer almak isteyen Meriwether ve ortakları ile çalışıyordu. Tasfiye kurulu 1999 yılı sonunda bankaların koyduğu 3,6 milyar doların geri dönmesini sağladı ve 2000 yılında da LTCM tasfiye edildi.

Eğer bu 60.000 pozisyonluk portföyü alabilseydi Buffett için sonuç ne olurdu bilinmez, çünkü Goldman Sachs'ın da dahil olduğu Buffett grubu-

nun o dev portföyü nasıl dağıtmış olacağını söylemenin yolu yok. Geçenlerde LTCM deneyimi konusunda ne düşündüğünü sorduğumda, zekâlarıyla nam salmış LTCM yöneticilerinin bütün paralarını kaybedecek kadar kötü bir pozisyona nasıl düştüklerine hâlâ hayret ettiğini söyledi. Böyle bir davranış Berkshire'de kabul edilemez, orada size bunun tersini hatırlatan bir ilke vardır: "Tek yapmanız gereken önce zengin olmak."

Meriwether bu mesajı hiçbir zaman yeterince özümsememiş olmalı ki, LTCM fiyaskosu sürerken, aynı işte zengin olmak için yeni -ve başarısız- çabalara girişti. 1999 yılında JWM Partners adıyla bir hedge fonu kuran Meriwether, birkaç yıl para kazanarak 3 milyar dolara ulaştıysa da kredi krizinde büyük kayıplar yaşadı. Fon 2008 yılında tasfiye edildi. Meriwether ertesi yıl yatırım kayıtları halen açıklanmamış olan JM Advisors Management'ı açtı. — CL.

LTCM bozgununun garip tarafı, gazetelerde biteviye ve büyük bir ustalıkla anlatılmasına rağmen çok sayıda okur için hâlâ gizemini koruyor olması. Gerçekten de olayın o kadar çok yönü var ve o kadar karmaşık ki anlamak isterken kafanız karışıyor. Bu yüzden de *Fortune*, az sonra okuyacağınız yazının ne Long-Term Capital hakkında bilmeniz gereken herşeyi anlatacağını ne de hâlâ -kesinlikle- aydınlatılmayı bekleyen resme kısa bir bakışın ötesinde bir şey sunacağını vaat ediyor. Fakat, bu yazarın uzun zamandır dostu olan tanınmış yatırımcı Warren Buffett'ın LTCM meselesinde oynadığı rolü diğer bütün yayınlardan daha iyi anladığımızı biliyoruz. Bu hikâyede, Buffett'ın eylül ayında 4 gün boyunca doruk noktasına çıkan rolü önemliydi, dramatikti ve hiç keyifli değildi. Üstelik muhtemelen de bitmemiştir.

Long-Term Capital'de eylül ayında olup bitenlerin ana hatları hâlâ aydınlanmış değil. Dev hedge fonu eylül ayında üç hafta boyunca iflasın eşiğinde can çekişmiş ve sonunda 14 bankadan oluşan bir konsorsiyum 3,6 milyar dolar enjekte etmesiyle kurtarılmıştı; krediyi sağlayan bankaların hepsi 100 milyar dolardan fazla borcu olan bir fonun kendi finans yapılarını ne hale getireceğinden korkuyordu. Fonun varlıklarının hızla tasfiye edilmesinin zaten karışık olan global menkul değer piyasalarında yaratabileceği domino etkisinin önüne geçmek isteyen New York Fe-

deral Reserve Bank da fazlasıyla işin içindeydi. Böylece New York Fed, kurtarma operasyonunda “*Godfather*” rolünü oynayarak tüm kreditorleri ofislerinde biraraya getirdi ve pazarlıklara önderlik etti.

Bu meselenin merkezinde -her zamanki gibi- hedge fonunun kurucusu ve baş yöneticisi, Salomon Brothers’ın eski sihirbazı John Meriwether vardı. Meriwether her biri matematik ve finansta doktora yapmış parlak meslektaşlarını etrafına toplamış ve ekip kurşun geçirmez oldukları varsayılan bilgisayar güdümlü alım-satım stratejileri geliştirmek için işe koyulmuştu. Hedge fonu yöneten Long-Term Capital Management’ın Connecticut, Greenwich’teki ofisinde metre kareye düşen IQ katsayısı mevcut bütün diğer kurumlardakinden fazlaydı. Aralarında Nobel ödüllü muhteşem zekâlar da vardı tabii. LTCM’in Nobel ödüllü iki ismi Myron Scholes ve Robert Merton ekonomi alanındaki başarılarının takdiri olarak kendilerine verilen dünyanın en büyük ödülüyle İsveç’ten zaferle döneli henüz bir yıl olmamıştı.

Bu beyin takımının başına gelen felaket, Allen Ginsnberg’in “Çılgık” adlı beatnik’ şiiirinin ilk dizesini çağrıştırıyordu: “Kuşağımın müthiş beyinlerinin çılgınlık yüzünden mahvoluşlarını gördüm...” LTCM’nin müthiş beyinleri finansın eski ve en ünlü bağımlılık yapan uyuşturucusuyla mahvolmuşlardı: *Kaldıraç*. Eğer bu derece aşırı büyütülmeseydi, fon hâlâ işini yürütüyor, bu beyin hücreleri de çalışmaya devam ediyor olabilirdi. Fakat şimdi o zekâ küpü stratejistler bütün şan ve şereflerini finans piyasalarında “sunuculuk ödülü” ile takas etmişler, yani büyük ölçüde dışlanmışlardı ve artık zafer kazanmış galipler değil acemi mağluplar olarak görülüyorlardı.

Bütün bunlar Warren Buffett’ın yola serili bu leşi neden almak istediği -ve sonra da niçin bu kararından döndüğü- sorusunu getiriyor. Buffett 23 Eylül Çarşamba günü devreye girmişti. Buffett’ın harekete geçmesi, Long-Term Capital’den devasa kredi alacağı olan ve kendi çıkarlarını korumak için taze para girişi yaparak fonun iflasını durdurmaları gerektiği söylenen bankalar ve broker’lık kuruluşlarının New York Fed’in önderliğinde günlerdir sürdürdükleri görüşmeleri durdurdu. Toplantılara katılan

• Beatnik: Beat kuşağına ait.

grup fevkalâde güçlüydü -bütün banka ve broker'lık kuruluşlarını ya CEO'ları ya da en tepeden bir başka yönetici temsil ediyordu- ve ortam hayli gergindi. Aslında hiçbir para koymak istemiyor, ama iflas fikri de hepsini fena halde korkutuyordu.

Çarşamba sabahı kreditorler grubu bir kez daha toplanmak üzereyken, New York Fed başkanı William McDonough, Goldman Sachs'dan -Long-Term Capital'in kreditorlerinden biri- yeni bir alternatif finansman teklifi olduğu haberini almıştı. McDonough toplantıya ara vermiş ve Goldman'ın getirdiği teklifi dinlemişti. Buffett'in Berkshire Hathaway'i önderliğinde, Goldman ve American International Group'tan (AIG) oluşan üçlü bir grup fonu devralmak üzere teklif sunuyordu. Koşullar karışıktı -daha sonra anlatacağız- fakat esas olarak Buffett grubu 4 milyar dolar teklif veriyor ve Long-Term Capital'in yönetimini devralmak istiyordu. Bu 4 milyar doların 3 milyar doları Berkshire'dan, 700 milyon doları sigorta şirketi American International Group'tan, 300 milyon doları da Goldman Sachs'dan geliyordu.

Teklif hemen Meriwether'e gitti ve o andan itibaren de ölmeye başladı. Niçin böyle olduğu konusunda görüş ayrılıkları var. Buffett, Meriwether ve diğer LTCM yöneticilerinin çok az parayla ve de işsiz kalacakları için koşulları kabul etmek istemediklerini düşünüyor ve teklifin bu nedenle sonuçsuz kaldığına inanıyor. Meriwether ve ortakları ise McDonough'a verdikleri yanıtta Buffett'ın teklifinin yapısal kusurlar içerdiğini, bu nedenle de kabul edilebilir olmadığını bildirmişlerdi.

Bu yanıtı alan McDonough kreditorleri yeniden toplamış ve esas olarak ellerinde başka kart bulunmadığını, kaldıkları yerden devam edeceklerini söylemişti. Toplantıya katılan CEO'lardan birinin geçenlerde *Fortune*'a yaptığı açıklamaya göre, McDonough kreditorlere bilgi verirken anlaşmanın "yapısal" sorunlar nedeniyle sonuçsuz kaldığını açıklamıştı. Bunun üzerine de CEO'lar gönülsüzce kurtarma planını yeniden görüşmeye başlamışlardı. Plan son şeklini aldığı anda katılımcıların koyacakları para büyüktü: Her biri 100 milyon dolar ile 150 milyon dolar arasında nakit girişi yapacaktı.

Fortune aynı CEO'ya şu soruyu sordu: "Eğer McDonough anlaşmanın Long-Term Capital koşulları beğenmediği için gerçekleşmediğini

söyleseydi ne olurdu?” Aldığımız yanıt şöyleydi: “Meriwether’e defolup gitmesini söyledim herhalde.” Kuşkusuz, diye de ekledi görüştüğümüz CEO, “O durumda müzakereler horoz dövüşüne dönerdi.” O durumda Meriwether iflası, Buffett’a tercih etmiş olurdu. Kreditörler de iflası kabullenip kabullenmeme sorusuna geri dönmüş olurlardı. Eyvah, eyvah, aşağı tükürsen sakal, yukarı tükürsen bıyık!

Gerek Long-Term Capital gerekse kreditorlerin -ve de Fed’in- bu inanılmaz sıkıntıya neden katlandıklarını ve Buffett’ın gün gibi açık bu kaostan içine girmeye niçin gönüllü olduğunu anlamak için hedge fonunun ve de patronu John Meriwether’in karakterine bakmak gerekiyor. Şu anda 51 yaşında olan Meriwether, 1991 yılı ağustos ayına kadar Salomon’un yönetim kurulu başkan yardımcılarının biriydi ve hem sabit getirililerden hem de “*proprietary trading*,” denilen işlemlerden, yani şirketin kendi parası ile yapılan yatırımlardan sorumluydu. Meriwether şirkete çok büyük paralar kazandırıyor, yanında çalışanlar onu hürmet düzeyinde seviyor ve hayranlık duyuyordu. “İngiliz Guyanası” geliyor insanın aklına,” demişti Salomon Brothers’ın eski bir üst düzey yöneticisi geçenlerde. “John’un çevresindekiler müridleriydi sanki.”

Sonra Salomon’da Meriwether’in üst düzey adamlarından Paul Mozer’in neden olduğu Hazine honosu skandalı patlak verdi. Mozer Hazine kâğıtlarında sahtekârlık yaptığını Nisan 1991’de Meriwether’e açıkladı; Meriwether hemen büyük patronlara, John Gutfreund ve Thomas Strauss’a haber verdi; Herkes olayın Fed’e söylenmesi gerektiği sonucuna vardı, ama hiç kimse söylemedi. Nihayet ağustos ayında skandal patladı. Mozer işten atıldı, yoğun baskıların ardından Gutfreund ve Strauss istifa etti. Batan gemiyi kurtarmaya Salomon’un en büyük hissedarı Berkshire’nın başkanı Buffett geldi.

Salomon yönetim kurulu başkanı olarak Buffett rejiminin ilk iki gününde Meriwether’in kaderi belirsizdi. Salomon’un yönetici ortaklarından çoğu Meriwether’e sırt çevirmişti ve gitmesini istiyorlardı. Fakat Buffett

* 1972 yılında Amerika’dan İngiliz Guyanası’na kaçan David Hill’in (Rabbi Edward Washington adıyla da biliniyordu) kurduğu İsrail’in Evi adlı tarıkata gönderme yapıyor. Afrikalıların Yahudi kökenli olduğunu iddia eden tarikat 1970’lerde iktidardaki partinin özel ordusu olarak tanımlanıyordu. O dönemde 8000’den fazla müridi olan tarikatın 900’den fazla üyesinin cinayet işlediği veya intihar ettiği belirtiliyor (Çn)

onu işten çıkarmanın adil olup olmadığından emin değildi, çünkü Mozzer'in işlediği gühahları patronlarına hemen açıklayarak sorumlu davranmıştı. Sonunda, Meriwether istifa etmeye kendi karar vermiş ve Buffett'a şirket için en iyi çözümün bu olduğunu söylemişti.

Meriwether'in istifasından bir süre sonra Salomon'daki ekibinden bir grup adam onunla çalışmaya devam etmek için birer birer şirketten ayrılmıştı. Ne yaptıkları 1993 yılında Meriwether, Long-Term Capital Management unvanıyla bir hedge fonu kurmayı planladığını açıkladığında su yüzüne çıktı. Esas olarak Long-Term Capital çeşitli yatırım araçları, bazı ortaklıklar ve bazı kuruluşlardan oluşuyordu; bunlardan bazıları ABD'de kuruluydu, bazıları Cayman Adaları'nda. Neden Cayman Adaları? Bu şekilde deniz aşırı yatırımcılar ve de Amerikalı yatırımcıların bir türü ABD'de de ödemekle yükümlü oldukları gelir vergisinden kurtulacaklardı - Fed'in eylül ayında fon adına nasıl süratle çözüm bulmaya uğraştığını hatırladığımızda insanı rahatsız eden bir nokta. Her neyse, bunların hepsi paralarını bir Cayman ortaklığı olan Long-Term Capital Portfolio unvanlı master fona koyuyorlardı.

Fon, yatırım yöneticilerinin, yani Meriwether ve tayfasının dikte ettiği pozisyonlara giriyordu. En başından itibaren de kendine özgü bir özelliği vardı: Yöneticiler kârların sahiplerine iadesinin zaman alacağı -altı aydan iki yıla kadar- alım-satım stratejileri uyguluyorlardı. Bu nedenle, LTCM bir kural koyarak fondaki yatırımcıların hedge fonlarında genelde uygulandığı gibi paralarını çeyrek dönemler veya yıllık bazda geri çekemeyeceklerini, 1997 yılı sonuna kadar içeride tutulacağını ilan etmişlerdi.

Stratejilere gelince, fonun yöneticileri "doğrudan" risk içeren çok az alım-satım işlemi yapacaklar, bunun yerine dikkatle hedge edilmiş pozisyonlardan, özellikle de sabit getirili piyasasında küçük kârlar yakalamaya yoğunlaşacaklardı. Risk bu masalda önem taşıdığı için birkaç örnek vererek riskle ilgili bazı noktaları aydınlatayım. Bir yatırımcının Cendant hissesi almaya karar verdiğini ve hissenin teoride yükselişte olduğunu düşünün. Bu bir doğrudan işlemdir ya da başka bir ifadeyle "pozisyon riski"dir. Bu bireysel yatırımcının kredili işlem yapmadığını varsayarsak, riske edilen her bir dolardaki kazanç veya kayıp yüzdesi, Cendant hissesindeki yükseliş veya düşüşlere tamamen eşit olacaktır.

Long-Term Capital'in ana stratejisi ise tersine, piyasaların genel trendine bakılmaksızın başarılı olacağı düşünülen hedge edilmiş işlemler yapmaktı. Fon sahip olduğu finans teknolojisini ve beyin takımını, tahvil piyasasında getirileri bağlı oldukları sektörlerin getiri ortalaması dışına çıkmış sektörleri belirlemek gibi hedeflere kanalize etmişti. Böylece bu menkul kıymetlerden birinde alım yapabilir, bir diğerini açığa satabilirlerdi. Bu tür bir alım-satım işlemi faiz oranları ister yükselsin, ister düşsün, ister düz gitsin, kâr getirebilir. Mühim olan tek şey, iki işlemdeki getirilerin yakınsamasıdır.

Fon bu tür bir alım-satım işleminden riske maruz her dolar üzerinden büyük getiri elde etmeyi beklemiyordu. Long-Term Capital yatırımcılarından biri bazı tepe yöneticilerle telefonda konuştuğunu ve onlara sadece yılda dolar başına ne kadar kazanç realize ettiklerini sorduğunu anımsıyor. Yanıt 67 baz puan ya da bir diğer ifadeyle cent başına 0,67 idi.

Bu türden getiriler, yatırılan sermaye çok büyük çaplı olmadıkça yatırımcıları hiçbir zaman memnun edemezdi ve işte kaldıraç bu noktada devreye giriyordu. Pozisyon riskinin çok düşük olmasına güvenen fon, görece az sermayesinin üzerine devasa miktarlarda borç yığarak muazzam bir "bilanço riski" üstlendi. Az önce sözünü ettiğimiz yatırımcı 1996 yılında 67 baz puan yanıtını aldığı anda fon, sermayesinin her 1 doları için 30 dolar bilanço borcu rasyosu ile çalışıyordu. Kaldıraç 30'a 1 olduğunda, riske maruz her bir dolar başına % 0,67 getiri, sermaye üzerinden sağlam bir %20 getiri üretir.

Bu büyüklükte kaldıraç kulağa korkunç geliyor ve zaten öyleydi. Fakat LTCM elindeki finans teknolojilerinin ve en ince ayrıntısına kadar titizlikle oluşturulmuş hedge pozisyonlarının fona muhafazakâr bir risk profili sağladığı görüşünü her zaman koruyordu. Ekim 1994'te LTCM yatırımcılarına gönderilen rapor da aynı içerikteydi. Raporda fonun bir yılda hedeflediği bir diziyi getiriye gösteren bir tabloya yer verilmişti. Bu tabloda her getiri olasılığının karşısında işlerin kötü gitmesi halinde karşılaşılabilecek zarar olasılığı vardı. Tablo, örneğin fon % 25 getiri hedefliyorsa -ki bu operasyon için tipik bir hedefti- % 20 veya üzerinde bir zararla sonuçlanma olasılığının yüzde 1 gibi önemsiz bir oran olduğunu söylüyordu. Daha fazla zarar olasılığının sözü bile edilmiyordu.

Trajediyle sonuçlanmasaydı her şey çok güzel olabilirdi. Fon 1998 yılının ilk sekiz ayında sermayesinin %50'sinden fazlasını kaybetti ve eylül ayında yaklaşık %90'ını erittiğinde kanaması iyice hızlandı. "Bu demektir ki, "diyor Buffett, "matematiksel şıklığın altında -bütün o betaların ve sigmaların altında- bataklık kumu vardı." Long-Term Capital yatırımcılarından en azından biri aynı düşüncedeydi ve bunun sıkıntısını yaşıyordu. Fonun getirisinin 67 baz puan olduğu söylenen yatırımcı, o konuşmadan sonra dosyasına iki not düşmüştü. Geçenlerde bunları *Fortune*'a gösterdi. Birinci notta şöyle yazıyordu: "Wall Street'teki herhangi bir firmadan ne farkları var? Bear veya Salomon veya Goldman'dan? Kendilerine çalışıyorlar, adamsız, genel gider masrafları olmadan, yani aracılık işi.

İkinci notta Yidiş^{*} dilinde bir sözcük geçiyordu: Kishka ve anlamı sezgiydi." Notta şöyle yazıyordu: "Portföyde sezgiye yer yok. Nobel ödüllü bilgisayar sistemi alıyorsunuz. Bir gün çöker mi? İşin kishka'larını da kullanan bir kişinin kontrolünde olması daha mı iyi?"

Fonun 1994 kışının sonlarından 1998 baharına kadar ilk dört yılındaki hareketliliğine bakarsak kishka'ları düşünüp kaygılanan yatırımcı pek azdı. Long-Term Capital'in yapısı yatırımcıların fon yönetimi şirketine alışmışın çok üstünde ücretler ödemesini gerektiriyordu: Önce, fondaki sermayeleri üzerinden %2 ödüyorlar, sonra da elde ettikleri kârlardan %25 veriyorlardı. Buna rağmen, fonun yatırımcıları 1994 yılında faaliyetini sürdürdüğü 10 ayda %20, 1995'te %43, 1996'da %41 ve 1997'de %17 kazanmışlardı. Ayrıca, aylık performans rakamları fonun istikrarlı gittiğini, sonuçlarında pek az volatilité deneyimlediğini gösteriyordu.

Bu baştan çıkarıcı olgularla fona yeni para akıyordu. Yöneticiler kârların nasıl elde edildiği konusunda yatırımcılarına pek az ipucu vererek özgün alım-satım stratejilerini sınıksız gizledikleri halde para geliyordu. 1997 sonbaharında katkılarının ve yeniden yatırılan kazançların bileşimi fonun sermayesini 7 milyar dolara çıkarmıştı.

* Yidiş: Avrupa, Amerika ve Asya'da 3,5 milyondan fazla Askenaz Yahudisi tarafından konuşulan Cermen kökenli dil. Diğer birçok Musevi dili gibi İbrani Alfabesi ile yazılır. Zaman zaman Almanca ağız olarak görülür. (Çn.)

O noktada beklenmedik bir U dönüşü oldu: LTCM önündeki yatırım fırsatlarına oranla çok fazla sermaye toplandığına karar verdi ve birçok yatırımcısını, daha çok da son girenleri paralarını çekmeye zorladı. Fondan çıkarılanların çoğu bu karara hayli karşı çıktı ve en azından bir tanesi o kadar protesto etti ki sonunda LTCM yönetimi gemide kalmasına izin verdi. Bu öfkenin bir nedeni, LTCM'nin başındakilerin ve içerideki diğerlerinin fondaki paylarını korumalarına izin verilmiş olmasıydı. Diğer bir ifadeyle, cazip yatırımlar o kadar kıt değildi belki de. 1997 yılı sonunda dumanlar ufukta belirmeye başladığında fonun sermayesi 4,7 milyar dolardı ve bunun 1,5 milyar doları içeridekilere aitti.

Aynı dönemde fonun 125 milyar dolar borcu vardı, yani bilanço kaldıraç oranı 1'e 25 idi. Fakat fon sürekli ve agresif olarak, doğaları gereği ek kaldıraç yaratan bilanço dışı türev sözleşmelerine girdiği için maruz kaldıkları gerçek risk bundan çok daha fazlaydı. Yalnızca içeriden biri, herhangi bir noktada, türevlerin riske maruz kalma oranının ne kadar çıktığını bilebilirdi; fakat emin olun, 1997 yılı sonunda bilanço kaldıracı 25'e 1 olsaydı, toplam kaldıraç daha da yükselirdi.

Bir anlamda, bütün bu borcun kaynağı Meriwether'in edindiği yeni bir mürid türü, ona kredi vermeye sevdalı bankalar ve broker'lık firmalarıydı. Kreditörler büyük, aktif, sağlam müşterileri severler ve Long-Term Capital'in yansıttığı imaj tam da böyleydi. Fona kredi veren kurumların çoğu kaldıracına dikkatli bakmış görünmüyor. Gerçekten de seve seve elverişli kredi koşulları sağlıyorlardı, teminat istemiyorlardı mesela. Ayrıca çoğu gayet mutlu bir şekilde fonla beraber türev sözleşmelerine girmiş, böylece de bilmedikleri ama yakında kendilerini enkazı içinde bulacakları zincirleme tren kazasına maruz kalma risklerini artırmışlardı.

O zincirleme kazanın gerçekleştiği 1998 yılı yeterince sakin başladı, fakat mayıs ayında oynak piyasalar fona %6 zarara maloldu ve haziran ayında %10 zarar daha yazdı. Fonun o güne dek görmediği bu kırbaç darbeleri Meriwether'in yatırımcılarına bir özel bir mektup daha yollamasına yetecek kadar acıtmıştı. Mektup LTCM'nin mayıs ve haziran aylarında alınan sonuçlar konusunda "anlaşılabilir bir düş kırıklığı yaşadığını, ama gelecekte beklenen getirilerin iyi olacağına inandığını" belirtiyordu. Temmuz ayında fon esas olarak düz gitti. Ve sonra ağustos ayı geldi, o

korkunç, çok korkunç ağustos. Rusya parasını devalue etmişti ve dünya yatırımcıları kaliteye kaçmıştı.* Bu ortamda sığındıkları yer LTCM'nin parayı çalıştırdığı çeşitli ve de farklı alım-satım stratejileri değildi. Örneğin bir noktada, esas olarak, kredi notu AA- olan şirket tahvilleri ve onların ayarındaki ABD Hazine bonoları arasındaki dar makas (spread) üzerine oynayan çift taraflı işlemler yapmıştı. Bu bahis iyi görünüyordu, çünkü geçmiş düzeyleriyle karşılaştırıldığında spread görece geniştir. Fakat kaliteye kaçış başladığında Hazine getirileri düştü ve devlet kâğıtları ile şirket hisselerinin getirileri arasındaki fark inanılmaz bir şekilde daha da genişledi. Sonuç, felaketti. Fon yalnızca ağustos ayında sermayesinin %40'ını kaybetti, elinde sadece 2,5 milyar dolar kaldı. Ne hikmetse, hâlâ yaklaşık 100 milyar dolar borç yükü taşıyordu.

O günlerde fonun başındakiler ve en azından bazı kreditorler gerçekten gerilmişti. O an için gururlarını klozete atan LTCM tayfası yeni bir arayış içine girdi: Alım-satım pozisyonlarından bazılarını alacak ya da alternatif olarak fona taze sermaye girişi yapacak, bu suretle de daha sağlam bir temel sağlayacak yatırımcılar bulmak istiyordu. 1997 sonunda kapının önüne koydukları yatırımcıların kapısını çaldılar, George Soros, Julian Robertson gibi hedge fon sektörünün büyük isimlerine gittiler. Hepsi hayır dedi.

Omaha cephesi 23 Ağustos pazar gecesi açıldı. Buffett'ı aramakla görevlendirilen kişi LTCM'nin tepe yöneticilerinden Eric Rosenfeld'di. Bir zamanlar Salomon'da trader'lık yapan ve 1991 krizinde Salomon'un düştüğü feci durumdan kurtulmasına sadakatle yardım ederek Buffett'ın saygısını kazanan Rosenfeld (45) normalde rahattır. Fakat Buffett o görüşmede fonun büyük çaplı hisse arbitrajı pozisyonlarından bazılarını kendisine satmaya çalışan Rosenfeld'in tutumunda biraz acelecilik hissettiğini söylüyor. Buffett, hayır demiştir.

Çarşamba günü Rosenfeld yine telefondaydı ve bu kez Meriwether de yanındaydı. Acaba Buffett ertesi sabah Omaha'da, LTCM'nin üst dü-

* Kaliteye kaçmak: Finans piyasalarında yatırımcıların yüksek riskli gördükleri enstrümanları satarak Hazine bonoları veya altın gibi daha güvenli yatırımlara yönelmelerini tanımlar. Yatırımcıların daha düşük kâr karşılığında daha az risk aradığı bu durum piyasalarda korku işareti olarak görülür. (Cn.)

zey yöneticilerinden Lawrence Hilibrand ile görüşebilir miydi? Hilibrand (39) Buffett'ın saygı duyduğu eski Salomon trader'larından. Görüşme- de Long-Term Capital portföyünün kabataslak ama iyi hazırlanmış bir resmini sunan Hilibrand, Buffett'ın fonun büyük yatırımcılarından biri olması için ısrarcı davranmıştı. Hilibrand neden acele ettiklerini de anlatmıştı: Birkaç gün sonra ağustos ayı sona erdiğinde, fonun o ay ne kadar kaybettiğini yatırımcılara ve kreditorlere açıklamaları gerekecekti ve onlara kaldıracı rahatlatacak finansal düzenlemeleri gerçekleştirdiklerini söylemekten memnun olacaklardı. Üzgünüm, dedi Buffett nazikçe, fakat kesinlikle ilgilenmiyordu.

Buffett sonra bu konuyu Berkshire'ın başkan yardımcısı Charles Munger ile konuşmuştu ve fonun pozisyonları mantıklı olmuş olsa bile Berkshire'ı bir hedge fon yatırımcısı yapmak istemediğini söylemişti. Ayrıca, "IQ ortalaması belki de 170 olan 10-15 adamın bütün paralarını kaybedecek bir pozisyona düşmelerinin ne kadar saçma olduğuna" da işaret etmişti.

Buffett bu olaydan sonra, ta ki 18 Eylül günü akşam üzerine doğru, şahsen tanıdığı Goldman Sachs ortaklarından Peter Kraus'tan gelen telefona cevap verinceye kadar Long-Term Capital konusunu pek düşünmemişti. Long-Term Capital'in net varlıklarının -özsermayesinin- 1,5 milyar dolara indiğini belirten Kraus, Goldman'ın büyük yatırımcı olarak fona girmek isteyebilecek birileri olup olmadığına bakmak için nabız yokladığını söyledi. Buffett yine ilgilenmediğini belirtti. Fakat sonra Long-Term Capital ile ilgili başka fikirlere atladılar. Sonunda Buffett büyük bir resme odaklanarak, Berkshire ve Goldman'ın fonun tamamı için birlikte teklif verebileceklerini, Meriwether yönetimini devreden çıkıp fonun yönetimini devralabileceklerini düşündü. Buffet bugün bu konseptin anafikrinin, fonun pozisyonlarının çoğunu sabırla sürdürmek ve kendisinin uygun gördüğü bir kâr noktasında kademeli olarak tasfiyeye gitmek olduğunu söylüyor.

Büyük bir fikirdi ve boyut olarak Berkshire'ın kullanıma hazır milyarlarına uygundu, ama kötü bir zamana rastlamıştı. Buffett torununun doğum günü partisine gitmek için ofisten ayrılmak üzereydi. Aynı gece Seattle'a uçuşu gerekiyordu; Bill Gates'in bir grup arkadaşıyla yaklaşık

iki hafta Alaska'yı ve batıdaki parkları gezeceklerdi. Bu onun için hiç de alışılmış bir hareket değildi, normalde hangi türden olursa olsun manzaralara ilgi duymazdı. Fakat Gates'lerle yakın dostlukları nedeniyle bu geziye katılmak ona ve eşi Susan'a cazip gelmişti.

Eğer bir teklif yapılacaksa, Buffett'ın vahşi doğanın göbeğinde Kraus ile telefonda çalışması gerekecekti. Hayli büyük sıkıntılara rağmen böyle de oldu. Şu kadarını söyleyeyim, Alaska fiyortlarının uçurumvari derinliklerinde bir megamilyarder bile telefon bağlantısı kurup sürdüremez.

Yine de dört yoğun günün sonunda 4 milyar dolarlık teklif biçimlenmişti; Goldman 300 milyon doların üstünde para koyuyordu ve Buffett'ın önerisiyle AIG'ye de teklif götürülmüştü. Bu davet Buffett AIG yönetim kurulu başkanı Maurice Greenberg'i, daha doğrusu "Hank"i tanıdığı ve bu hareketin onları birbirine daha iyi kenetleyeceğini düşündüğü için yapılmıştı. Anlaşmanın bir başka yönü de, fonun mülkiyeti teklifi veren grubun eline geçtikten sonra idari yönetimin Goldman'da olmasıydı.

Grubun ne almayı teklif ettiğini ve karşılığında ne fiyat verdiğini anlamak önemli. Bu tekifle grup fonun tüm portföyünün sahibi olmak ve bunun için de master fon Long-Term Capital Management Portfolio L.P'yi satın almak istiyordu. 18 Eylül cuma günü fonun özsermayesi 1,5 milyar dolardı. Fakat dört gün sonra, çarşamba günü Buffett'ın teklifi sunulduğunda fonun net varlıkları belki 600 milyon dolar civarındaydı. Kimse tam olarak bilmiyordu. Her durumda, asla fazla ödemeyen biri olan Buffett fonu iskontolu almak istemişti ve teklifi 250 milyon dolardı. Eğer kabul edilmiş olsaydı, bu toplam fonun eski yatırımcılarına gidecekti -Meriwether'in yönetim ekibi dahil- ve 1998 yılında 4,7 milyar dolar sermayeyle kurulan fonun bu rakamın yaklaşık 20'de birine düşmüş olduğunu söyleyecekti sessizce. Buffett grubu 250 milyon doları ödedikten sonra hemen 3,35 milyar daha koyacak, bu da fonun sermaye yeterliliğini sağlamış olacaktı.

Şu 250 milyon üzerinde biraz daha düşünelim. Teklif bir kez masaya getirildiğinde Meriwether zaman kazanacak ve gayet anlaşılabilir bir şekilde daha fazla para toplamak için "alışverişe" çıkacaktı. Üstelik 4 milyar dolarlık bir teklif söz konusu olduğunda ve piyasalar sarsılırken beklemek ve güçten düşmesine izin vermek iyi değildir. Böylece Buf-

fett teklifi için bir zaman sınırı koymuştu. Teklif Meriwether'e çarşamba sabahı 11:40'ta fakslanmış ve bir saat içinde, 12:30'da süresinin biteceği belirtilmişti.

Bu arada, McDonough ve kreditorler grubu günlerdir bir kurtarma planı oluşturmaya çalışıyorlardı ve o sabah yine toplanacaklardı. Böylece teklif Meriwether'e fakslandıktan önce, Goldman bu konuda McDonough'u bilgilendirmişti. McDonough da teyit etmek için o sırada Montana'da bir çiftliğe geçmiş olan Buffett'ı aramıştı. Buffett, McDonough'un kreditorlerle bir anlaşma yapmaya uğraşırken karşısına aniden bir alternatif çıkmasına sevinmiş görüldüğünü söylüyor. Buffet, McDonough ile konuştuktan sonra telefonla Meriwether'i aramış ve teklifin gelmek üzere olduğunu söylemişti. Buffett telefon görüşmesinde grubunun Long-Term Capital Portfolio'nun tamamını almak istediğini çok açık belirtmişti. Meriwether ise fikrini söylememişti. Fakat görüşme biter bitmez harekete geçti, süratle. LTCM'nin şirket içi avukatı ile kısa bir konuşmanın ardından McDonough'a telefon eden Meriwether, Buffett'ın teklifinden sonuç çıkmayacağını, çünkü kendisinin satma yetkisi olmadığını söyledi. Meriwether portföy şirketi denen bu işin genel ortağı olduğunu, fakat şirketin başka ortakları da bulunduğunu ve satmayı kabul etmeden önce ortaklarının tümünün onayını alması gerektiğini iddia etti. Tabii, bunun saat 12.30'dan önce yapılamayacağını söyledi. Bu konuşmada LTCM'nin bir başka yöneticisi ve McDonough'un eski meslektaşı David Mullins de Meriwether'in yanındaydı; Mullins 1994 yılında LTCM'ye katılmadan önce Federal Reserve Board'da yönetim kurulu başkan yardımcısı olarak görev yapmıştı.

Buffett'in grubu yasal zeminini düşünmeden teklif vermemişti. Grubun avukatları Long-Term Capital'in erişilebilir belgelerini, eksik de olsalar inceleyerek teklifin uygun olduğu, Meriwether cephesinde bir pürüz bulunmadığı sonucuna varmışlardı. Bunun yanı sıra, Buffett'ın cephesinde herkes, teklifle gerçekten ilgilenmiş olsa Meriwether'in kabul edeceğini, komplikasyonları daha sonra çözmeye çalışacağını düşünüyordu.

Fakat Meriwether, McDonough ile konuşurken kesinlikle ilgili görünmemişti. Fed başkanı, Meriwether'in yasal argümanını reddedemeyeceğini ya da, bu konuda merkez bankası başkanı olarak yetkisini esnetip

onu satmaya zorlayamayacağını düşünmüştü. Bu duruma boyun eğen McDonough huysuz kreditorler orkestrasına geri dönerek 3,6 milyar dolarlık kurtarma planı üzerinde ilerlemeye koyulmuştu.

Bu kurtarma planıyla Meriwether ve fonun diğer yatırımcılarına ne oldu? Eriyen sermayelerini, yani eylül sonu itibariyle yaklaşık 400 milyon doları fonda tutuyorlar. Buffett'ın 250 milyon dolarıyla karşılaştırılacak doğru rakam bu, ama Buffett'ın nakit verdiğini, buna karşılık 400 milyon doların hâlâ fonda bağlı olduğunu belirtmekte fayda var.

Meriwether ve LTCM tayfasına gelince, kreditorler ücretlerini yarıya indirmiş olsalar da fonu yönetmeyi sürdürüyorlar. Ayrıca fonu sağduyulu bir şekilde ve de süratle tasfiye etmeleri talimatıyla altı adamlarını LTCM ofislerine yerleştirmiş bulunuyorlar. Bir yıl içinde biterse harika olur, diyor üst düzey bir Wall Street'li.

Bir senaryo daha var elbette. Bu senaryoya göre kreditorler kendini ortaya atacak bir alıcı -bir Buffett mesela- bulmak için hızla harekete geçecek ve bu arapsaçını hemen elden çıkaracaklar. Buffett bunu yapar mı? Hamlelerini hiç açık etmez, o yüzden kim bilir? Fakat bazı kreditorlerin kafasından onun geçtiğini biliyor.

Sonuçta, Buffett tatilden döndü ve C-SPAN'in* 1 Ekim'de yayınladığı Long-Term Capital ile ilgili Temsilciler Meclisi oturumunu kaçırmamayı başardı. Kongre üyesi James Leach'in babasıyla ilgili bir anısını paylaştığı sahneye bayıldı: Cayman Adaları'nda iş yapan birinden kaçınmasını söylemişti babası. Buffett tam da o anda Long-Term Capital'e dair mükemmel bir sonsöz olacak şu deyişi hatırladı: "Deniz çekilene kadar kimin çıplak yüzdüğünü asla bilemezsin."

* C-SPAN: Cable-Satellite Public Affairs Network. ABD'de kâr amacı gütmeyen özel televizyon kanalı. 1979 yılında kurulan kanal ağırlıklı olarak Kongre ve Temsilciler Meclisi oturumlarını yayınlıyor ve hem federal hükümetle ilgili hem de kamuya dair programlara yer veriyor. (Çn.)

Jimmy ile Warren akraba mı?

21 Haziran 1999

TYLER MARONEY

Omaha Sihirbazı ile Margaritaville Ozanı arasındaki şu kan bağı sorusuna yanıt bulmak için aralarındaki düşündürücü benzerliklerine bakmaya ne dersiniz? İkisi de telli enstrüman çalıyor: Jimmy tropical gitar ustası, Warren gayet iyi ukulele (Hawai gitarı) çalıyor. (Jimmy "Orkestramda daha kötü müzisyenler de olmuştur muhtemelen," diye takılıyor.) İkisi de parasını sıradışı işlere yatırmış. Warren mobilya, sigorta ve elektrikli süpürgelere yatırım yapmış ve servetinin şu andaki değeri 35 milyar dolar; Jimmy ise "colada kokteyli" fıçısına düşmüş plaj serserisine oynamış ve çıkardığı iş inanılmaz: Otuzdan fazla albüm, sekiz film, bir giyim markası, gece kulüpleri, plak şirketi, üç çok satan roman ve yüzlerce hediyelik eşya. Jimmy oğlak, para biriktirmede becerikli. Warren ise başak, müzikte yaratıcı.

İkisi de bildiğinden şaşmıyor: Warren teknoloji hisselerinden uzak duruyor, Jimmy bir kuşaktan uzun zaman önce kaydettiği bir şarkıyı karıştırıp çalkalıyor. İkisinin de fanatikleri var: Papağankafalar' Jimmy'nin yaz konserlerine akın ederken, Warren'ın Berkshire Hathaway hissedar toplantıları yatırımcılarla dolup taşıyor; Warren bu toplantıları kapitalistlerin Woodstock'u" olarak tanımlıyor. İkisi de taraf ve tavır değişikliğini sevmiyor: Warren koyu Husker taraftarı; Jimmy hâlâ efsane köyü Margaritaville'de avarelik ediyor. (Buffett tarzını "uyuşukluğun komşusu miskinlik" olarak tanımlıyor. Yanlış anlamayın, bu Warren'ın yatırıma yaklaşımı,

* Papağankafalar Parrotheads Jimmy Buffett'in hayranları bu adla biliniyor (Cn)

** New York'un Woodstock kasabasında yapılan ünlü müzik ve sanat festivali. İlk 1969'da yapılan festival daha sonra 1994 ve 1999 yıllarında da düzenlendi. Uç festivalin de organizatörü Michael Lang'tir (Cn)

Jimmy'nin dondurmaya değil.) Jimmy klasik şarkısı "Cheeseburger in Paradise"ı mırıldanırken "Bir dilim soğanla dünyada cennet," diyor üzerine basa basa. Ne tesadüf, hamburger Warren'ın en sevdiği yemek.

Peki ama gerçekten akrabalar mı? *Fortune* Warren ve Jimmy'nin akraba olduklarına inanıyor, fakat elbette kanıtlayamıyor. Bu konuyu ilk ortaya atan Warren'ın kızkardeşi Doris. Ailenin şeceresini çıkarmaya çalışan Doris, ABD'deki 125 Buffett'a doldurmaları için form göndermiş. İki yıl sonra garip bir Jimmy'den, "Ailenizle akraba olmak istiyorum, çünkü zengin ve ünlüsünüz," diyen bir mektup almış. Doris de hemen cevap vermiş: "Çok güzel, biz de sizinle akraba olmak istiyoruz, çünkü zengin ve ünlüsünüz."

Doris'in araştırması üç olası soy bağlantısını gün ışığına çıkarmış: John Buffett, 17. yüzyılda yaşamış Long Island'lı fakir bir çiftçi; Jimmy'nin "Son of a Son of a Sailor" adlı şarkısını ithaf ettiği Newfoundland'lı bir denizci; ve yüzlerce Buffett'ın oturduğu (ve çok sayıda ödül avcısının torunlarının) Güney Pasifik'teki Norfolk Adası sakinleri. Norfolk'un eskiden bir sürgün adası olduğunu öğrendiklerinde Doris ve Jimmy umutlarını kaybetmişler: Yüzlerce yıldır yapılan evlilikler ailenin soyağacı resmini bulanıklaştırmış.

Akraba olduklarına dair kesin kanıt bulunamasa da (zaman baskısı nedeniyle DNA testi yapılamadı) Warren ve Jimmy arkadaş oldular. Jimmy, "Warren Amca"nın el altından yatırım tüyosu vermemesinden şikâyet etse de, ikilinin yaptığı düetleri herkes biliyor. "Sanırım vasiyetime girmek için olta atıyor, "diye espri yapıyor milyarder Buffett. "Ama böyle giderse, ben onun vasiyetine gireceğim."

Ve nihai yanıt...

Aradan sekiz yıl geçtikten ve bilimde pek çok ilerleme gerçekleştikten sonra, Jimmy ve Warren küçük kutulara tükürüp DNA'larını inceleme-ye gönderdiler. İnceleme 23andMe (Google'ın kurucularından Sergey Brin'in eşi Anne Wojcicki'nin ortak olduğu şirket) tarafından yapıldı. Sonuç Jimmy ve Warren'ın akraba olmadıklarını gösteriyor. Ortak atalarını bulmak için on bin yıl geriye gitmeniz gerekiyor, yani soyadı kakanunundan önce ve bu da bir önem taşımıyor. Dosya kapandı. — CL.

Denetim komitelerine mali sorumluluk tartışması

2 Ağustos 1999

CAROL LOOMIS

Sarbanes-Oxley yasasının onaylanması arifesinde düzenleyiciler “defterlerle oynamaya” son vermeye uğraşırken, Buffett konuyu değerlendirdiyordu. — CL.

Yönetim kurullarının denetim komiteleri bağlamında daha iyi bir yapı oluşturmalarını isteyen Arthur Levitt gerekli iyileştirmelere ilişkin tavsiyelerde bulunmak üzere bir panel gerçekleştirdi ve şimdi bunların uygulanmasını talep ediyor. Fakat New York Borsası kote şirketlerden bu tavsiyelerle ilgili yorumlarını isteyince kurşun yağmuru başladı.

Şirketler özellikle denetim komitelerinin ev ödevlerini yapmalarını ve yıllık faaliyet raporlarında yer alan mali beyanlarının genel kabul gören muhasebe kurallarına uygunluğunu ayrıca beyan etmelerini öngören öneriden hoşlanmadı. Öneriye karşı çıkanlardan bazıları, böyle bir kuralın bağımsız denetçilere dava açılmasına davetiye çıkaracağını düşünüyorlar. Bazıları ise bir rol karışıklığı olacağını belirtiyorlar. Cevap mektuplarından biri, bunun “bağımsız bir denetçinin imza vermesi anlamına geldiğini” vurguluyor.

İtiraz edenlerden biri de Warren Buffett... Ünlü yatırımcı şu ana kadar Levitt'in kazanç yönetimine karşı yürüttüğü kampanyayı içtenlikle desteklemiş ve kamuoyu önünde alkışlamıştı. Fakat şimdi gündemdeki öneriye karşı çıkarak, yılda birkaç saat toplanan denetim komitesinin bir şirketin mali tablolarıyla ilgili anlam ifade eden bir beyanda bulunamayacağını belirtti. Buffett, “Oysa denetim komitesi bağımsız denetçilerin

bildiklerini öğrenmeli ve bu da “büyük kusurlar söz konusu olduğunda bile (belki de özellikle) genelde görmediğimiz bir şey,” dedi.

Buffett denetim komitesinin bağımsız denetçilerden aşağıdaki üç soruya detaylı yanıt istemesi gerektiğini söyledi:

1. Eğer bağımsız denetçiler şirketin mali tablolarının hazırlanmasından sorumlu tek merci olsalar, maddi ve manevi anlamda farklı davranırlar mıydı? Denetçinin yanıtı “farklı” ise; gerek yönetimin argümanını, gerekse kendi görüşünü açıklamalı.
2. Denetçi yatırımcı olsaydı, şirketin beyan edilen dönemdeki finansal performansını anlamasına esas oluşturacak bilgileri edinebilir miydi?
3. Denetçi CEO olsaydı aynı şirket içi denetim prosedürünü uygular mıydı? Uygulamazsa farklar nelerdir ve neden?

Buffett sonra bağımsız denetçilerin cevaplarının toplantının tutanaklarında yer alması gerektiğini -italik harflerle- söyledi. Mesele, dedi, denetçilere “parasal sorumluluk” yüklenmesidir, onları yönetimin kölesi haline gelmek yerine işlerini doğru yapmaya yöneltecek tek şey budur.

American Institute of Certified Public Accountants (Sertifikalı Muhasebeciler Enstitüsü AICPA) başkanı ve Vermont American Corp. finans müdürü (CFO) Oliva Kirtley ile görüşen *Fortune*, Buffett'ın fikirlerine ilişkin görüşlerini sordu. Kirtley, Buffett'ın sorularını “özlü” tuttuğunu belirtti, fakat AICPA'nın kendi denetim komitesinin bağımsız denetçilerden beklentileriyle aynı “ruhu” paylaştıklarını söyledi.

Kendileriyle çalışan bağımsız denetim şirketinin hem işlerini iyi yapmaları hem de başarısızlık durumunda parasal sorumluluk üstlenmelerini ön gören bir plandan hoşlanıp hoşlanmayacakları kuşkulu. Bağımsız denetçiler geçtiğimiz 10 yılda finansal tablolardan yönetimin sorumlu olmasını sağlayarak yasal sorunlarını azalttılar; yeni yasalar ve bir Yüksek Mahkeme Kararı da bu konuda denetçilerin işlerini kolaylaştırdı. Kuşkusuz, aynı on yılda yönetimler “beklentileri” karşılayacak bütün yeraltı rotalarını öğrendiler. Bu sadece tesadüf mü yoksa parasal sonuçların zayıflaması bağımsız denetçileri eskiye oranla daha çalışkan ve uysal mı yaptı? Bu soruya cevap vermek imkânsız. Ama Buffett'ın üç sorusunu yanıtlamak mümkün.

Warren Buffett'tan borsaya dair

22 Kasım 1999

Carol Loomis'in makaleye dönüştürdüğü bir Buffett konuşması

Warren Buffett hisse fiyatlarının genel düzeyi konusunda başka açık yerlerde neredeyse asla konuşmaz, ne ünlü yıllık raporunda ne Berkshire'daki kalabalık yıllık toplantılarda ne de nadiren verdiği demeçlerde. Fakat Buffett 1999'un son yarısında bu konuya dört kere girdi, hisse senetlerinin uzun vadeli geleceğine ilişkin görüşlerini hem analitik hem de yaratıcı bir şekilde ortaya koydu. Bunlardan sonuncusunu, eylül ayında Buffett'ın bir grup arkadaşına yaptığı konuşma sırasında duydum ve aynı zamanda temmuz ayında Allen&Co.'nun Sun Valley, Idaho'da iş dünyası liderleri için düzenlediği partide yaptığı ilk konuşmanın kasetini izledim. Buffett'ın bu doğaçlama konuşmalarda (ilki Dow Jones Sana-yi Endeksi ortalaması 11.194 iken yapılmıştı) söylediklerinden aşağıdaki özü çıkardım. Buffett yazdıklarımı gözden geçirdi ve bazı yerlere açıklık getirmemi önerdi.

Buffett'in esas mesajı bu makalenin ilk sözcüklerinde gizli: "Bugünlerde hisse senetlerine yatırım yapanlar çok fazla beklenti içindeler." Konuşmasına gelişmeye başlayan ve vaatleriyle yatırımcıların umutlarını artıran internette olduğu gibi, az sayıda insanın dönüşmekte olan iki diğer sektörden, otomobil ve havacılıktan nasıl zengin olduğunu vurgulayarak devam etti.

Buffett konuşmalarında şu anda geçerli olan düşük faiz oranlarını -örneğin, hazine bonolarının peni vermesini- kesinlikle beklemiyordu. Borsa getirileri konusunda da gerçekte oldukları kadar ümitsiz değildi.

Fakat borsanın düşeceği yönündeki genel kanısında kesinlikle haklıydı, dolayısıyla bugün "Söylediklerimin bir kelimesini bile değiştirmedim," diyor. Buffett yatırımcıların varlıkları üzerinden elde ettikleri

toplam ortalama yıllık getirilerin yüzde 12 olmasına alıştığı bir tarihte konuşuyordu. Onun beklentisi ise, 1999'dan 2016'ya kadar geçecek on yedi yıl içinde (niçin tuhaf sayıda yıl seçtiği makalede açıklanıyor) yüzde 7'nin yatırımcıların kazanabileceği toplam yıllık getirilere -enflasyondan önce- ilişkin makûl bir tahmin olacağı şeklindeydi. Bu yatırımcıların ödemekle yükümlü olduğu ağır işlem maliyetlerinden -örneğin, komisyonlar, satış giderleri ve yönetim ücretleri- önceki brüt rakamdı. Buffett bu maliyetler düşüldükten sonra beklenecek makûl getirinin yolda yüzde 6 civarında olacağını düşünüyordu.

Ne acı ki, Dow Sanayi Endeksi'nin yıllık bileşik toplam getirisi 1999'un sonundan 2012 ortalarına kadar yalnızca yüzde 3,32 oldu. S&P 500 (Dow kadar kâr payı ağırlıklı olmayan ve İnternet Balonu patladığında Dow'dan çok daha fazla mağdur olan) için karşılaştırılabilir rakam kesinlikle çok daha kötüydü: Yüzde 1,26.

Bu kitap yayınlandığında on yedi yılın sona ermesine tabii ki hâlâ dört yıl kalmış olacak. Fakat yatırımcıların kaybettikleri zemini hızla geri kazanmaları ve sonunda yılda yüzde 6 gibi bir toplam getiri düzeyini yakalayabilmeleri için mükemmel sonuçlara ulaşmaları gerekecek. — CL.

Bugünlerde hisse senedine yatırım yapanlar çok fazla beklenti içindeler, size bunun sebebini açıklayacağım. Bu beni kaçınılmaz olarak çoğunlukla tartışmaktan hoşlanmadığım bir konuda, genel olarak borsa hakkında konuşmak zorunda bırakacak. Fakat başlarken bir konuya açıklık getirmek istiyorum: Borsanın düzeyi hakkında konuşacak olmama rağmen, bundan sonraki hareketlerine ilişkin tahminlerde bulunmayacağım. Berkshire'de neredeyse yalnızca tek tek şirketlerin değerlemesine odaklanır, genel borsa değerlemesine ancak çok sınırlı ölçüde bakarız. Borsa değerlemesi, gelecek hafta veya gelecek ay ya da gelecek yıl nereye gideceğiyle hiç ilgili olmasa bile, bu bizim asla girmedığınız bir düşünce silsilesidir. Aslında borsalar bazen çok uzun süre değerle bağlantılı olmayan değişik şekillerde davranır. Ancak er veya geç değer hesaba katılır. Dolayısıyla, söyleyeceklerimin -doğru olduğu varsayımıyla- Amerikalı hisse senedi sahiplerinin uzun vadede alacakları sonuçlara ilişkin içerimleri olacaktır.

İşe “yatırım” tanımlayarak başlayalım. Tanım basit olmasına rağmen çoğunlukla unutulmaktadır: Yatırım yapmak gelecekte geri almak üzere şu anda para yatırmaktır; enflasyonu hesaba kattıktan sonra gerçek anlamda daha çok para.

Şimdi biraz geçmişe yönelik perspektifle borsada neler olduğunu görmek için 34 yıl öncesine bakalım. Burada “zayıf yıllar” ve “şişman yıllar” açısından neredeyse Kutsal bir simetri göreceğiz. Başlangıçta 1964’ün sonundan 1981’e kadar olan ilk 17 yıllık dönemi ele alalım. Bu aralıkta gerçekleşen rakamlar aşağıda:

DOW JONES SANAYİ ENDEKSİ ORTALAMASI

31 Aralık 1964: 874,12

31 Aralık 1981: 875,00

Uzun vadeli bir yatırımcı ve sabırlı bir adam olarak tanınıyorum, ama büyük hamle konusundaki fikrim bu değil.

Ve işte önemli ve bütünüyle zıt bir olgu: Aynı 17 yıl boyunca ABD’nin GSYİH’sı -yani, bu ülkede yapılmakta olan işler- % 370 artarak neredeyse beş katına çıktı. Veya bir başka ölçüye bakarsak, *Fortune* 500’ün satışları (tabii ki şirketler değişti) altı kattan fazla arttı. Yine de Dow tam olarak hiçbir ilerleme kaydetmedi.

Bunun niçin olduğunu anlamak için önce yatırım sonuçlarını etkileyen iki önemli değişkenden birine bakmamız gerekir: Faiz oranları. Bunlar finansal değerlemeleri yerçekiminin madde üzerindeki etkisi gibi etkiler. Oran ne kadar yüksekse aşağı çekiş o kadar büyüktür. Bunun nedeni, yatırımcıların her türlü yatırımdan elde etmeleri gereken getiri oranlarının, devlet tahvillerinden kazanılabilecek risksiz orana doğrudan bağlı olmasıdır. Dolayısıyla, hükümet oranları yükseltirse diğer tüm yatırımların fiyatları kendilerinden beklenen getiri oranlarının hizaya getirilmesi için aşağıya doğru düzeltilmelidir. Tersine, hükümet faiz oranlarını düşürürse bu hamle diğer tüm yatırımların fiyatlarını yukarı iter. Temel önerme şudur: Bir yatırımcının yarın alacağı bir dolar için bugün ne kadar ödemesi gerektiği, yalnızca öncelikle risksiz faiz oranına bakılarak belirlenebilir.

Sonuç olarak, risksiz oranın her bir taban puanlık -% 0,01- hareke-

tinde ÷lkedeki her yatırımın değeri değışir. İnsanlar bunu değeri normal olarak yalnızca faiz oranlarından etkilenen tahvillerde kolayca görebilir. Hisse senetleri veya gayrimenkul ya da çiftlikler veya diğer şeylerde çok önemli başka değışkenler neredeyse daima işbaşındadır ve bu, faiz oranı değışikliklerinin etkisinin genellikle belirsizleştğı anlamına gelir. Her şeye rağmen, etki -tıpkı yerçekiminin görünmeyen çekim gücü gibi- sürekli mevcuttur.

1964-81 döneminde uzun vadeli devlet tahvili oranlarında muazzam bir artış oldu. 1964 yılının sonunda % 4'ün biraz üzerinde olan faizler 1981'in sonlarında % 15'in üzerine çıktı. Oranlardaki bu artış tüm yatırımların değeriinde çok büyük bir düşüş etkisi yarattı, fakat bizim dikkatimizi çeken tabii ki hisse senedi fiyatlarıydı. Dolayısıyla, ekonomideki böyle-sine muazzam bir büyümenin niçin borsada hiçbir değışime yol açmadığının en önemli açıklaması burada -faiz oranlarının yerçekimi benzeri çekim gücünün üçe katlanmasında- yatıyor.

Sonra, 1980'lerin başında durum tersine döndü. Paul Volcker'ın Fed başkanlığına gelişini ve nasıl hiç seilmeyen biri olduğunu hatırlayacaksınız. Fakat yaptığı cesurca işler -ekonomiyi küçültmesi ve enflasyonun belini kırması- faiz oranı trendinin tersine dönmesini sağlayarak çarpıcı sonuçlara yol açtı. Diyelim ki 16 Kasım 1981'de ihraç edilen 30 yıl vadeli % 14 faizli ABD tahviline 1 milyon dolar yatırdınız ve kuponlarla yeniden yatırım yaptınız. Yani, her faiz alışınızda parayı aynı tahvilden biraz daha satın almakta kullandınız. 1998'in sonunda, o tarihte uzun vadeli devlet tahvilleri % 5 ile satılırken, elinizde 8.181.219 dolar olacak ve yıllık getiri olarak % 13'ün üzerinde kazanmış olacaktınız.

Bu % 13'lük yıllık getiri hisse senetlerinin geçmişte birçok 17 yıllık dönemde -aslında çoğu 17 yıllık dönemde- kazandırdığından daha iyidir. Bu müthiş bir sonuçtur ve bu sonucu getiren sıkıcı bir tahvilden başka bir şey değildir.

Faiz oranlarının gücü hisse senetlerini yukarı itme etkisine de sahipti, gerçi aldığımız diğer şeylerin fiyatını da aynı şekilde yukarı itiyordu. İşte 16 Kasım 1981'de Dow'a 1 milyon dolar yatırsaydınız ve tüm kâr paylarıyla yeniden Dow'a yatırım yapsaydınız 31 Aralık 1998'de elinizde 19.720.112 dolar olacak, yıllık getiriniz ise % 19 seviyesinde gerçekleşecekti..

1981'den bu yana hisse senedi değerlerinde gerçekleşen artış geçmişteki bütün düzeyleri aşıyor. Bu artış 1932'de, Bunalım'ın dibinde -en düşük gün olan 8 Temmuz 1932'de Dow 41,22'den kapandı- hisse alıp 17 yıl elde tuttuğunuzda elinizde olacak rakamın bile üstünde.

Bu 17 yıl boyunca hisse senedi fiyatlarındaki ikinci ürün aşağıdaki grafikte GSYİH'nın yüzdesi olarak görülen vergi sonrası şirket kârlarıdır. Aslında bu grafik size GSYİH'nın ne kadarının her yıl Amerikan işletmelerinin hissedarlarına ulaştığını söylemektedir.



Gördüğünüz gibi grafik 1929'da başlıyor. 1929'dan oldukça memnunuz, zira benim açımdan her şey o zaman başladı. Babam o tarihte hisse senedi satıcısıydı ve sonbaharda Çöküş gerçekleştiğinde, insanları -yanmış olan bütün o insanları- aramaya korkmuştu. Bu yüzden öğleden sonraları evde oturdu. O tarihte televizyon da yoktu. Ben 30 Kasım 1929'da veya buna yakın bir tarihte ana rahmine düştüm (dokuz ay sonra 30 Ağustos 1930'da doğdum) ve çöküşe karşı her zaman biraz sıcak duygular beslemişimdir.

Gördüğünüz gibi, GSYİH'nın yüzdesi olarak şirket kârları 1929'da zirveye çıktı, ardından da ters yüz oldu. Grafiğin sol tarafı ise sapınalarla dolu: Yalnızca Bunalım dönemi değil savaş dönemi kârları da birden artıyor -aşırı kâr vergisi yatıştırıyor- ve bir diğer yükseliş savaştan sonra görülüyor. Fakat 1951'den itibaren oran aşağı yukarı % 4 ila 6,5 aralığına yerleşiyor.

Ancak 1981 yılında trend bandın dibine doğru yöneliyor ve 1982'de kârlar % 3,5'e düşüyor. Bu nedenle o noktada yatırımcılar iki güçlü negatif bakıyordu: Kârlar ortalamanın altındaydı ve faiz oranları çok yüksekti.

Böyle bir ortamda gayet tipik olarak yatırımcılar geleceği gördüklerine göre planladılar. Bu onların değişmez alışkanlığıdır: Ön cama bakmak yerine dikiz aynasına bakmak. Geriye bakarak gördükleri şey onları ülke

hakkında çok kötümserleştirdi. GSYİH beşe katlanmış olsa dahi onlar yüksek faiz oranları, düşük kârlılık öngörüyorlar ve dolayısıyla Dow'a 17 yıl öncesiyle aynı düzeyde bir değer biçiyorlardı.

Peki, 1982'den itibaren geçen 17 yıl içinde neler oldu? Olmayan bir şey vardı, o da GSYİH'da benzer bir artış yaşanmamasıydı: Bu ikinci 17 yıllık dönemde GSYİH üç kattan az arttı. Fakat Volcker etkisi azaldıktan sonra faiz oranları düşmeye, kârlar tırmanmaya başladı; sürekli olmasa da gerçek bir güçle. 1990'ların sonunda "olağan hal" bandının üst kısmında GSYİH'nın yüzdesi olarak vergi sonrası kârların % 6'ya yakın seyrettiği grafikte kâr trendini görebilirsiniz. 1998'in sonunda, uzun vadeli devlet tahvili faiz oranları % 5'e kadar düşmüştü.

Yatırımcılar açısından en büyük öneme sahip iki temel değerdeki çarpıcı değişiklikler, bu 17 yıllık dönemde hisse senedi fiyatlarındaki on katın üzerindeki artışı -Dow 875'ten 9.181'e çıktı- tamamen olmasa da büyük ölçüde açıklıyor. Tabii ki piyasa psikolojisi de iş başındaydı. Bir *boğa piyasası* başladığında ve hangi sistemi izlediğine bakılmaksızın herkesin para kazandığı bir noktaya ulaşıldığında, kalabalıklar faiz oranları ve kârlara tepki olarak değil, yalnızca hisse senedi bulundurmamanın yanlış olduğu fikriyle oyunun içine çekilir. Aslında, bu insanlar piyasayı yönlendiren temel faktörlerin üzerinde bir "partiye kaçırmamam gerek" faktörüyle bir araya gelirler. Bu "yatırımcılar" Pavlov'un köpekleri gibi zil çaldığında -bu durumda, sabah saat 9:30'da New York Borsası açıldığında- besleneceklerini öğrenirler. Bu günlük takviye aracılığıyla, bir Tanrı olduğuna ve O'nun kendilerini zengin etmek istediğine ikna olurlar.

Bugün, sabit bakışlarla biraz önce geçtiği yola bakan çoğu yatırımcı iyimser beklentiler içinde. Webber and Gallup Organization'ın temmuzda yayınlanan araştırması en deneyimsiz -beş yıldan daha az süredir yatırım yapan- yatırımcıların gelecek on yıl içinde % 22,6 oranında yıllık getiri beklediğini gösteriyor. Yirmi yıldan fazla bir süredir yatırım yapanlar bile % 12,9 bekliyor.

Şimdi % 12,9'un yakınına bile yaklaşamayacağımızı öne sürmek istiyorum, iddiamı değer belirleyen temel faktörleri inceleyerek ortaya koyacağım. Bugün, eğer bir yatırımcı borsada 10 yıl veya 17 ya da 20 yıl boyunca cazip kârlar elde edecekse üç şeyden birinin veya birden fazla-

sının gerçekleşmesi gerekir. Üçüncüden söz etmeyi biraz erteleyeceğim, ama ilk ikisi şunlar:

1. **Faiz oranları daha da düşmelidir.** Şu anda % 6 civarında olan devlet tahvili faiz oranları % 3'e düşecek olursa, tek başına bu faktör hisse senetlerinin değerinin yaklaşık iki katına çıkmasını sağlayacaktır. Bu arada, eğer faiz oranlarının bunu yapacağını -veya Japonya'da olduğu gibi % 1'e düşeceğini- düşünüyorsanız gerçekten çok para kazanabileceğiniz bir yere yönelmelisiniz: Tahvil opsiyonları.
2. **Şirket kârlılığı GSYİH'ya göre yükselmelidir.** Biliyor musunuz, bir zamanlar biri bana New York'ta insandan çok avukat olduğunu söylemişti. Sanırım kârların GSYİH'dan büyük olacağını düşünen de aynı kişiydi. Bileşen bir faktörün daima toplamı geçmesini beklediğinizde bazı matematiksel problemlere gömülürsünüz. Bana göre, GSYİH'nın bir oranı olarak şirket kârlarının uzun bir süre % 6'nın çok üzerinde kalacağını düşünmek çılgınca bir iyimserlik olacaktır. Oranı aşağıda tutan şeylerden biri sağlıklı ve iyi bir şey olan rekabet olacaktır. Ayrıca bunun bir de kamu politikaları tarafı vardır: Eğer şirketler bir bütün olarak Amerikan ekonomi pastasının durmadan büyüyen bir parçasını yiyeceklerse, bir başka grup daha küçük bir parçaya razı olmak zorunda kalacaktır. Bu haklı olarak siyasi sorunlara yol açacaktır ve bana göre pastada önemli bir yenden dilimleme yapılmayacaktır.

Peki, makûl bazı varsayımlar bizi nereye götürür? GSYİH'nın yılda ortalama % 5 büyüdüğünü varsayalım; % 3'lük bir gerçek büyüme ki oldukça iyi bir rakam, artı % 2 enflasyon. Eğer GSYİH % 5 büyür ve faiz oranlarından biraz yardım almazsanız, hisse senetlerinin toplam değeri bir bütün olarak çok daha fazla artmayacaktır. Evet, kâr paylarından getiriye biraz ek yapabilirsiniz. Fakat bugün oldukları yerden satılan hisse senetleri için kâr paylarının toplam getiri açısından önemi eskisine göre çok daha düşüktür. Şirketler kendi hisse senetlerini satın alarak hisse başına düşen kazançlarını artırmakla meşgul olduğundan yatırımcılar puan kazanmayı da bekle-

yemez. Buradaki dengeleyici unsur, şirketlerin bir başka şeyle, yani hem ilk halka arz yoluyla hem de mevcut hisse opsiyonları aracılığıyla piyasaya yeni hisse girişleri yapmakla da neredeyse aynı ölçüde meşgul olmasıdır.

Dolayısıyla GSYİH'da % 5'lik büyümeye ilişkin varsayımına geri dönüyor ve size bunun alacağınız getirileri sınırlayan bir faktör olduğunu hatırlatıyorum: Kârlılığı yalnızca % 5 artıyorsa, Amerikan iş dünyasının yıllık değerinde % 12'lik - % 22'den çok daha az- bir yıllık artış olmasını asla bekleyemezsiniz. Hangi özelliğe sahip olursa olsun, bir varlığın değerinin uzun vadede kazançlarından daha fazla artmayacağı kaçınılmaz bir gerçektir.

Şimdi belki farklı bir iddia ortaya atmak isterdiniz. Bu gayet makûl. Ancak bana varsayımlarınızı söyleyin. Eğer Amerikan halkının hisse senetlerinden yılda % 12 kazanacağını düşünüyorsanız, örneğin şunları söylemeniz gerekir: “Çünkü GSYİH'nın yılda % 10 büyümesini bekliyorum, kâr payları da getiriye yüzde iki ekleyecek ve faiz oranları sabit düzeyde kalacaktır.” Veya temel değişkenleri başka bir biçimde yeniden düzenlemeniz gerekecektir. Tinker Bell' yaklaşımı (inaniyorsanız el çırpın) durumu değiştirmeyecektir.

Bunun ötesinde, gelecekteki getirilerin daima güncel değerlemelerden etkilendiğini ve borsada paranızın karşılığında şu anda ne aldığınız hakkında bir fikir verdiğini hatırlamanız gerekir. Aşağıda *Fortune* 500 için 1998'e ait iki rakam var. Bu evrendeki şirketler halka arz edilmiş tüm Amerikan işletmelerinin değerinin yaklaşık % 75'ine karşılık gelmektedir, dolayısıyla bu 500'e baktığınızda gerçekten Amerika Inc. hakkında konuşuyorsunuz demektir.

FORTUNE 500

1998 kârları: 334.335.000.000 \$

15 Mart 1999'daki piyasa değeri: 9.907.233.000.000 \$

Bu iki rakama odaklanırken kâr rakamında gariplikler olduğunu bilmemiz gerekir. 1998 kârları fazlasıyla olağandışı bir öge içeriyordu -Ford, İştirâklerinin hisse bölünmelerinden 16 milyar dolarlık bir muhasebe ka-

* İnsanlar inandığı için varolan şeyleri tanımlamakta Peter Pan oyunundaki periden esinlenilerek kullanılan bir terim. Ç.n.

zancı olduğunu bildirdi- ve kârlar, bu 500 şirkette her zaman olduğu gibi, aynı sektörde faaliyet gösteren ve piyasa değeri olmayan State Farm gibi birkaç şirketin kazançlarını da içeriyordu. Ayrıca önemli bir kurumsal gider, ikramiye olarak verilen hisse senetleri kârlardan düşülmemişti. Diğer taraftan, muhtemelen ekonomik gerçekliği yansıtmayan tahsili imkânsız alacaklar bazı durumlarda kâr rakamından düşülmüştü ve aynı şekilde yeniden eklenebilirdi. Fakat yatırımcılar bu özellikleri bir yana bırakıp bu yıl 15 Mart'ta 334 milyar dolar kâr için 10 trilyon dolarlık yüklü bir miktar ödeyeceklerini söylüyorlardı.

Yatırımcıların genelde hisse senedine sahip oldukları şirketin kazancı dışında bir şey elde edemeyeceğini unutmayın; bu çoğunlukla göz ardı edilen önemli bir olgudur. Tabii ki birbirimize yüksek ve daha yüksek fiyatlardan hisse senedi satabiliriz. *Fortune* 500'ün tek bir şirket olduğunu ve bu odadaki insanlardan her birinin onun bir parçasına sahip olduğunu düşünelim. Bu durumda, burada oturup birbirimize durmadan yükselen fiyatlardan parçalar satabilirdik. Kişisel olarak yanınızdaki kişiden akıllı davranıp düşükten alarak yüksekte satabilirdiniz. Fakat bu olduğunda oyunu terk eden para olmayacaktır: Yalnızca koyduğunuzu geri alırsınız. Bu arada, grubun deneyimi zerre kadar etkilenmeyecektir, zira akıbeti hâlâ kârlara bağlı olacaktır. Bir işin sahiplerinin mutlak çoğunluğu, toplam olarak sonunda -bugün ile Kıyamet Günü arasında- işin zaman içinde kazandığı kadarını alabilir.

Hâlâ değerlendirilmesi gereken önemli bir özellik daha vardır. Eğer bu odanın içinde siz ve ben işimizin parçalarını alıp satıyor olsaydık, ortada yaptığımız alışverişten kendine pay alacak herhangi bir broker olmadığı için işlem maliyetlerinden kaçınabilirdik. Fakat gerçek dünyada yatırımcıların koltuk değiştirmeyi isteme veya en azından ne yapmaları gerektiği konusunda tavsiye alma alışkanlığı vardır ve bu paraya -büyük paralara- mal olur. Giderler -ben bunlara sürtünme giderleri diyorum- geniş bir dizi kalemden oluşur. Piyasa yapıcının kârı, komisyonlar, satış giderleri, 12b-1 ücretleri* yönetim ücretleri, gözetme ücretleri, paket üc-

* ABD'de yatırım fonlarının net portföy değerleri üzerinden % 0.25-% 1 arasında kestikleri pazarlama ve dağıtım giderleri. Bu ad 1940 yılında çıkarılan Yatırım Şirketi Yasası'nın ilgili maddesinden gelir (Çn)

retleri ve hatta finans yayınlarına ödenen abone bedelleri söz konusudur. Ve bu giderleri ilgisiz görüp baştan savamazsınız. Bir gayrimenkul yatırımını değerlendirirken, getirinizi hesaplarken yönetim giderlerini düşünmez misiniz? Evet, tabii ki.. Borsa yatırımcıları da getirilerini hesaplarken aynı şekilde ödedikleri işlem giderleriyle yüzleşmelidir.

Bunlar ne kadar tutar? Benim hesaplarıma göre, Amerikan hisse senetlerine yatırım yapanlar bu koltuklarda oradan oraya taşınmak veya ne yapmaları gerektiğine ilişkin tavsiye almak için yılda 100 milyar doların çok üzerinde -mesela 130 milyar dolar- para ödemektedir! Muhtemelen bunun 100 milyar doları *Fortune* 500 ile ilgilidir. Diğer bir deyişle, yatırımcılar *Fortune* 500'ün kendileri için kazandığı her şeyin -1998'de 334 milyar dolar- üçte birini çeşitli türlerde koltuk değiştirmeye ve koltuk tavsiye eden "yardımcılara" vererek çarçur ediyor. Elden ele geçiş tamamlandığında, 500'e sahip olan yatırımcılar 10 trilyon dolarlık yatırımları üzerinden 250 milyar doların altında bir getiri elde ediyor. Bu bana göre yetersiz bir getiridir.

Muhtemelen şu anda 100 milyar doların o "yardımcılara" gittiğine ilişkin tahminimle zihinsel bir kavgaya girmiş durumdasınız. Bu gideri size nasıl yüklüyorlar? Anlatmama izin verin. İşe komisyonları, piyasa yapıcının payını ve yüklenici fiyatı ile piyasa fiyatı arasındaki farkı da içeren işlem maliyetleriyle başlayalım: Mükerrer hesaplamalar çıkarıldığında bu yıl ABD'de en az 350 milyar hisse işlem görecektir ve her iki taraf için -yani alıcı ve satıcı için- hisse başına işlem maliyetinin ortalama 6 sent olacağını tahmin ediyorum.

İlave giderlere geçelim: Hesapları paketleyen küçük adamların dolgun ücretleri, büyük adamların yönetim ücretleri ve yerli hisse senedi yatırım fonu hamillerinin göze çok büyük görünen bir yığın gideri. Bu fonlar şu anda yaklaşık 3,5 trilyon dolarlık varlığa sahip ve bunların yatırımcılarına yıllık maliyetinin -yönetim ücretleri, satış yükleri, 12b-1 ücretleri, genel faaliyet giderlerini hesaplayarak- en az % 1 veya 35 milyar dolar olduğuna hükmetmeniz gerekir.

Ve şimdiye kadar söz ettiğim masraflardan hiçbirisi opsiyon ve vadeli işlemlere ait komisyon ve alım satım farklarını veya değişken getirili yıllık pay (ödemeleri ilgili yatırımın piyasa değerindeki değişimlere göre değişen

yıllık tahvil) hamilleri için doğacak maliyetleri veya “yardımcıların” düşünmeyi başardığı başka sayısız gideri içermiyor. Kısacası, *Fortune* 500 sahiplerinin 100 milyar dolarlık işlem maliyetinin -ki 500 şirketin piyasa değerinin % 1’idir- yalnızca bir tahmin olarak fazlasıyla savunulabilir bir rakam olmakla kalmayıp, büyük ihtimalle düşük bir rakam olduğunu düşünüyorum.

Bu korkunç bir maliyet gibi görünüyor. Bir zamanlar bir haber yorumcusunun, “Bugün New York Borsası’nda hiç işlem olmadı. Herkes elindekilerden memnundu,” dediği bir karikatür görmüştüm. Eğer durum gerçekten böyle olsaydı, her yıl yaklaşık 130 milyar dolar civarında para yatırımcıların cebinde kalmış olacaktı.

Borsa hakkında söylediklerimi özetlememe izin verin: Hisse senetlerinin önümüzdeki 17 yıl boyunca son 17 yıldır sergiledikleri performansa benzer -herhangi bir biçimde benzer- bir performans göstereceklerine dair ikna edici bir iddiada bulunmanın çok zor olduğunu düşünüyorum. Değer artışı ve kâr paylarına bakarak en olası getiriyi seçmem gerekseydi, faiz oranlarının sabit, enflasyonun % 2 ve daima zarar veren işlem maliyetlerinin olduğu bir dünyada yatırımcılar toplam olarak -tekrar ediyorum, *toplam* olarak- % 6 kazanacaktı. Bu nominal getiriden enflasyon bileşenini çıkartırsanız (enflasyon nasıl dalgalanırsa dalgalansın bunu yapmanız gerekir) gerçek getiri % 4 olacaktır. Eğer % 4 yanılsa, oranın daha yüksek değil, daha düşük olacağını düşünüyorum.

Şimdi daha önce söylediğim şeye dönmek istiyorum: Yatırımcıların ilerleyen bir piyasada önemli kârlar elde etmesini sağlayabilecek üç şey olduğunu söylemiştim. Birincisi faiz oranlarının düşmesi, ikincisi ise GS-YİH’nın bir yüzdesi olarak şirket kârlarının çarpıcı biçimde yükselmesi. Üçüncüsüne şimdi geliyorum: Muhtemelen, yatırımcılar bir bütün olarak zorlansa da, kazananın siz olacağına inanan bir iyimsersiniz. Böyle düşünmek (bütün kalbimle inandığım) enformasyon devriminin bu ilk günlerinde özellikle çekici olabilir. Hangileri olduğunu broker’inızdan öğrenip kazanacağı açık olanları seçin ve arkanıza aldığınız rüzgârı hareket edin.

Geriye gidip yüzyılın çok başlarında bu ülkeyi dönüştüren birkaç sektöre bakmanın öğretici olacağını düşündüm: Otomobil ve havacılık sektörlerine bakalım. Önce otomobili ele alalım: Elimde aralarında bu ülkede faaliyet göstermiş toplam 70 otomobil ve kamyon imalatçısının

bulunduğu bir sayfa var. Bir zamanlar Berkshire Araba ve Omaha Araba diye iki şirket olduğunu gördüm. Doğal olarak bunlar dikkatimi çekti. Fakat diğerlerinin telefon numaraları da var.

Bunları söyledikten sonra, insanların yaşamını inanılmaz derecede etkileyen bir sektörde en az 2.000 araba üreticisi olduğu görülüyor. Bu sektörün nasıl gelişeceğini arabaların ilk günlerinde öngörmüş olsaydınız, "İşte zengin olmanın yolu," derdiniz. Peki, 1990'lara geldiğimizde nasıl bir ilerleme kaydettik? Hiç azalmayan şirket kıyımlarından sonra elimizde üç ABD araba şirketi kaldı, bunlar da yatırımcılar için hiç de sıradışı değil. İşte size Amerika üzerinde muazzam etkili olan -ve aynı zamanda yatırımcılar üzerinde muazzam bir etki yaratmasına rağmen beklenen etkiyi yaratmayan- bir sektör.

Bu arada, böylesi dönüştürücü olaylarda kaybedenleri tespit etmek bazen çok daha kolaydır. Ortaya çıktığında otomobilin önemini kavramış, ama yine de size para kazandıracak şirketleri seçmekte zorlanmış olabilirsiniz. Fakat o tarihte verebileceğiniz bariz bir karar vardı -bazen her şeyi tersyüz etmek daha iyidir- ve bu, açığa at satmaktır. Buffett ailesinin bütün bu dönem boyunca açığa at satmış olmaması doğrusu beni hayal kırıklığına uğrattı. Gerçekten de hiçbir mazeretimiz yoktu: Nebraska'da yaşarken, veresiye at almak ve açığın bizi sıkıştırmasından kaçınmak çok kolay olurdu.

ABD'DE AT SAYISI

1900: 21 milyon

1998: 5 milyon

Yüzyılın ilk çeyreğinde iş dünyasında arabanın dışında gerçekten dönüştürücü bir diğer icat uçaktı, geleceğinin parlak olduğu açıkça görülen bu diğer sektörün yatırımcıların ağzını sulandırması gerekirdi. Bu nedenle uçak imalatçılarını kontrol etmek için geriye gittim ve 1919-39 döneminde 300 şirket olduğunu ve bunlardan yalnızca bir avuç kadarının günümüzde hâlâ nefes aldığını gördüm. Yapılan uçaklar arasında -o çağın Silikon Vadisi olmuş olsak gerek- hem Nebraska hem Omaha vardı ki, bunlar en sadık Nebraska'lının bile artık güvenmediği iki uçak.

Havayollarının başarısızlıklarıyla devam edelim. Burada [Buffett konuşurken bir kâğıt parçasını sallıyor] son 20 yıl içinde iflas başvurusu yapan 129 havayolu şirketini içeren bir liste var. Continental listeye iki kere girerek yeterince akıllı davranmış. Aslında, 1992 itibarıyla -tablo o tarihten itibaren iyileşecek olmasına rağmen- bu ülkenin tüm havayolu şirketlerince havacılığın doğuşundan beri kazanılan para sıfırdı. Kesinlikle sıfır.

Bütün bunları tartarak, 1903'te Orville Wright havalandığında Kitty Hawk'ta olsaydım ateş edip bu uçağı düşürmeye yetecek kadar ileri görüşlü ve yardımsever olacağımı düşünmek istiyorum; bunu geleceğin kapitalistlerine borçlu olacaktım. Demek istediğim şu ki, Karl Marx kapitalistlere Orville kadar zarar vermiş olamaz.

Yaşamlarımızı çarpıcı biçimde değiştiren ama aynı zamanda ABD'li yatırımcıları ödüllendirmeyi başaramayan, örneğin radyo ve televizyon imalatı gibi diğer göz kamaştırıcı işler üzerinde durmayacağım. Fakat bu işlerden bir ders çıkaracağım: Yatırımcılığın kilit noktası bir sektörün toplumu ne kadar etkileyeceğini veya ne kadar gelişeceğini değerlendirmek değil, bundan çok herhangi bir şirketin karşılaştırmalı üstünlüğünü ve bu üstünlüğün kalıcılığını tespit etmektir. Yatırımcılara ödül getirenler etraflarında geniş, kalıcı hendekler olan ürün veya hizmetlerdir.

17 yıllık dönemle ilgili bu konuşma -saçma olduğunu kabul ediyorum- 17 yaşındaki çekirgeleri düşünmeme yol açıyor. Bu yaratıkların 2016'da uçuşması beklenen bugünkü yavrularının neyle karşılaşması beklenebilir? Onları halkın hisse senetleri konusunda şu andakinden daha az coşkulu olduğu bir dünyaya girerken görüyorum. Doğal olarak yatırımcılar hayal kırıklığı yaşıyor olacaklar, ama bunun nedeni yalnızca bu işe çok fazla beklentiyle başlamış olmaları.

Yüzleri gülsün veya gülmesin, ciddi ölçüde daha varlıklı olacaklar, çünkü hisselerine sahip oldukları intizamsız büyüyen Amerikan şirketleri kârlarını her yıl gerçek anlamda % 3 artıracak. Hepsinden iyisi, bu servet yaratımının ödüllerinin bugünkünden çok daha yüksek yaşam standartlarına sahip olacak tüm Amerikalılara doğru akacak olması. Bu kesinlikle kötü bir dünya olmayacak, yatırımcıların geçen 17 yıl içinde alıştıkları miktar kadar iyi olmasa da.

Warren Buffett: Uyanışçı vaiz

19 Mayıs 2000

AMY KOVER

Berkshire Hathaway Başkanı Warren Buffett yıllık hissedarlar toplantısı için “Kapitalistlerin Woodstock Festivali” diyor, ama yatırımcı Michael Cleveland’ın daha iyi bir benzetmesi var: “Bu dini bir uyanış ve vaizimiz Buffett!” Hissedarlar Buffett’ın güçlü, kendini kanıtlamış işletmelere yatırım yapmanın -ve elde tutmanın- erdemlerini konu alan vaazını dinlemek için yıllardır her ilkbahar Omaha’ya akın ediyor. Bir yandan inanılmaz getiriler istiflenirken, inanç değiştirip Buffettizme geçenlerin sayısı giderek artıyor.

Ne var ki Buffett geçtiğimiz yıl bu nurlu dokunuşunu kaybetmiş gibiydi. Berkshire’ın hisse başına defter değeri bu yıl S&P 500 endeksinin 20,5 yüzde puan altında kaldı; 20 yıldır ilk kez endeksin gerisindeydi. Sorun şuydu: Buffett’ın en bereketli hisse senetleri -Coca Cola ve Gillette de dahil- tepetaklak oldu. Bu arada yeni yetme Net hisseleri hızla yükseldi, birçok kişiyi bir anda milyoner yaptı. Buffett yine de bu işe balıklama dalmayı reddetti (büyük belirsizliklere tabi şirket ve sektörlerle oynamak onu huzursuz eder). Berkshire Hathaway mart ayı başında % 50 düşerek hisse başına 40.800 dolar ile 52 haftanın en düşük düzeyine geriledi. Bu en sadık olanın inancını dahi sarsmaya yetecek bir düşüştü.

Her iyi uyanışçı gibi Buffett’ın yanında da daha büyük bir güç vardı: Wall Street. Hissesi mucizevi bir biçimde % 47’lik bir toparlanma gösterip nisan sonundaki toplantı için tam zamanında 60.000 dolar civarına çıktı. Dahası, teknoloji hisseleri uyuşmaya başladı. Huntington Beach, California’dan Brian Goebel, “Zaten bu hisseleri uzun süreliğine aldık,” diyor. “Biz günlük işlemci değiliz.”

Kesinlikle değilsiniz. Yeni zengin nokta-com’cuların tersine Buffett

tarafklarlarının tarzları göz kamaştırıcı olmaktan çok uzak. Hafta sonunda gerçekleşen Berkshire'ın hissedarlar “festivaline” Prada kombinler ve Manolo Blahnik marka topuklu ayakkabılarla değil üniformalarıyla gelmişlerdi: Orman yeşili Berkshire tişörtü (bir avuç dolusu nakit parayla süslenmiş) ve buna uygun beyzbol şapkası. Ücretsiz Danimarka pastası ve kahve için kuyruğa girenlerden birkaçının 60.000 dolarlık A grubu hisse senetlerine gücü yetecekmiş gibi görünüyordu. Buffett, Berkshire'ın sahibi olduğu See's Candies şirketinin 1950'lerde satış ikonunu olan ve bir klasik haline gelen genç kızın kıyafetini Barbie'ye giydirmek için Mattel ile işbirliği yaptığını duyurduğunda kalabalık özellikle heveslenmişti. Herkes bağıra çağıra yeni Barbie için sipariş formu istedi.

Tabii ki hafta sonunun tek konusu Barbie bebekler değildi. Konferansın özü cumartesi günü Omaha'daki kocaman Toplantı Merkezi'nde gerçekleşen yedi saatlik toplantıydı. Buffett etkinliği bir saatlik komik bir filmle başlattı; filmin bir yerinde Buffett ukulele tıngırdattı ve Regis Philbin ile *Kim Jilyoner Olmak İster?* Parçasını söyledi. (Filmde bir de soru-cevap bölümü vardı. Sorulardan biri şuydu: Yeni binyılın yüzde yüz garantili yatırımı nedir? Buffett, “Değer yatırımcılığı son günlerde çok hararetili değil,” cevabını verdi, sonra da Bill Gates'ten bir cankurtaran simidi istedi.) Ardından herkes işe koyuldu. Hissedarlar neredeyse beş saat boyunca Buffett'a ve başkan yardımcısı Charlie Munger'a sorular sordu. Bazıları Buffett'ı şirketin geçen yılki i karartıcı performansı konusunda sıkıştırırken, bazıları saygın tutumunu ortaya koydu. 15 yaşında bir katılımcı, “İki yıl önce üniversite için B grubu hisseler aldım,” dedi. “Fakat 1.500 doların altına düştüklerinde mektupla öğretimleri araştırmaya karar verdim.” Buffett sanki “Beni anlamışsın,” der gibi güldü.

Omaha hafta sonu boyunca Berkshire'ın geniş iş yelpazesini sergileyen kocaman bir vitrine dönüştü: Vitrindekiler International Diary Queen, See's Candies, Dexter Shoe ve World Book'tu. Hissedarlar indirimli bıçakları, yatakları ve elmasları büyük iştahla topladı. Cumartesi gecesi Buffett müridlerini baştan çıkarıp bir ikinci lig beyzbol maçına gitmeye ikna etti (ancak çoğu Buffett'tan imza almak için kuyrukta beklerken maçın yarısını kaçırdı). Diğerleri en sevdikleri işe koyulup birbirlerine Buffett ile ilgili hikâyeler anlattılar. Bir kadın, “Hiç evine gittiniz mi?” diye

sordu. “Çok mütevazı!” Bir başka kadın başkanla aynı liseye gittiğini söyledi. Son mezunlar toplantısında birlikte fotoğraf çektirmişlerdi. “Ertesi gün fazlasıyla böbürlendim,” diyerek güldü.

Bazılarının bu yıl hacca gelmek için daha acil sebepleri vardı. On yıldır Berkshire hisselerine sahip olan Bong Jung, taşıdığı Buffett değerleri konusunda inanç tazelemeye ihtiyaç duyuyordu. Jung, “İnternet hisselerinin cazibesine karşı koymak zor oldu,” diyor. “Golf oynadığınızda yatırımlarınız hakkında sohbet edersiniz. Arkadaşım teknoloji hisselerinden % 80 kazandığını söyledi, o sırada benim hisselerim % 30 düşmüştü! Kıskanmamak zor. Bu yüzden inanç tazelemeye geldim. Eşi araya girip, “Kesinlikle, tazele,” diyor. Bilge Buffett bir kez daha cemaatine inancakları şeyler sundu.

Warren Buffett First Lady'ye yatırım yapıyor

20 Ekim 2000

JEFFREY BIRNBAUM

Yetişkinlik döneminin büyük bölümünde bir Demokrat olarak tanınan Warren Buffett yıllar boyunca çok sayıda parti adayını destekledi. Fakat Hillary Clinton'un 2000 yılında New York senatörlüğüne seçilmek için girdiği başarılı yarışı desteklemesi -aşağıdaki makalenin tanıklık ettiği gibi- özellikle dikkat çekmişti. Ardından 2008'de Senatör Clinton Demokratların başkan adaylığına talip olduğunda hikâyenin kıvamı koyulaşmıştı. Diğer başkan adayı Barack Obama ile de sıcak bir ilişki geliştirdiğinden bu durum Buffett'ı zora sokmuştu.

Buffett, Obama ile eskiden, Chicago'lu Illinois senatörlüğüne adaylığını koymaya hazırlanırken bir dostu aracılığıyla tanışmıştı. Obama o tarihte öğle yemeği yemek ve sohbet etmek için Omaha'ya gelmişti. Buffett genç adamdan ve görüşlerinden hoşlanmış, arkadaş olmuşlardı.

2008'de hem Clinton hem de Obama Demokratların adayı olduğunda ne yapmalıydı? Buffett bu sorunu "siyasi açıdan iki eşli" olduğu şeklinde bir jest yaparak çözdü. Yani, adaylara ikisini de destekleyeceğini söyledi ve öyle de yaptı.

Sonunda kimin kazandığını biliyoruz. — CL.

Warren Buffett hayatına Cumhuriyetçi olarak başladı. Bu tercihi dört dönem Nebraska'nın Cumhuriyetçi Kongre üyesi olarak görev yapan babasından miras kalmıştı. Pennsylvania Üniversitesi'nde Genç Cumhuriyetçiler Kulübü'nün başkanı olan Buffett öylesine ateşliydi ki, 1948'de Thomas Dewey'in seçilmesini kutlamak için Philadelphia'nın ana caddelerinden birinde file

binmeyi bile düşündü - Harry Truman Dewey'i yenilgiye uğratıncaya kadar.

Zaman nasıl da değişti! Bugünlerde Buffett kesinlikle Demokrat. Hilary Clinton için bağış bile topladı ve parayı yalnızca ona verdi. Omaha Bilgesinin parasını Clinton'un New York Senatörü olma bahsine yatırdığı doğru. Buffett, First Lady adına eski Hazine Bakanı Robert Rubin ile beraber Columbia Üniversitesi'ne gitti. Manhattan'daki Rus Çay Salonu'nda ve Info USA'nın CEO'su Vin Gupta'nın Omaha'daki evinde Clinton için bağış toplayanlarla birlikte ev sahipliği de yaptı.

Aklını mı kaçırmıştı? Kesinlikle hayır. Tescilli bir Demokrat olan Buffett, "Önemli konulardaki düşüncelerinin benimkilerle büyük bir uyum içinde olduğunu düşündüğümde hangi partiden olduğuna bakmaksızın politikacıları desteklerim," diyor. Şimdi de, Clinton'ın kürtaj hakkını savunmasından ve gözde projelerinden biri olan finans reformunu desteklemesinden hoşlandığını söylüyor (Clinton'ın kimi bağışçılarının yaptığı gibi Beyaz Saray'da veya Camp David'de yatmamış, "kanapede bile" diye altını çiziyor özellikle). Buffett, "Düşüncelerimi destekliyorum, bu kadar basit," diyor. "Aynı nedenle kocasına da oy verdim." Aynı zamanda New York'a karşı özel bir sempatisi var. Şirketi Berkshire Hathaway *Buffalo News*'un sahibi ve bu eyalette olan her şeyin etkisinin sınırlarının çok ötesine uzandığını söylüyor.

Şaşırtıcı olan Buffett'ın politikacılara asla para vermemesi. Son yıllarda kampanyaların finansmanında reform yapılması için alenen büyük çaba harcadı. Kızgınlığı sistemin kolay para denilen -siyasi partilere sınırsız bağış- en göze batan suiistimalinde yoğunlaşıyordu. Buffett ikiyüzlü biri olarak nitelendirilmekten kaçınmak için federal adaylara yalnızca "sağlam" para bağışlar ve bu bir seçimde aday başına 1.000 dolar ile sınırlıdır. Diğer bir deyişle Clinton'a 2.000 dolar vermiştir (1.000 dolar birinci katıldığı seçim ve 1.000 dolar genel seçimler için). Aynı zamanda Buffett başkalarından kendi seçtiği adaylara bağışta bulunmalarını istemez. İnsanlara kendisi istediği için değil, adaya inandıkları takdirde bağışta bulunmalarını söyler.

Yine de Warren Buffett isminin bir bağış toplama davetinde epey kalabalık toplayacağı kesin. Buffett bugüne dek destekleyeceği adaylar ko-

nusunda hep dikkatli davrandı. Nebraska Senatörü Bob Kerrey ve Başkanlık için adaylığını koyan eski New Jersey Senatörü Bill Bradley'nin de aralarında bulunduğu Demokrat adayları destekledi çoğunlukla. Demokrat Wisconsin Senatörü Russ Feingold ve Cumhuriyetçi Connecticut Temsilcisi Chris Shays gibi finans reformu kampanyası savunucularını da destekledi. Geçmiş yıllarda Cumhuriyetçi Kansas Senatörü Nancy Kassebaum'u ve şimdi Clinton'ın kazanmak için mücadele ettiği koltuğun sahibi Demokrat Senatör Daniel Patrick Moynihan gibi saygın yasa yapıcıların arkasında durdu. Buffett, Clinton ile ilgili olarak "Oldukça etkili ve fikirlerini açıkça söyleyen biri olduğunu düşünüyorum," diyor. "Eğer seçilirse, 100'de birden fazlası olacak." Bu First Lady'nin *düşük değeri*miş bir varlık olduğu anlamına mı geliyor?

TEKRAR TEKRAR HAYRAN BIRAKIYOR

Fortune her yıl bir *En Çok Hayranlık Duyulan Şirketler* listesi yayınlar ve bu yıl -2001- editörlerimiz hakkında yazı yazmak ve kapağa çıkarmak için listedeki 7 Numaralı şirketi, Berkshire'ı (ve Buffett'ı) seçti. Tarih ve muhtemelen öngörü bu seçimi baklı çıkardı. Berkshire o tarihte beş yıldır *En Çok Hayranlık Duyulan* ilk on şirket arasındaydı ve Fortune 2008 itibarıyla ABD listesi ile "küresel" listesini tek bir "dünya" listesi olarak birleştirdikten sonra bile ilk ondaki yerini korudu. 1997'den 2012'ye kadar geçen 15 yıl boyunca daima ilk 10 içinde yer alan tek şirket Berkshire.

Buffett bunların hepsini seviyor. Berkshire'ın Fortune 500'de olduğu gibi gelirlere göre sıralanan (Berkshire'in ilk 10 arasına yükseldiği) bir listede üst sıralarda olması onun için pek önemli değil. Fakat itibara son derece değer veriyor. 2010'da bir şirketin nasıl güven kazandığı konusunda Fortune ile konuşurken, "Bunu bir günde veya bir hafta ya da bir ayda yapamazsınız. Her seferinde bir kum tanesi koyarak yaparsınız. Çok yavaş inşa ettiğiniz halde hızla yıkabilirsiniz," dedi.

Uzun süre hayranlık uyandırmış olmak bir şirketi faaliyet sorunlarından veya muhtemelen varlıklarını en iyi şekilde kullanmakta çuval-lamaktan muaftutmaz ve "Değer Makinesi" başlıklı bu öykü Berkshire'ın Maine'deki yan kuruluşu Dexter Shoe ile yaşadığı kolay kontrol edilemeyen sorunları anlatıyor. Berkshire 1993'te 419 milyon dolar değerinde hisse senedi karşılığında şirketi satın aldığı anda Buffett doğal olarak sorun çıkmasını beklemiyordu, hatta bu şirketi devralmak konusunda çok istekliydi. Fakat Buffett Dexter'in karşı karşıya olduğu düşük maliyetli yurtdışı rekabetini ciddi biçimde hafife almıştı ve 1999'daki bilanço

ile şirkette işlerin iyi gitmediğini kabul etmek zorunda kaldı. Berkshire 2000'de Dexter'ın 219 milyon dolarlık şerefiyesini zarar kaydetti. Ertesi yıl Buffett, a) öncelikle Dexter'ı satın almaması gerektiğini, b) özellikle de hisse senediyle satın almamış olması gerektiğini ve c) sorunlarını hızla ele almakta geciktiğini kabul ederek havlu attı.

Dexter'ın yönetimi 2001'de Berkshire'ın bir başka ayakkabı şirketine devredildi. Bu şirketin yöneticileri Frank Rooney ve Jim Issler şirketi küçültürerek -fabrikaları kapatarak ve işçi çıkartarak- faaliyetlerini azalttı. 2005'e gelindiğinde Dexter adı Berkshire'ın yıllık raporundan bütünüyle çıkarılmıştı.

Buffett bugün Dexter ile ilgili olarak, "Bu kesinlikle -şimdiye kadar yaptığım en kötü alımdı," diyor.

Berkshire satın aldığı Dexter'ın yönetim kurulu başkanı, çoğunluk hissesinin sahibi ve hem öncesinde hem de sonrasında tanınmış bir hayırsever olan Harold Alfond 2007'de öldü ve servetinin çoğunu Harold Alfond Vakfı'na bıraktı. Arzusu yerine getirildiğinde vakfın varlıkları beş katına yükselerek 500 milyon dolara çıktı (Berkshire hisselerindeki parasının yaklaşık % 80'i). Vakıf esas olarak Maine'de eğitim, tıp ve gençlik geliştirme hizmetleri veriyor. Bu da Berkshire'ın servetinin hayır işlerine gitmesinin bir diğer -paradoksal- örneği. — CL.

Değer makinesi

19 Şubat 2001

CAROL LOOMIS

Izin verirseniz küçük bir sınav yapmak istiyorum: En çok hayranlık duyulan ilk on şirketten her birinin ne iş yaptığını anlatır mısınız? Çoğu okuyucu bu kusursuz örneklerden sekizinin yaptığı işleri kolayca sayabilir. Mega mağazalar (Wal-Mart) ve menkul kıymet broker'ları (Schwab) ve bilgisayar çipleri (Intel) gibi alanlarda faaliyet gösterirler. General Electric'i incelemek daha zordur: Finans alanında hizmet

yapar, ama aynı zamanda bir TV ağı, elektrikli cihaz ve uzay imparatorluğu vardır, kısa süre sonra Honeywell de ona dahil olacaktır. Fakat gerçek muamma 7 Numara'da oturan Omaha'lı şirket Berkshire Hathaway'dir. Lütfen ucu sivriltilmiş bir 2 Numaralı kurşun kalem kullanarak bu şirketin işlerine ilişkin 500 kelime yazar mısınız?

Eğer çoğu kişi gibiyseniz, bunlardan dördünü mutlaka bilirsiniz: "Birincisi, bu Warren Buffett'ın şirketi." Fakat ince noktaları açığa çıkarmak için dünya kadar Berkshire hayranından biri olmanız gerekecektir: Biz burada çok kârlı bir aktif şirket -büyük çapta sigorta ve diğer iş alanlarından oluşan karışık bir desen- ve şimdi 70 yaşında olan, şirketin parasını yatırımlarda değerlendiren, üstelik uzun zamandır bu alanda dünyanın en iyisi olduğu konusunda hayli iddialı bir CEO görüyoruz.

Buffett'ın yönetiminde geçen 36 yıl boyunca Berkshire'nın hisse başına defter değeri -bir sigorta şirketinin başarısını en iyi tanımlayan performans istatistiği- yılda ortalama % 23'ün üzerinde arttı. Özellikle o korkunç 1999 yılında birkaç nahoş sallantı olmasına rağmen, Berkshire'nın hisse başı kazancı 36 yılın 32'sinde S&P 500'ün toplam getirisini, çoğunlukla fersah fersah geçti. Buffet'ın bölmeyi asla düşünmediği Berkshire hissesi -dostlarına doğum günlerini kutlamak için, "Berkshire bölününceye kadar yaşamayı dilerim," yazan kartlar gönderir- şirketin başarısını izledi ve hatta daha da başarılı oldu. Aynı 36 yıl içinde hisse başına yaklaşık 12 dolardan geçen yılın sonu itibariyle 71.000 dolara çıktı, ki bu yılda % 27'lik bir büyüme demektir.

Bu sicil ünlü olsa da, En Çok Hayranlık Duyulan şirket için oy veren çoğu iş adamı bile Berkshire'nın değerinin arkasındaki mekanizmadan habersiz. Birkaçı bir sigorta şirketine -aman tanrım!- oy verdiğini bile bilmiyor. Ama hoşlarına giden bir şey olduğu açık: Bu Berkshire'nın ilk 10'daki beşinci yılı.

Şimdi bir ifşaatta bulunmak için bu değerlendirmeye ara veriyoruz: Ben de Buffett'ın hayranı, eski bir dostu, yıllık raporunun daimi editörü (gerçi yazarı kesinlikle kendisidir) ve onyıllardır Berkshire hissedarıyım. İş dünyasındaki kariyeri hakkında birlikte bir kitap yazmayı kendisiyle sürekli konuşuruz -bu kelimenin gerçek anlamında yalnızca konuşmaktan ibaret kalmış ve hiç eyleme dönüşmemiştir- ve

o yüzden de düşünce tarzına alışılmadık biçimde erişim sağlamış bulunuyorum.

Şu anda bildiğim şey, Berkshire'ın 2000'de pek çok yönü bilinmeyen fevkalâde bir yıl geçirdiği. Çoğu Berkshire destekçisi hisseye bakar, ama ben bundan söz etmiyorum. Teknoloji hisseleri bu yılın başlarında hızla yükselirken Berkshire hissesi inişeydi. Mart ayında birden 40.800 dolara düştü. Buffett bu dönem için, "O sırada diğer listedeydik, Açığa Satışçıların En Çok Hayranlık Duyulanlar listesinde," diyor. Hisse sonra 71.000 dolara çıktı, böylece de dip düzeyine göre % 74'lük bir kazanç elde etmişti. (Ocak sonunda hisse 68.000 dolardı.) Geri sıçrama Berkshire'ın o takvim yılında -En Çok Hayranlık Duyulanlar listesinde ilk 10 içinde yer alan yedi şirket dahil çoğunun inişte olduğu bir yılda- % 26,6 tırmanmasını sağladı.

Ne fark eder! Gerçek hikâye hissede değil şirketin içinde sürüyordu. Buffett muazzam bir sermaye tahsisi akınıyla -bu onun en büyük yeteneği olmuştur- en az sekiz şirketin alımını tamamladı veya başlattı. Burada (bazıları halka açık olsa da) hisselerden değil, daha çok şirketlerin bütününden söz ediyoruz.

Devraldığı şirketlerden biri olan Pennsylvania'daki U.S. Liability of Wayne, Berkshire'ın sigorta imparatorluğuna ekleniyor. Diğerleri Berkshire'ın karışık desenine yeni parçalarla katkıda bulunuyor. Bunlar tuğla ve bot (Fort Worth'deki Justin Industries), kaliteli mücevherat (merkezi Seattle'de olan Ben Bridge zinciri) ve halı (Dalton, Georgia'daki Shaw Industries) gibi birbirinden komik biçimde farklı ve eski ekonomiden kalma işler. Alım fiyatı toplam olarak 8 milyar dolardı. Bu, Berkshire'ın 1998'de reasürans şirketi General Re için hisseyle ödediği 22 milyar dolara göre çok küçük bir rakam. Fakat bu sekiz parça için ödenen 8 milyar doların neredeyse hepsi nakitti. Bu nakit olarak çok büyük bir para; örneğin Berkshire'ın birkaç yıl önce yaptığı ve en büyük hisse yatırımı olan American Express'e koyduğu 1,5 milyar doların beş katından fazla. Dahası, bu 8 milyar doların tek kuruşu ödünç alınmadı. Buffett sabırla bu günlere getirdiği nakit karşılıklarının bulunduğu büyük kovalara uzandı ve parayı verdi.

Bütün alımlar tamamlandığında Berkshire çalışanlarının sayısını iki

kattan fazla artırmış ve gelirlerine yaklaşık 13 milyar dolar eklemiş olacak, MidAmerican Energy'den gelen 5 milyar dolar yasal kısıtlar nedeniyle konsolide edilmeyecek olmasına rağmen. Yine de, Berkshire'ın 2000 yılı gelirleri açıklandığında 30 milyar dolara yaklaşacak olsa gerek. Berkshire bu yıl ilk kez *Fortune 500* listesinde ilk 50 şirketin arasında yer alacak. Şirketin kârı 3 milyar dolar aralığında olacak, buna Buffett'ın henüz ismini açıklamadığı bazı hisselerin satışından elde edilen önemli sermaye kazancı da dahil.

Buffett asla *Fortune 500* listesinin üst sıralarına tırmanmaya çalışmadı. 2000 yılına girerken şirket alımları için büyük planlar da yapmadı, "telefona cevap vermek dışında," diyor. Gerçek şu ki, yatırımcılar için değer yaratmak söz konusu olduğunda dünyaya çoğu üst düzey yönetici gibi bakmıyor. Şirketinin hisse fiyatına odaklanmıyor; herhangi bir günde fiyatın ne olduğunu bilmeyebilir. Sinerji aramıyor; sağlıklı kazançlar üreten işletmeleri almaktan ve onları kendi başına bırakmaktan hoşlanıyor. O iki duruma da uyum sağlayabilen bir oyuncu: Her zaman bir işin tümünü veya borsada parçalarını satın almak ister. 2000'de yaptığı da bu oldu, şirketlerin tamamını aldığı bir tür satın alma furçasına daldı.

Peki, aynı zamanda borsaya yeni sermaye koyuyor muydu? Hayır. Aralarında Finova'nınkilerin de bulunduğu (bazı yayınlar son günlerde aldığını yazsa da Consecro'ya girmede) bazı hurda tahviller alıyordu. Ancak 2000'de ve öncesindeki dört yıl boyunca net bir hisse senedi satıcısıydı. Bu geri çekilme, hisse senetlerinin gelecekteki getirilerinin yatırımcıların 1980'lerde ve 90'larda kazandıklarıyla boy ölçüşmeye başlayamayacağına ilişkin herkesçe malum görüşüne uygun. Son birkaç yıldır parça parça aldığı bilinen hisse senetleri arasında McDonald's ve Disney bulunuyor.

Buffett hisse senedi toplayan biri olarak bilinse de aslında uzun süredir çoğu kişinin düşündüğü gibi Berkshire'ın yükselen hisse senetlerini satın alarak değil, bünyesine yeni işler katarak büyümesini tercih ediyor. Evet, bu problemleri de artırabilir -bazı problemler yaşadı- ama o yine de daha çok bu yönde ilerliyor.

Tercihi duygusal, zira Berkshire şirketlerinin yöneticileriyle iş yapmaktan ve gerçek, çalışan bir iş inşa etmekten hoşlanıyor. Tercihi aynı zamanda vergiler nedeniyle ekonomik. (1) Berkshire'ın See's Candies gibi

bir şirketinin vergi sonrası 10 milyon dolar kâr ettiğini ve (2) Coca-Cola'nın aynı anda vergi sonrası 125 milyon dolar kazandığını düşünelim. Bu, Berkshire'in payına -Coke'un % 8'ine sahip olduğunu düşürsek- 10 milyon dolar düşeceği anlamına gelir. See'sin kazandığı 10 milyon doların hepsi Berkshire'ındır. Halbuki Coke'un 10 milyon dolarında tuzak vardır: Berkshire bu parayı eline almak için ya aldığı kâr payı üzerinden ya da Coke hisselerini satarak (asla hisse satmamıştır) elde ettiği sermaye kazançları üzerinden ilave vergi ödemek zorundadır. Eğer Coke'a yeniden sermaye yatırımı yapmak yeterince iyi bir fırsatsa, yani Berkshire'a "ait olan" kârlar artacaksa, Buffett vergi ödemeyi memnuniyetle kabul edecektir. Ama aksi takdirde içeride kazandığı 10 milyon doları istediği gibi tanımlamakta sorun yaşamayacaktır.

Tabii ki her tür nakdi sever ve Berkshire'da çok büyük miktarlarda nakit üreten bir makine kurmuştur. Makinenin motoru şirketin sigorta işidir, bu iş "birikmiş tahsilat" denilen -bir sigorta şirketinin primlerden topladığı ve sonunda tazminat ve alacak taleplerinin ödenmesinde kullanıncaya kadar yatırıma tabi tutabileceği para- muhteşem bir ürün vermektedir. Buffett'ın elindeki fonlarla satın aldığı işler de makinenin parçası haline gelmekte ve yeni yatırımlar için nakit üretmektedir.

Neler aldığına gelince: Buffet nakit kokusu aldığı, yetkin, dürüst ve güvenilir kişilerce yönetilen makûl fiyatlardaki -yatırım bankacılarının yaptığı ihalelerden uzak durmasını sağlayan- şirketleri sever. Bunların azımsanmayacak kazançlar getirmesini ister ama istikrarlı olup olmadıklarına hiç aldırmaz: "Problemsiz bir % 12 yerine, % 15'lik inişli çıkışlı bir sermaye getirisini tercih ederim," der. Önemli değişimlere tabi olmayan, anlayabileceği işleri yapan şirketleri ister. Onu teknoloji yatırımlarından uzak tutan şey teknolojiadaki hızlı değişimdi. Bir teknoloji şirketinin bundan on yıl sonra ne kadar nakit akışı üretebileceğinden emin olamıyor, bu nedenle uzak duruyor.

İyi fiyata iyi şirketler edinmek muhteşem bir başarı olarak algılanır, Buffett da böyle tanınır. Ağızdan ağıza yığınla mobilya perakendecisini istif ettiği söyleniyor - birincisi Omaha'da, sonra Utah'ta, ardından Texas'ta, Massachusetts'te ve sonra Iowa'da. Berkshire bazı satıcılar için bir sığınak; örneğin bir ailenin yönetimindeki özel bir şirkette bazı aile

üyeleri nakit isterken, diğerlerinin işin devam etmesini arzuladığı durumlarda güvenilir bir iniş pisti. Buffett işin devam etmesini isteyenlere bağımsızlık ve saygı vaat ediyor ve ardından -hemen ilgilenilmesi gereken çözümsüz bazı sorunları hariç tutarak- taahhütte bulunuyor. Buffett, "Etrafta koşuşturup, bu insanlara ne yapacaklarını söyleyecek yüksek lisans eğitilmiş kimsemiz yok," diyor. "Tanrı biliyor ki onlara ne söyleyeceğimi ben de bilmiyorum." O, satış için ailevi nedenleri olabilecek veya yalnızca üzücü hisse senedi fiyatlarının soğuk dünyasından, gerçekçi olmayan üç aylık taleplerden veya samimiyetsiz davacılarından kaçmak isteyen halka açık şirketler için de aynı şekilde bir sığınak.

Bunlar herhangi bir yılda makûl olan devralma parametreleri. Fakat 2000 yılı Berkshire'a şirket alımlarında üstünlük sağlayan sıkıştırıcı bir finansal özelliğe sahipti. Hurda tahvil satışları zor ve büyük özkaynak yatırımcıları ürkek olduğundan, şirket alımları için kullanılan para yıl ilerledikçe azaldı. Hatta Buffett'ı ziyaret eden bir New York yatırım bankacısı ona ülkede bir özkaynak pozisyonu için 5 milyar dolar harcayabilecek tek yatırımcının Berkshire olduğunu düşündüğünü söyledi.

Berkshire'ın üstünlüğüne -ve Buffett'ın bundan yararlanmaktaki becerisine- yılın sekizinci şirket alımı olan Johns Manville'in alımından daha iyi bir örnek verilemez. Manville'in 2000'deki profilinde yalıtım ve çatı kaplama ürünlerinden gelen 2 milyar dolarlık gelir, 200 milyon doların üzerinde kâr ve kontrol gücüne sahip bir hissedar -Manville'in iflas ettiği günlerde onun asbest yükümlülüklerini üstlenmek için kurulmuş bir tröst- vardı. 2000 yılının ortalarında bir satın alma grubu, şirketi 2,8 milyar dolara devralmak üzere anlaşma yaptı. Fakat daha sonra Manville'in işi devresel düşüşe geçti ve finansman sorunlarıyla karşılaşan alıcılar 8 Aralık Cuma günü çekildiler. Zor durumda kalanlar arasında Manville'in alıma katılmakla görevlendirilen ve tröstten ayrılmayı iple çeken CEO'su Charles Henry, nam-ı diğer "Jerry" vardı. Buffett ile sağ kolu olarak bilinen Berkshire yönetim kurulu başkan yardımcısı Charles Munger (Los Angeles'ta oturuyor) Manville'deki olayların gelişimini heyecanla ve tetikte izliyordu. Üç gün sonra, pazartesi günü tröstü arayıp Manville için peşin nakit ödemeye 2,2 milyar dolar teklif ettiler. Telefonla yapılan anlaşma 24 saat içinde tamamlandı ve 20 Aralık günü ilan edildi. O gün

öğleden sonra Jerry Henry, Manville'in Denver'deki çalışanlarının karşısına geçip neşe içinde, "Bir Noel Baba var. Fakat Kuzey Kuthunda değil dostlarım. Omaha'da," diyerek anlaşmayı duyurdu.

59 yaşındaki Henry ardından Omaha'da Buffett ile yaklaşık altı saatlik bir toplantı yaptı. Henry toplantıya emekliliği düşünerek ve Buffett ile çalışamayacağına dair herhangi bir ipucu yakalarsa, "Gidiyorum," demeye hazır olarak gittiğini söylüyor. Toplantıdan oldukça iddialı çıkmıştı: "Bu şirketi çalıştırmaya tamamen kararlı bir biçimde çıktım içeriden. Buffett'ın şirketlerine ne olduğunu görmek kolay. Sonunda bu adama hayal kırıklığı yaşatmak istemediğinizi söylüyorsunuz."

Bu makale için Berkshire'ın satın aldığı sekiz şirketin her birinin yöneticisiyle görüştüm. Yeni sahipleri hakkında hiçbir şikâyet duymadım, onu yalnızca övdüler. Bu insanların patronlarından, özellikle de onun yakın dostlarından birine alenî biçimde yakınmalarının mantıklı olmadığı doğrudur. Fakat Berkshire anlaşmasının yapılabilmesi için feragat edilen paralarla ilgili satıcılardan duyduğum öyküler de doğru.

Ben Bridge Jeveller'in 44 yaşındaki dördüncü kuşaktan eş başkanı Ed Bridge birkaç yıl önce, hasta olduğu bir dönemde, ailesinin çok değer verdiği özel şirketini satması gerektiğini düşünmeye başlamıştı. Halka arzı, kaldıraçlı alımı (LBO) veya "stratejik" bir alıcıya, yani ilişkili bir alanda iş yapan birine satmayı düşünmüştü. Fakat daha önce, 1995'te Buffett'a kendi mücevher mağazası işini satan Kansas City'den Barnett Helzberg onu Berkshire'a yönlendirmişti. Bridge, "11 Batı eyaletinde 65 kapı" olarak tanımladığı görece küçük şirketinin Buffett'ın ilgisini çekmeyeceğini düşünüyordu. Yine de geçen yılın başlarında Buffett ile telefonda görüştü ve ona bazı finansal veriler gönderdi. Sonra Buffett'ın hevesli yanıtı geldi. Bridge onun "Siz muhteşemsiniz, muhteşem, muhteşem," dediğini hatırlıyor.

Ardından işler bir anlaşmaya doğru ilerlemeye başladı. Fakat stratejik bir alıcı Bridge'in şirketi satabileceğini duydu ve teklifi yükseltmeye başladı. Bridge, "Sanırım bu alıcıdan Berkshire'dan aldığımızdan % 20 fazlasını alabilirdik," diyor. "Ama eğer o yöne gitseydik işi mahvetmiş olacağımızı da düşünüyorum." Bunun üzerine Bridge ve Buffett mayıs başında anlaşmanın ayrıntıları konusunda (fiyatın kamuoyuna duyurul-

maması dahil) fikir birliğine vardı. El sıkışmadılar, çünkü o ana kadar hiç karşılaşmadılar. Bu Buffett'a gayet uygundu -Bridge'e, "Şirketleri daima telefonda alırım," dedi- fakat Bridge bu adamı bizzat görmeyi gerçekten istiyordu. Bu şansı mayıs sonunda Buffett, Microsoft konferansına giderken durup Bridge'i ziyaret ettiğinde yakaladı.

Buffett o gün saatlerce konuştuğu yöneticiler ve çalışanların ilgisini çekti: Sevdiği bir şeyi yaparken çok canlı. Aynı zamanda Buffet'ın her zamanki hali hakkında bir fikir edindiler: Gözlüklü, Ortabatılı görünümünde, gelişigüzel taranmış kır saçları var, ceket düğmeleri iliklenmemiş, pantolon askısı kullanıyor ve muhtemelen en az bir aydır aynı kravatı takıyor, metaforlarla süslü sade bir konuşma tarzı var. O gün Buffett'ın verdiği bir talimat çoğu şirket için hiç de sıradışı değil: "Yalnızca yapmakta olduğunuz şeyi yapmaya devam edin. Sezon ortalaması .400 olan bir vurucuya vuruş pozisyonunu nasıl değiştirmesi gerektiğini asla söylemeyeceğiz."

Bridge, See's Candies'in mağazalarından birinin önünden arabayla geçerlerken Buffett'ın mağazanın satış rakamlarını ezbere söylediğini de hatırlıyor. Bridge bu hafıza becerisi karşısında şaşırırken Buffett, "Rakamları seviyorum," demiş. Bu Bridge'i bir an durup düşünmeye, Berkshire'ı soruşturduğu dönemde bir Berkshire iştirakinin başkanının yaptığı uyarıyı dikkate almaya sevk etmiş: "Görmesini istemediğiniz hiçbir rakamı ona göstermeyin, çünkü daima hatırlayacaktır."

Buffett'ın alım furyası doğal olarak bir soruyu akla getiriyor: Daha önce devraldığı şirketler nasıl performans gösterdi? Genel olarak çok başarılı oldular, ama hepsi tartışmasız galipler olmadı. 1998'de 22 milyar dolara aldığı General Re zor reasürans piyasasında düşe kalka ilerledi ve kendi fiyatlandırma hatalarından canı yandı. İşlerini yoluna koymaya çalışıyor ve 2000'de sonuçlarını düzeltti, fakat bazı sigorta analistleri Buffet'ın bu alımının akıllıca olmadığını öne sürdü. Hisse senediyle yapılması gereken her anlaşma bunda olduğu gibi canını sıkıyor, çünkü Berkshire'ın elindeki hisse senetlerinden vazgeçmekten hiç hoşlanmaz. Fakat Gen Re'nin değerli bir Berkshire varlığına dönüşeceğinden emin olduğunu söylüyor.

Buffett'ın sigortacılıkla ilgili olmayan şirketlerinde -diğer bir deyişle,

imalatçılar, perakendeciler ve hizmet şirketlerinde- kâr marjları, özellikle de bunların büyük ölçüde sıradan işler olduğu düşünüldüğünde, genellikle iyi görünüyor. 1999'da şirketler 5,7 milyar dolarlık gelirleri üzerinden vergi öncesi 700 milyon dolar kâr elde etti. Vergi sonrası marjları % 7,7 civarındaydı, ki bu *Fortune* 500'ün % 5'lik medyanının oldukça üzerindeydi.

Dahası, çoğu Berkshire iştirakinin yöneticileri, onları sermaye kullarımlarını minimumda tutmaya -ve fazla parayı Omaha'daki genel merkeze göndermeye- teşvik eden ücret sözleşmeleriyle çalışırlar. (Buffett, "İşte bu yüzden cumartesi günü postayı bizzat açmak için daima ofise gelirim," diyor.) Bu arada paralar genel merkeze ulaştığında Buffett'a ödeme yapmakta kullanılmaz: Buffett'ın Berkshire'deki maaşı yılda 100.000 dolardır ve artışa tabi değildir. Öte yandan, kısa bir süre önce açıklanan rakamlara göre Berkshire hisselerinin yaklaşık 32 milyar dolar değerindeki % 31'lik kısmı kendisine aittir, bu nedenle onun için üzülmeyeceğiz.

İmalat şirketleri içinde Buffett'a en büyük hayal kırıklığını 1990'ların başında yaklaşık 440 milyon dolarlık hisse senedi karşılığında satın aldığı bir Maine şirketi olan Dexter Shoe yaşattı. Şiddetli bir dış rekabetle karşı karşıya kalan Dexter ABD'deki fabrikalarını bırakmamak için çok çaba sarf etti ve bütün bu çabaları karşılığında aldığı şey kârlarının hızla azalması ve ardından gelen zararlar oldu. Bu tür açıklamaları yapmakta pek deneyimli olmayan Buffett yıllık raporunda Dexter için açıkça fazla para ödediğini ve ödemeyi hisse senetleriyle yaparak hatasını iyice büyüttüğünü söyleyecekti. Dexter'in yönetiminin yanlış yaptığını düşünmediğini de ekleyecekti.

Fakat zaman zaman yönetimin açıkça sorun olduğu ve insanları işten kovmak zorunda kaldığı başka durumlarla da karşı karşıya geldi. Sorunların bazıları ailelerden satın aldığı şirketlerde doğmuştu. Bu şirketlerde başlangıçta sorumlu mevkilerde olan daha yaşlı, fazlasıyla yetenekli yöneticilerin aynı yeteneklere sahip çocukları yoktu (büyüklerin muhtemelen bu nedenle satmaya karar verdiğini düşünüyor). Buffett böyle bir sorunla Berkshire'ın 1986'da aldığı, 60'lı yaşlarının ortalarındaki iki kardeş tarafından yönetilen Cincinnati'de kurulu üniforma imalatçısı Fechtheimer'de karşılaştı. O tarihte kardeşlerden biri emekliye ayrıldı ve CEO

olan diğeri hastalandı. İşin başına CEO'nun oğlu geçti, fakat işi beceremediğinden yönetimden alındı. Yıllarca bir CEO üzerinde anlaşılamadı. Sonunda 1999'da Buffett nadiren yaptığı bir çapraz polenleme girişimiyle sigorta şirketlerinden birinin yöneticisi olan Brad Kinstler'i Fechheimer'in başına getirdi. Buffett içi rahat bir şekilde, "Kendisi olağanüstü biri," diyor. "Bu tür şeyleri daha sık denememiz gerekebilir."

70'indeki Buffett'ın değer üreten makinesini onarıırken veya Berkshire ile ilgili herhangi bir şey yaparken ortaya koyduğu enerji yaşıyla çelişiyor. Buna rağmen yaşı çoğunlukla şirket hissedarlarının içini kemiriyor. Berkshire'ın boyutu dikkate alınırsa kaygıları mantıklı. Birincisi, Buffett etrafta olmasa da Berkshire değerli olmaya devam edecek halis bir varlık koleksiyonu. İkincisi, bu aktiflerden gelen nakit akışıyla yatırımlar yapmak onun yeteneği ve bu muhtemelen yeri doldurulamayacak bir marifet.

Buffett geçen yaz bağırsaklarından birkaç polip (hepsi iyi huylu) aldirmek için operasyon geçirdiğinde yaş konusu özel bir ilgi gördü. Hızla iyileşti, yeniden sabahları koşu bandında koşmaya, hamburger ve bol bol tuzladığı kızarmış patatesleri büyük bir zevkle yemeye, yanında Cherry Coke içmeye başladı.

Buna rağmen, geçirdiği operasyon kendisinden sonra yönetime kimin geleceğine ilişkin daha önce söylediklerini yıllık raporunda yeniden gözden geçirmesine neden oldu. Bir gün ölürse Assumption, Ill.'deki bir tarım cihazları şirketinin yönetim kurulu başkanı olan ve aynı zamanda çiftçilik yapan 46 yaşındaki oğlu Howard. Berkshire'ın icra yetkisi olmayan başkanı olacaktı. Şu anda kendisinin yaptığı geniş kapsamlı işler iki kişi arasında paylaşılacaktı. Muhtemelen şirketin portföyünü Berkshire'ın GEICO iştirakinin yatırımlarını yöneten 64 yaşındaki Louis Simpson üstlenecekti. Berkshire'ın üretim faaliyetinde bulunan iştiraklerini denetleme işi Buffett'ın seçtiği ama kamuoyuna açıklamadığı içeriden biri tarafından yürütülecekti. *Wall Street Journal* ekim ayında yayınladığı bir makalede Berkshire'ın iştiraklerindeki üç üst düzey yöneticinin liderliği üstleneceğine dair spekülasyon yaptı: Bunlar Buffett ile birlikte büyük ve gizli sigorta işleri tasarlayıp hayata geçiren 49 yaşındaki Ajit Jain, GEICO'nun 57 yaşındaki başkanı Tony Nicely ve Executive Jet'in 56 yaşındaki CEO'su Richard Santulli'ydi.

Buffett için de işi kendisinden iyi yapabileceğini söylüyor, “ama bunu etrafa yayma,” diye de ekliyor. Zaten bir çözümü var: “Hisseyi bölmeyi boş ver, yalnızca yaşımı böleceğiz.”

Buffett (ve doktoru) sağlığının iyi olduğunu düşündüğünden kendisinden sonra işin başına kimin geçeceğini ciddi biçimde tartışmak zor ve o işini sonsuza dek sürdürmeyi planlıyor. İşini seviyor, işine aşık! Tabii ki Jack Welch de... Fakat GE’nin emeklilik kuralları olmasına rağmen Berkshire’da böyle bir kural yok. 65 yaşındaki Welch kısa süre önce *Financial Times*’a, “Yaşlı, salyaları akan bir başkanı koltuğunda otururken görmekten daha kötü bir şey olamaz,” şeklinde yaşla ilgili bir yorum yapmıştı. Bunun üzerine Buffett şaka yollu bir hatırlatma mesajı gönderdi Welch’e. Onun cümlesini aynen tekrarlayıp alalecele yazılmış bir not eşliğinde Welch’e faksladı: “Jack, Berkshire’de bu tür konuşmaları hoş karşılamıyoruz. Hissedarlar daha da kötüsünün olabileceğini anlasınlar diye Charlie’yi sahnede tutuyorum.” Charlie, Berkshire’ın yıllık toplantısında onunla sahneyi paylaşan 77 yaşındaki başkan yardımcısı Munger olmalıydı.

77 yaşındaki birine, 70 yaşındaki dostunun zihinsel becerilerinin hâlâ mükemmel olduğunu düşünüp düşünmediğini sormak tuhaf görünebilir, ama kendisini tanıyan herkesin basiretli biri olarak tanıdığı, yukarıda adı geçen Charlie’ye kısa süre önce bu soruyu sorduk. Buffett’ın zihinsel güçlerinde veya kalıpların dışında düşünme yeteneğinde bir azalma görüyor muydu? Munger önce beklendiği gibi tamamen tipik tek heceli bir yanıt verdi: “Yoo.” Ayrıntıya girme isteğiyle, yalnızca bugünkü Buffett’ın dün ve daha önceki günlerin hepsinden “biraz daha iyi” olabileceğini söyledi. “Çünkü şimdi daha fazla şey biliyor,” dedi. “Yaşlanıp her şeyin oldukça hızlı gerçekleşebileceğini öğrenen yeterince insan izledim. Bazı insanlar saatte 140 km hızla ilerler ve sonra hızla inişe geçerler, tıpkı meyvalarını ardı ardına dalından düşüren portakal ağacı gibi. Bunu dışarıdan kestiremezsiniz. Ama Warren’ın zihinsel güçlerinde en küçük bir azalma dahi görmüyorum.” Munger Berkshire’ın itibarından kaynaklanan bir üstünlük oluşturduğunu ekliyor. “Bu kestirmeden gitmenizi sağlıyor,” diyor. “Johns Manville’i satın alma anlaşmasını esasen yöneticileriyle hiç toplantı yapmadan imzaladık.”

Onu tanıyanlar Buffett’ın sürekli yeni fikirler ortaya attığını da dü-

şünüyor. Kendisini See'sin yeni lolipop kokularını seçmesine yardımcı olmaya adanmasını saymazsanız bu yeni fikirlerin ürün yenilikleriyle pek ilgisi yok. Fakat Berkshire hissedarlarıyla her seferinde yenilikçi bir biçimde ilgilendiği kesin: Onlara Berkshire'ın faaliyet ilkelerini açıklayan bir "kullanıcı el kitabı" vermiş, Berkshire'ın hayır kurumları ve sivil toplum kuruluşlarına yapacağı bağışların nereye gideceğini kişisel olarak belirlemelerine (her birinin sahip olduğu hisse sayısına bağlı olarak) müsaade etmiş, hatta hissedarlara Buffett ve Munger'a işle ilgili istedikleri soruları sormaları için beş saat süre tanıyan bir yıllık toplantı bile düzenlemiştir.

Omaha'daki yıllık hissedar toplantısı elbette benzersizdir. Bu yıl çoğu yurtdışından gelen 10.000 civarında hissedar etkinliklerle dolu tüm bir hafta sonunu birlikte geçirmek üzere toplandı: Etkinlikler arasında Buffett'ın ilk atışı yaptığı bir beyzbol maçı, Berkshire'ın Omaha'daki mücevher mağazası Borsheim'sda çılgın alışveriş (Buffett, "Umarım," diyor) ve toplantının amacı bu olduğundan, Buffett ve Munger'ın öğretmenlik yaptığı saatler vardı.

Özetle, Berkshire öncelikle ve her şeyden çok hissedarlarını düşünen bir şirket, ancak Buffett ile takipçilerinden bazılarının aynı fikri paylaşmadığı bir nokta elbette olabilir. Buffett dışında hisselerine düşük değer biçildiğini düşünmeyen tek bir CEO tanımadım. Halbuki Buffett'ın hisselerinin aşırı fiyatlı olduğunu düşündüğü dönemler -biri 1998'de, Berkshire 80.000 doların üzerine çıktığında- olmuştur. Buna üzülmüştür, çünkü Berkshire hissedarlarının hakkaniyet alanı olarak gördüğü seviyeye uygun olmayan fiyatlardan alım ya da satım yaptığını düşünmekten hoşlanmaz. Kısa süre önce, "Beni Berkshire'ın çok fazla düşmesinden ziyade çok fazla yükselmesinin rahatsız ettiğini söylemeliyim," dedi. Acaba bu aykırılık onun En Çok Hayranlık Duyulan Şirketler listesinde ilk 10 arasından çıkmasına neden olacak mı?

Berkshire hissedarları için muhtemelen en önemli yeni fikirler şirketin merkezini oluşturan sigorta şirketi National Indemnity'den gelenlerdir. Bu sigorta şirketi yıllardır, prim tatmin edici olduğu takdirde, neredeyse her büyüklükte her riski kapsayan poliçeler düzenlemeye (ancak şirket riskini daima dengelemiştir) istekli olmuş ve bu sayede

dünya çapında itibar kazanmıştır. Bu poliçelerdeki ihtimalleri biçimlendirmek Buffett ve Ajit Jain'in -her ikisi de oyuna son derece uygundur- ortak projesidir ve ikili zaman zaman Berkshire'yı tuhaf alanlara sokar. Bu alanları anlatmak sayfalar gerektirir, ama bir örnek verebiliriz: Geçen yıl Grab.com'u 1 milyar dolarlık bir ödül (şirketin cari değeri 170 milyon dolardır) vermek zorunda kalmaktan koruyan bir poliçe düzenlediler. Bu Grab.com'un pazarlamacılara yararlı olacak bilgileri toplamak için milyonların ilgisini kendi internet sitesine çekebilmek amacıyla kullandığı bir tuzaktı. Siteyi ziyaret edenler oyunu oynamak için bir ile 77 arasından yedi rakam seçiyordu, bültenler herhangi birinin doğru yedi rakamı seçme ihtimalinin korkunç olduğu uyarısını yapıyordu. Bunu hiç kimse Buffett ve Jain'den daha iyi bilmiyordu ve aslında ödülü hiç kimse kazanamadı. Ama birilerinin kazanabileceği açıktı, bu durumda Berkshire'ın kazançlarında muazzam bir delik açılacaktı. Buffett, "Bu parayı ödemek zorunda kalsaydık parti verecektim," diyor. "Ama daima bunun gibi ihtiyatlı riskler alırsınız. Başka hiç kimse yapmak istemediğinde yaptığımız şey budur."

Ofisi Connecticut'ta bulunan Jain, Buffett'in değiştiğini fiilen gören biri. Doksanların başında ikisi Omaha saatiyle her akşam 9 sularında günün sigorta olayları hakkında konuşturlarmış. Sonra Buffett internette briç oynamaya başlamış ve artık saat dokuzda briç başındaymış. Jain bu değişimin sorun olmadığını söylüyor: "Artık briç öncesinde veya sonrasında konuşuyoruz."

Buffett ile hem ortak hem rakip olarak sık sık briç oynayan biriyim ve onun briçteki tarzının iş ve yatırım yapma tarzına bazı açılardan benzediğini (bazı briç ortaklarına karşı yöneticilerinden çok daha sert davranmasına rağmen) düşünmeye başladım. Briçte çoğu oyuncunun standart kabul ettiği modern konuşma (deklarasyon) kurallarından bazılarını kullanmaz. Oyundaki tüm ihtimalleri bilir ve bunları aklında tutarak konuşur. Oyun sırasında analitik ve odaklıdır ve giderek daha iyi oynamaktadır, ancak briççilerin uzman dediği kişilerden değildir. Aptalca bir hata yaptığında genellikle kendisine fazlasıyla yüklenir. Geçenlerde bir oyun sonrasında, "Bunu yaptığımı inanamıyorum," dedi. "Bu inanılmazdı." Kendisini suçlayan bu ifade bana işinde yaptığı hatalarla ilgili olarak es-

kiden söylediği bir Şeyi hatırlattı: “Başka hiç kimsenin bilmemesi önemli değil. Ben biliyorum.”

Sicili bu hataların çok fazla olamayacağını gösteriyor. Sağlıklı olma-ya devam ettiği düşünüldüğünde, Buffett muhtemelen sicilini daha da parlatmayı sürdürecek. Şu anda Berkshire ile ilgili ilginç bir olgu, hisse yatırımı yaptığı  büyük Şirketin -Coke, American Express ve Gillette- de başında yeni CEO’ların olması (Coke’da Douglas Daft, American Express’te Kenneth Chenault ve kısa süre önce Gillette’in işe aldığı st düzey Nabisco yöneticisi James Kilts). Buffett izleyecek yeni Şeyler sunacağı için bu durumdan oldukça memnun görünüyor: “Sahip olduğumuz bütün bu Şahane Şirketleri izlemem gerek!”

Hâlâ nakit parası da var. “Burası bana Fantasia’da Mickey Mouse’ın Büyücü ırağı olduğu yeri hatırlatıyor,” diyor. “Onun sorunu su taŐkınlarıydı. Bizimkisi nakit.” Topladıkları asla Buffet’in cebinde delik açacak kadar pahalı değil, güçlü yönlerinden biri sabrı. Şimdi seri alım yapıyor, ancak -Berkshire’den yaptıracağınız bir sigorta poliesiyle kendinizi güvence altına almaksızın- yine isabetli bir vuruş yapmayacağına dair bahse girmek istemezsiniz.

Fortune mektuplar sütunundan bir mektup

26 Mart 2001

“Değer Makinesi” harika bir makale, fakat temas ettiğiniz bir konuyu tartışmak isterim: “Buffett sinerji aramıyor.” Sinerji arasın ya da aramasın elde etme konusunda olağanüstü bir geçmişi var. Berkshire şemsiyesi altında özkaynak kârlılığı elde etmek her zaman muhteşem olmuştur. See’s Candy, *Buffalo News*, Scott Fetzer vb.’yi düşünün. Bir şirketin özkaynak kârlılığını ikiye katlayın, elinize şirketin gerçek değerinin iki katından fazlası geçer.

Sinerji kaydı ilginç olmasına rağmen, bu kaydın kaynağı da önemlidir. Buffett dışında komuta ve kontrol modeline uymayan başka hiçbir holding yöneticisi tanımıyorum. Bu açıdan yeni bir yönetim modeli yaratmıştır.

Buffett tarihteki en başarılı yöneticilerden biridir. 1960’lardaki tüm holdinglerin en başarılısını yaratmış, 1970’lerde enflasyona karşı girilen tüm hedge işlemlerinin en başarılısını yapmıştır ve tüm zamanların en büyük kategori katilini* yaratmak üzeredir (bir kategori katilleri koleksiyonu). Yönetici olarak hakkı teslim edilmelidir.

CHARLES WALLMAN

Washington Island, Wisconsin

* Kategori katili: Pazarlama ve stratejik planlamada, sektördeki rakiplerin kâr edebilecek şekilde faaliyet göstermesini neredeyse imkânsız kılan bir ürün, hizmet, marka veya şirketi tanımlamak için kullanılan ifade. (Çn.)

Warren Buffett'tan borsaya dair

10 Aralık 2001

Carol Loomis'in makaleye dönüştürdüğü bir Buffett konuşması

Buffett'in Allen & Co.'nun 1999'da Sun Valley, Idaho'da iş dünyası liderleri için düzenlediği özel toplantıda yaptığı konuşma (bkz. sayfa 256) öyle büyük bir hayranlık uyandırdı ki şirketin başkanı Herbert Allen iki yıl sonra Buffett'tan bir konuşma daha yapmasını rica etti. Konuşmasını (Temmuz 2001'de yaptığı) bir Fortune makalesine dönüştürmek için yine Buffett ile birlikte çalıştım. İlk sayfaya bir soruyla başladık: "Peki, şimdi -borsadan yansıyan iç karartıcı kâr görüntüsü, alışılmamış bir savaş ve tedirgin tüketici güveni karşısında- nerede duruyoruz?"

Buffett'in yaratıcı düşünme tarzının örneği olan bu konuşma, bakında derin düşüncelere sahip olduğu çeşitli konulara evriliyor: ABD ekonomisinin direnci; yatırımcıların emeklilik fonlarını fazlasıyla işin içine katarak, dikiz aynasına itibar etmemekteki yeteneksizliği; alım zamanını kestirmekte fiyatın önemi.

Aslına bakarsanız, birinci konuşması ile ikincisi arasında geçen iki yıl içinde, İnternet Balonu sönerken Dow Sanayi Ortalaması 11.194'ten 9.500'e düşmüştü. Yalnızca fiyat temelinde Buffett'ın uzun vadeli hisse senedi getirilerine yönelik beklentisi bu nedenle iyileşmişti.

Fakat çok fazla değil. Makaledeki, bir Buffett ölçüsüne dayanan grafiklerden biri, fiyatların GSYİH'ya göre hâlâ tarihsel olarak yüksek olduğunu gösteriyordu. Grafik ün kazandı: İzleyen yıllarda sık sık Fortune'un bu grafiği güncellemesini isteyen telefonlar ve e-postalar alacaktım. Ve sonunda yaptık, 2009 başında (bkz. sayfa 417) hisse senetleri asla dibe vurmayacakmış gibi görüldüğü bir anda grafiğin yeni bir versiyonunu yayınladık. — CL.

Bu konuyu geçen sefer, 1999'da ele aldığımda geçen 34 yılı “zayıf yıllar” ile “şişman yılların” şaşırtıcı ölçüde simetrik olduğu 17 yıllık iki döneme ayırmıştım. İşte birinci dönem. Gördüğünüz gibi 17 yıl boyunca Dow tam olarak yüzde birin onda birini kazandı.

DOW JONES SANAYİ ORTALAMASI

31 Aralık 1964: 874,12

31 Aralık 1981: 875,00

Ve işte bu da, düşüncelerimi ortaya koyduğum sırada sona ermek üzere olan (ama bunu bilmiyordum) inanılmaz bir boğa piyasasının damga vurduğu ikincisi.

DOW SANAYİ

31 Aralık 1981: 875,00

31 Aralık 1998: 9181,43

Şimdi piyasalardaki bu çarpıcı farklılığı, örneğin gayri safi yurtiçi hasıladaki büyümeyle açıklayamazsınız. İlk dönemde -piyasa için kasvetli olan- GSYİH ikinci döneme göre fiilen iki kattan daha hızlı büyüdü.

GAYRI SAFİ YURTİÇİ HASILADAKİ KAZANÇ

1964-1981: % 373

1981-1998: % 177

Peki, bunun açıklaması nedir? Piyasadaki çelişkili hareketlere iki önemli ekonomik değişkendeki olağandışı değişimlerin -ve bunun sonucunda devreye giren ilişkili bir psikolojik gücün- neden olduğu sonucuna vardım.

Burada size basit ama çoğunlukla unutulmuş “yatırım yapma” işinin tanımını hatırlatmam gerekiyor. Yatırım yapmak, yarın daha fazlasını almak için bugün para yatırmak demektir.

Bu bizi iki dönemde de hisse senedi fiyatlarını etkilemiş olan ekonomik değişkenlerden birincisine götürür: Faiz oranları. Ekonomilerde

faiz oranları yerçekiminin fiziki dünyada davrandığı gibi hareket eder. Her zaman tüm piyasalarda, dünyanın her yerinde faiz oranlarındaki en küçük bir değişim her finansal varlığın değerini değiştirir. Bunu tahvil-lerin dalgalanan fiyatlarında açıkça görürsünüz. Fakat kural aynı zaman-da tarım arazilerinde, petrol rezervlerinde, hisse senetlerinde, diğer tüm finansal varlıklarda da geçerlidir ve bunun değerler üzerindeki etkileri muazzam olabilir. Örneğin, faiz oranı % 13 ise, bir yatırımdan gelecekte alacağınız bir doların bugünkü değeri, doların faiz oranı % 4 olduğu tak-dirdirde sahip olacağı bugünkü değer kadar yüksek olmayacaktır.

İşte 34 yıllık dönemdeki önemli tarihlerde faiz oranlarının durumu. Faiz oranları bu dönemin ilk yarısında çarpıcı biçimde yükseldi -bu yatırımcılar için kötüydü- ve ikinci yarıda çarpıcı biçimde düştü, yatırımcılar için bir nimet.

FAİZ ORANLARI, UZUN VADELİ DEVLET TAHVİLLERİ

31 Aralık 1964: % 4,20

31 Aralık 1981: % 13,65

31 Aralık 1998: % 5,09

Buradaki diğer kritik değişken yatırımcıların yatırım yaptıkları şirket-lerden kaç dolar almayı bekledikleridir. İlk dönemde beklentiler ciddi ölçüde düştü, zira şirket kârları iyi görünmüyordu. 1980'lerin başına ge-lindiğinde, Fed Başkanı Paul Volcker'ın ekonomik balyozu aslında şirket kârlılığını insanların 1930'lardan beri görmediği bir düzeye getirmişti.

Sonuç yatırımcıların Amerikan ekonomisine duydukları güveni kay-betmesidir: İki olumsuzlukla uğraşılacağını düşündükleri bir geleceğe bakıyorlardı. Birincisi, şirket kârları açısından yolda pek de iyi şeyler olmadığını gördüler. İkincisi, cari faiz oranlarının çok yüksek olması, bu zayıf kârları daha da düşürmelerine yol açtı. Birlikte işleyen bu iki faktör 1964 ile 1981 arasında, GSYİH'da muazzam iyileşmeler görülmesine rağ-men, borsada durgunluğa yol açtı. Ülkedeki işler, yatırımcıların o işlere biçtikleri değer düşerken, büyüme kaydetti!

Ardından bu faktörlerin tersine dönmesi GSYİH kazançları çok daha düşükken borsada beklenmedik kazançların olduğu bir dönem yarattı.

Birincisi, kârlılık oranında büyük bir artış oldu. İkincisi, faiz oranlarındaki muazzam düşüş gelecekteki bir dolarlık kârı çok daha değerli hale getirdi. Her iki olgu da gerçektir ve büyük bir boğa piyasası için güçlü teşviklerdir. Üstelik zaman içinde daha önce söz ettiğim psikolojik faktör denkleme eklenmişti: Spekülatif işlemler, insanların görmüş olduğu piyasa hareketi nedeniyle patlama yaptı. Bu tehlikeli ve sık tekrarlayan hastalığın patolojisine daha sonra bakacağız.

İki yıl önce olumlu temel trendlerin normal seyirlerini büyük ölçüde izlediğini düşünüyordum. Borsanın o tarihte bulunduğu noktadan çarpıcı biçimde yükselmesi uzun vadeli faiz oranlarının çok daha fazla düşmesini (ki bu daima mümkündür) veya şirket kârlılığında önemli bir iyileşme olmasını gerektiriyordu (o tarihte böyle bir durum çok mümkün görünmüyordu). Gayri safi yurtiçi hasılanın bir yüzdesi olarak 50 yıllık vergi sonrası kârların grafiğine bakarsanız oranın normal olarak % 4 ile -örneğin, kötü bir yıl olan 1981'de bu civardaydı- % 6,5 arasında olduğunu görürsünüz. Oranın % 6,5'in üzerine çıkması nadir bir durumdur. Kârların çok iyi olduğu 1999 ve 2000 yıllarında oran % 6'nın altındaydı ve bu yıl pekâlâ % 5'in altına düşebilir.

Böylece birbirinde çok farklı iki 17 yıllık dönemle ilgili açıklamamı duymuş oldunuz. Soru şudur: Borsanın geçmişindeki bu dönemler geleceği hakkında neler söylemektedir?

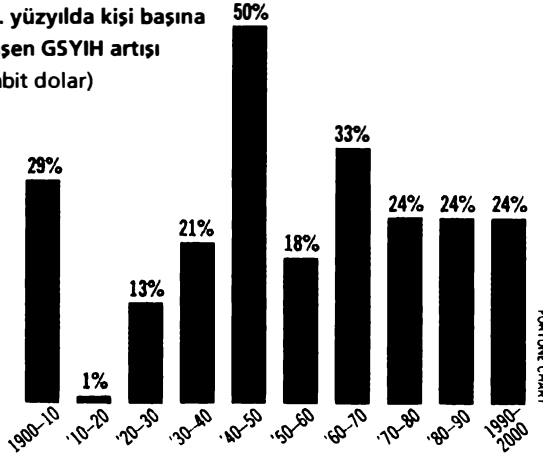
Bir yanıt önermeden önce yeniden 20. yüzyıla bakmak isterim. Bildiğiniz gibi bu gerçekten de Amerikan yüzyılıydı. Otomobil, uçak, radyo, TV ve bilgisayarların gelişini görmüştük. İnanılmaz bir dönemdi. Dahası, ABD üretimindeki kişi başına büyüme reel dolar cinsinden (yani, enflasyonun etkisi hariç) heyecan verici bir oran olan % 702 idi.

Tabii ki bu yüzyıl içinde çok zor yıllar da yaşandı, 1929 ile 1933 arasındaki Bunalım yılları gibi. Fakat kişi başına düşen GSYİH'ya on yıllara göre bakıldığında (aşağıdaki grafikte gösteriliyor) çarpıcı bir şey görülüyor: Bir ülke olarak yüzyıl boyunca görece tutarlı bir ilerleme kaydettik. Dolayısıyla ABD'nin ekonomik değerinin -en azından menkul kıymet piyasalarında ölçüldüğü şekliyle- de aynı şekilde makûl bir hızla büyümüş olacağını düşünebilirsiniz.

ABD'nin büyümesi hiç durmadı

Kişi başına düşen GSYİH kazançları 20. yüzyılın ilk yıllarında emekliyordu. Fakat ABD'yi bir hisse senedi olarak düşünürseniz, genel olarak müthiş güçlüydü.

20. yüzyılda kişi başına düşen GSYİH artışı (sabit dolar)



Ancak böyle olmadı. 1964-98 dönemine ilişkin önceki incelememizden bu dönemdeki paralelliğin bütünüyle hoşlandığını biliyoruz. Fakat yüzyılın bütünü de buna parmak basıyor. Örneğin, başlangıcında, 1900 ile 1920 arasında ülke kesintilerle ilerliyor, elektrik, otomobil ve telefon kullanımını patlama yaparcasına yaygınlaştırıyordu. Yine de borsa çok az hareket ederek % 0,4'lük bir artış kaydetmişti. Bu yaklaşık olarak 1964 ile 1981 arasında hisse senedi bulmanın zor olduğu yılları andırıyordu.

DOW SANAYİ

31 Aralık 1899: 66,08

31 Aralık 1920: 71,95

Bir sonraki dönemde, Dow Eylül 1929'da % 430 sıçrayarak 381'e çıktığında 1920'lerin borsa yükselişini yaşadık. Ardından 19 yıl daha gittik -19 yıl- ve Dow başladığı düzeyin yarısına inip 177 oldu. Bu 1940'larda kişi başına düşen GSYİH (% 50) 20. yüzyıldaki herhangi bir 10 yıllık sürenin en yüksek kazancını gösterdiği halde gerçekleşti. Bunun ardından hisse senetlerinin nihayet yükselişe geçtiği bir 17 yıllık dönem geldi, yine muhteşem bir biçimde bire beş verdiler. Ve ardından başlangıçta

tartıştığımız iki dönem: 1981'e kadar durgunluk ve bu şaşırtıcı yüzyılın sonundaki gürleyen yükseliş.

Yüzyılı başka şekilde dönemlere ayırırsak, yaklaşık 44 yılı kapsayan üç muazzam, uzun süreli boğa piyasası yaşadık. Bu sırada Dow 11.000 puanın üzerinde kazanç sağladı ve yaklaşık 56 yılı kapsayan üç durgunluk dönemi geçirdik. Bu 56 yıl sırasında ülke önemli ekonomik ilerlemeler kaydettiği halde Dow fiilen 292 puan kaybetti.

Bu nasıl olabildi? İnsanların para kazanmaya odaklandığı büyüyen bir ülkede toplumda -kâr paylarını bir yana bırakarak- size para kaybettirecek üç uzun ve acı veren durgunluk dönemi nasıl yaşanabildi? Yanıt, yatırımcıların tekrar tekrar yaptığı bir hatada yatıyor. Yukarıda söz ettiğim psikolojik güç: Alışkanlık gereği insanlar yönlerini dikiz aynasına bakarak ve çoğunlukla hemen arkalarındaki görüntüye dayanarak belirler.

Yüzyılın birinci kısmı bu miyopluğun canlı bir örneğini sunuyor. Yüzyılın ilk 20 yılında hisse senetleri normal olarak birinci sınıf tahvillerden daha fazla gelir getirdi. Bu ilişki şu anda çekici görünmesine rağmen, o tarihte neredeyse varsayımsaldı. Hisse senetlerinin daha riskli olduğu biliniyordu; peki, bir prim ödenmedikçe bunları satın almanın sebebi neydi?

Ardından ortaya Edgar Lawrence Smith isimli bir adamın 1924'te yazdığı bir kitap çıktı; ince ve başlangıçta pek bilinmeyen bir kitaptı, ama piyasaları daha önce asla olmadığı kadar hareketlendirecekti. *Common Stocks as Long Term Investments* (Uzun Vadeli Yatırım olarak Hisse Senetleri) başlıklı kitap Smith'in 1922'de sona eren 56 yıl boyunca menkul kıymet fiyat hareketleri konusunda yaptığı bir araştırmaya yer veriyordu. Smith araştırmasına bir varsayımla başlamıştı: Hisse senetleri enflasyon dönemlerinde daha iyi getiri sağlarken, tahviller deflasyon dönemlerinde daha iyi getiri verecektir. Bu kesinlikle mantıklı bir varsayımdı.

Fakat kitabındaki ilk kelimelere bakın: "Bu araştırmalar bir başarısızlığın kaydıdır, gerçeklerin yerleşik bir teoriyi doğrulamadaki başarısızlığı. Smith şöyle devam ediyor: "Ancak bir araya gelen gerçeklerin yeni incelemelere değdiği anlaşılıyordu. Kanıtlamalarını umduğumuz şeyi kanıtlamadıkları ortaya çıktığı takdirde onları serbest bırakmak ve ulaşabilecekleri sonuca kadar izlemek cazip görünüyordu."

Karşımızda dünyada yapılması en zor şeylerden birini yapan akıllı bir

adam vardı. Charles Darwin ne zaman değer verdiği bir sonuçla çelişen bir şeyle karşılaşsa kendisini 30 dakika içinde yeni bir bulguyu yazmak zorunda hissettiğini söylerdi. Aksi takdirde zihni vücudun nakledilen organları reddetmesine çok benzer biçimde uyumsuz bilgiyi reddediyordu. İnsanın doğal eğilimi, özellikle yeni deneyimleriyle destekleniyorsa, inançlarına bağlı kalmaktır; karakterimizin uzun süreli boğa piyasaları ve uzun dönemli durgunluklarda olanlarla ilgili bir kusuru.

Edgar Lawrence Smith'in keşfettiklerini anlatmak için efsanevi bir düşünürden alıntı yapacağım, 1925'te kitabı inceleyip dünyaya tanıtan John Maynard Keynes'ten. Keynes yazdığı kritikte, "Muhtemelen Bay Smith'in en önemli iddiası... ve kesinlikle en alışılmamış iddiası, iyi yönetilen sanayi şirketlerinin bir kural olarak kazandıkları kârların hepsini hissedarlarına dağıtmamaları," diyor. "Her yıl olmasa da, iyi giden yıllarda kârlarının bir kısmını muhafaza eder ve yeniden işlerine yatırır. Dolayısıyla sağlam bir sanayi yatırımı lehine işleyen *bir bileşik faiz unsuru vardır* (italikler Keynes'e ait)."

Mesele bu kadar basitti. Bu yeni bir haber bile değildi. İnsanlar şirketlerin kazançlarının % 100'ünü ödemediklerini kesinlikle biliyordu. Fakat yatırımcılar konunun içerimlerini etraflıca düşünmemişlerdi. Ancak burada Smith adındaki adam, "Hisse senetleri niçin genel olarak tahvillerden daha üstün performans gösterir? Bunun önemli nedenlerinden biri işletmelerin kazançlarını muhafaza etmesi, bunları daha fazla kazanç -ve kâr payı da- elde etmekte kullanmasıdır," diyordu.

Bu bulgu benzeri görülmemiş bir boğa piyasasını ateşledi. Smith'in görüşleriyle coşan yatırımcılar çifte dip beklentisiyle hisse senetlerine üşüştü: Tahvillerden daha yüksek başlangıç kazancı ve mahmuzlanacak büyüme. Bu yeni anlayış, Amerikan halkı için ateşin bulunması gibiydi.

Fakat çok geçmeden yanan aynı halk oldu. Hisse senetleri önce getirilerini tahvillerin altına iten ve sonunda kazancı çok daha aşağı indiren fiyatlara çekilmişti. Bunun ardından olanlar korkutucu biçimde tanıdık geldiğinden okuyucunun dikkatini çekecektir: Hisse senetlerine akın eden insanların temel güdüsü yalnızca hisse fiyatlarının çok hızlı yükselmekte olmasıydı. 1925'te birkaç kişinin doğru gerekçeyle satın aldığı şeyi birçok kişi 1929'da yanlış gerekçeyle satın aldı.

Keynes dirayetli bir biçimde 1925 tarihli yazısından bu tür bir sap-

kınlık beklemişti. “Geçmiş deneyimin ne olduğu kapsamlı gerekçeyle belirlenmedikçe, geçmiş deneyime dayanarak geleceğe ilişkin tümevarımsal iddialarda bulunmak... tehlikelidir,” diye yazdı. Eğer bunu yapamazsanız, gelecekte yalnızca geçmişteki koşulların tamamen aynı şekilde varolması halinde gerçekleşecek sonuçlar bekleme tuzağına düşebilirsiniz, dedi. Tabii ki aklındaki özel koşullar Smith’in araştırmasının hisse senetlerinin genel olarak birinci sınıf tahvillerden daha fazla kazanç getirdiği yarım yüzyıllık süreyi kapsadığı gerçeğinden kaynaklanıyordu.

Yatırımcıların 1920’lerde yaptığı devasa yanlış hesaplamalar o tarihten beri çeşitli defalar şu veya bu biçimde tekrarlandı. Gördüğümüz gibi, halkın 1920’lerdeki hisse senedi furyasından kalan muazzam sarhoşluğu 1948’e kadar devam etti. Aslında o tarihte ülke 20 yıl öncesine göre çok daha değerliydi; kâr payı getirileri tahvil getirilerinin iki katından daha fazlaydı; yine de hisse senedi fiyatları 1929’daki zirvelerine göre yarının altındaydı. Smith’in harikulâde sonuçlarını üreten şartlar fazlasıyla yeniden ortaya çıkmıştı. Fakat yatırımcılar 1940’ların sonunda önlerinde ne olduğunu görmek yerine 1930’ların başında gördükleri korkutucu piyasaya saplanıp kalmışlardı ve acı verecek yeni risklerden kaçınıyorlardı.

Bir an için dikiz aynasına çok fazla dikkat etme suçu işleyenlerin yalnızca küçük yatırımcılar olmadığını düşünün. Şimdi son onyıllarda profesyonel biçimde yönetilen emeklilik fonlarının davranışlarına bakalım. 1971’de -bu *Sevilen Elliler*^{*} dönemi- borsanın muhteşem olduğunu düşünen emeklilik fonu yöneticileri net nakit akışlarının % 90’ından fazlasını hisse senetlerine yatırdılar, bu o tarihte rekor bir taahhüttü. Sonra, birkaç yıl içinde çatı çöktü ve hisseler çok daha ucuzladı. Peki, emeklilik fonu yöneticileri ne yaptı? Ucuzladığı için hisse senedi almaktan vazgeçti!

ÖZEL EMEKLİLİK FONLARI

Hisse senetlerine yatırılan nakit akışı yüzdesi

1971: % 91 (rekor yükseklikte)

1974: % 13

* Sevilen Elliler Nifty Fifty. 1960’lar ve 1970’lerde New York Borsası’nda 50 popüler büyük sermayeli şirketin hisse senetleri (Çn)

Bu hiç anlayamadığım bir durum. Kişisel zevkim doğrultusunda hayatımın sonuna kadar hamburger alacağım. Hamburger fiyatları düştüğünde Buffett'ların evinde "Şükran Şarkısı"nı söyleriz. Hamburger fiyatları yükseldiğinde ağlarız. Çoğu insan için hayatlarında alacakları her şeyde -hisse senetleri hariç- aynı şey geçerlidir. Hisseler düştüğünde paranızın karşılığında daha fazla şey alabilirsiniz, insanlar artık onlardan hoşlanmamaktadır.

İşin doğrusu bu tür davranışların diğer tüm yatırımcılar arasında zaman ufku en uzun olması gereken emeklilik fonu yöneticilerince benimsemesi özellikle şaşırtıcıdır. Bu yöneticilerin fonlarındaki paraya yarın, gelecek yıl, hatta gelecek on yıl içinde ihtiyaçları olmayacaktır. Bu yüzden sırtlarına yaslanıp gevşemek konusunda bütünüyle özgürdürler. Dahası, kendi fonlarıyla faaliyet göstermediklerinden kaba bir açgözlülüğün kararlarını tahrif etmemesi gerekir. Yapmaları gereken yalnızca neyin en mantıklı olduğunu düşünmektir. Buna rağmen tıpkı rütbeli amatörler gibi davranırlar (fakat özel bir uzmanlıkları varmış gibi maaş alırlar).

1979'da, hisse senedi alımının çok cazip olduğunu düşündüğümde bir makalede, "Emeklilik fonu yöneticileri gözlerini dikiz aynasına dikmiş vaziyette yatırım kararları vermeye devam ediyorlar," diye yazmıştım. "Son savaşı verme yaklaşımını benimseyen bu generallerin geçmişte çok pahalıya mal olduğu ortaya çıktı ve muhtemelen bu sefer de aynı ölçüde pahalıya patlayacaklar." Bu doğru, dedim, çünkü "şu anda hisse senetleri uzun vadede tahvillerden çok daha üstün getiriler üretecek düzeylerden satılıyor."

Emeklilik fonu yöneticilerinin hisse senetlerine yüklenmeyi sürdürdükleri 1972'deki koşulları düşünün: Dow yılı 1020'de bitirdi, ortalama defter değeri 625'ti ve defterde % 11 kazandı. Altı yıl sonra Dow % 20 daha ucuzdu, defter değeri yaklaşık % 40 artmış ve kâğıt üstünde % 13 kazanmıştı. Veya o tarihte yazdığım gibi, "1978'de hisse senetleri, emeklilik fonu yöneticilerinin satın almaması gerektiği halde rekor oranlarda alım yaptığı 1972'ye göre gözle görünür ölçüde ucuzdu."

Makaleyi yazdığım tarihte uzun vadeli şirket tahvillerinin getirisi % 9,5 civarındaydı. Dolayısıyla çok açık olan şu soruyu sordum: "20 yıl içinde önde gelen Amerikan şirketlerinin 1999'da vadesi dolan % 9,5'lik gru-

bundan toplamda defter değeri civarından alınmış ve muhtemelen toplamda bu defter değeri üzerinden % 13 kazanacak Dow türü bir hisse senedi grubuna göre daha iyi sonuçlar elde edilebilir mi?" Soru, yanıtı içeriyordu.

Şimdi, eğer 1979'da o makaleyi okumuş olsaydınız yaklaşık üç yıl boyunca sıkıntı çekecektiniz, oh, nasıl sıkıntı çekecektiniz! O tarihte hisse senedi fiyatlarının yakın vadeli hareketlerini tahmin etmek konusunda hiç iyi değildim, şimdi de değilim. Borsanın gelecek altı ay içinde veya gelecek yıl ya da gelecek iki yıl içinde ne yapacağı konusunda asla en küçük bir fikrim olmadı.

Fakat uzun vadede mümkün olabilecekleri görmenin çok kolay olduğunu düşünüyorum. Ben Graham bize bunun nedenlerini söyledi: "Borsa kısa vadede bir oylama makinesi gibi çalışsa da uzun vadede kantar gibi işler." Oylar verilirken korku ve açgözlülük önemli rol oynar, ama ölçü alınmazlar.

Bana göre, 20 yıllık bir süre içinde % 9,5'lik bir tahvilin, nominal değerinin -yani defter değerinin- altından satın alabileceğiniz ve nominal değeri üzerinden % 13 kazanan Dow denilen bu "kılık değiştirmiş tahvil" kadar iyi sonuç vermeyeceğini söylemek zor değildi.

Buraya sıkıştırdığım "kılık değiştirmiş tahvil" ifadesiyle ne kastettiğimi açıklamama izin verin. Çoğunuzun bildiği gibi bir tahvil kesin bir vade ve bir dizi küçük kuponla birlikte alınır. Örneğin, % 6'lık bir tahvil her altı ayda bir % 3'lük bir kupon öder.

Hisse senedi ise tersine belli bir işletmenin, ister kâr payı olarak ödersin ister yeniden hisse alımı yoluyla veya satış ya da tasfiye sonrası hesaplaşma yapılsın, gelecekteki dağıtımları üzerinde hak talebi olan finansal bir enstrümandır. Aslında bu ödemeler de "kupon"dur. Hissedarlar değiştikçe kuponların sahipleri de değişecektir. Fakat bir bütün olarak işin sahipleri için finansal sonuç bu kuponların büyüklüğü ve zamanlamasınca tayin edilecektir. Yatırım analizinin konusu işte bu özellikleri öngörmekten ibarettir.

Şimdi, bu "kuponlar"ın büyüklüğünü tek tek hisse senetleri temelinde ölçmek fazlasıyla zor olur. Ancak hisse senedi grupları için bunu yapmak daha kolaydır. Söylediğim gibi, 1978'de Dow ortalama defter

değeri olan 850 dolar üzerinden % 13 kazanıyordu. Bu % 13 yalnızca bir kıstas olabilir, garantisi yoktur. Yine de, o tarihte bir süreliğine hisse senetlerine yatırım yapmak isteseydiniz, esasen -1979'da nadiren nominal değerın üzerine çıkan fiyatlardan- asıl değeri 891 dolar olan ve büyük ihtimalle anapara üzerinden % 13'lük kupona sahip bir tahvil almış gibi olacaktınız.

Nasıl olur da bu % 9,5'lik bir tahvilden daha iyi olamaz? O başlangıç noktasında, hisse senetlerinin uzun vadede tahvillerden daha iyi performans göstermesi gerekiyordu. Tesadüfen iş hayatımın büyük bölümünde bu böyle oldu. Fakat Keynes bize hisse senetlerinin üstünlüğünün kaçınılmaz olmadığını hatırlatacaktı. Bunlar yalnızca belirli şartlar altında avantajlıdır.

Size emeklilik fonları arasında geçerli olan sürü zihniyeti hakkında bir başka noktayı, muhtemelen biraz da fonları yönetenlerin kişisel ilgi alanlarıyla öne çıkarılan bir noktayı göstermeme izin verin. Aşağıdaki tabloda dört tanınmış şirket -seçmiş olabileceğim birçok başka şirketle aynı özelliklere sahip olan- ve emeklilik ödemelerinin yıllık bazda hangi miktarda alacak (veya borç) getireceğini hesaplamakta kullanılan beklenen getiri oranları bulunuyor.

BEKLENEN EMEKLİLİK FONU GETİRİLERİ			
	1975	1978	2000
Exxon	% 7,0	% 7,8	% 9,5
General Electric	% 6,0	% 7,5	% 9,5
General Motors	% 6,0	% 7,0	% 10,0
IBM	% 4,8	% 5,5	% 10,0
Uzun vadeli devlet tahvili getirisi	% 8,0	% 10,4	% 5,5

Şimdi, bir şirketin emeklilik için kullandığı beklenti oranı ne kadar yüksekse, açıklanan kazançları da o kadar yüksek olacaktır. Emeklilik muhasebesi bu şekilde işler ve umarım konuyu nispeten kısa tutmak için sözüme güvenirsiniz.

Tabloda görüldüğü gibi, 1975'teki beklentiler mütevazı idi: Exxon için

% 7, GE ve GM için % 6 ve IBM için % 5. Bu varsayımların tuhaflığı şu-
rada ki, yatırımcılar o tarihte % 8 ödeyen uzun vadeli, vadesinden önce
değiştirilmeyen ve ödenemeyen devlet tahvilleri satın alabiliyordu. Diğer bir
deyişle, bu şirketler tüm portföylerini % 8 getirili hiç risksiz tahvillerle
doldurabiliyorlardı, ama buna rağmen daha düşük varsayımlar kullandılar.
1982'ye gelindiğinde, gördüğünüz gibi, varsayımlarını biraz daha yukarı,
en çok % 7 civarına çekmişlerdi. Fakat artık % 10,4'ten uzun vadeli devlet
tahvili alabiliyordunuz. Aslında % 10,4'lük yeniden yatırım oranını garan-
ti eden ve strip* denilen şeyden satın alarak bu getiriyi onyıllar boyun-
ca sabitleyebilirdiniz. Gerçi fonu aptal yeğeniniz yönetmiş ve şirketlerin
yatırım varsayımlarından çok daha yüksek getiriler elde etmiş olabilirdi.

Bir şirket devlet tahvillerinden yaklaşık % 10,5 alabileceken % 7,5'i
niçin kabul eder? Yanıt yine dikiz aynası: 1970'lerin başında Sevilen El-
liler'in çöküşünü yaşamış olan yatırımcılar hâlâ o dönemin acısını duyu-
yordu ve getirilere ilişkin görüşleri demodeydi. Gerekli zihinsel düzelt-
meyi yapamadılar.

2000 yılına doğru hızla ilerlerken uzun vadeli devlet tahvillerimizin
faizi % 5,4'tü. Peki, o dört şirket 2000 tarihli yıllık raporlarında emeklilik
fonlarına ilişkin beklentileri hakkında ne diyorlardı? Yüzde 9,5 ve hatta
% 10'luk varsayımları kullanıyorlardı.

Ben sporla ilgilenen biriyim ve bu dört şirketten herhangi birinin
finans bölümü sorumlusuyla veya sigorta ya da muhasebe uzmanlarıyla
gelecek 15 yıl boyunca ortalamada varsaydıkları oranlara ulaşamayacak-
larına dair büyük bir bahse girmek çok hoşuma giderdi. Önce yalnızca
matematiğe bakın. Bir fonun portföyünün üçte birinin tahvillerden oluş-
ması çok muhtemeldir ve -uygun bir vade aralığıyla muhafazakâr bir
tahvil karışımı olduğunu varsayarsak- fon bugün bunlardan % 5'ten daha
fazla kazanç elde etmeyi bekleyemez. Bu durumda fonun toplamda yak-
laşık % 9,5 kazanması için portföyünün hisse senetlerinden oluşan üçte

* STRIP (Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities) Kuponlu bir menkul kıymetin
anaparası ve kuponlarının ayrı ayrı işlem görebilmesi amacı ile ayrıştırılmasını ifade eder. Amaç, özellikle
uzun vadeli kuponlu ihraçların yatırımcı açısından kullanım alanını genişletmek ve bu tür ihraçların talebini
artırmaktır. Hazine Mustesarlığı tarafından bu amaçla bazı değişken faizli kuponlu ihraçların anapara ve
kuponları ayrıştırmıştır.

ikisinden ortalamada % 11'in üzerinde kazanç sağlaması gerekecektir. Özellikle tipik bir fonun maruz kaldığı ciddi yatırım giderleri düşünüldüğünde, bu oldukça cesur bir varsayımdır.

Ancak, cesur varsayımlar bilançonun kâr-zarar hanesinde harikalar yaratır. Bu şirketler en sağdaki sütunda gösterilen beklenti oranlarını benimseyerek daha düşük oranlar kullanmış olmaları halinde bildireceklerinden çok daha yüksek -çok çok daha yüksek- kazançlar açıklarlar. Ve bu kesinlikle oranları belirleyen kişileri etkilemez. Bu oyunda rol alan sigortacılar gelecekteki yatırım getirileri konusunda özel hiçbir bilgiye sahip değildir. Ancak bildikleri şey müşterilerinin arzu ettiği oranların yüksek olduğudur. Ve mutlu müşteri sürekli bir müşteridir.

Burada büyük rakamlardan mı söz ediyoruz? Ülkenin en değerli ve en fazla hayranlık duyulan şirketi General Electric'e bakalım. Ben de bu şirketin büyük bir hayranıyım. GE onyıllarca emeklilik fonunu olağanüstü iyi yönetti ve getiriler hakkındaki varsayımları kalabalıklarla aynı oldu. Bu şirketi yalnızca herkes tarafından tanındığı için örnek olarak kullanıyorum.

Yine 1982'ye dönersek, GE 570 milyon dolarlık bir emeklilik borcu kaydetti. Bu miktar şirketin vergi öncesi kazançlarının % 20'sine mal oldu. GE geçen yıl 1,74 milyar dolarlık bir emeklilik alacağı kaydetti. Bu miktar şirketin vergi öncesi kazançlarının % 9'u ve ev aletleri bölümünün 684 milyon dolarlık kârının 2,5 katıydı. Bu 1,74 milyar dolarlık alacak, çok paradır. O emeklilik varsayımını yeterince azaltırsanız alacağın çoğunu silersiniz.

GE'nin ve diğer birçok başka şirketin emeklilik alacağı varlığını Finansal Muhasebe Standartları Kurulu'nun (Financial Accounting Standards Board -FASB) 1987'de yürürlüğe giren bir kuralına borçludur. Bu noktadan sonra, doğru varsayımlarda bulunan ve ihtiyaç duydukları fon performansına ulaşan şirketler emeklilik gelirlerini gelir tablolarına kaydetmeye başlayabilecekti. Goldman Sachs'a göre, geçen yıl S&P 500 içindeki 35 şirket, çoğu durumda emeklilik yatırımlarının değeri azalmış olsa da, kazançlarının % 10'undan fazlasını emeklilik gelirlerinden elde ettiler.

Ne yazık ki, çok önemli olmasına rağmen emeklilik fonu varsayımları

konusu şirketlerin yönetim kurulu toplantılarında neredeyse asla gündeme gelmez. (Şahsen 19 yönetim kuruluna katılıyorum ve bu konuda asla ciddi bir tartışma duymadım.) Ve şimdi, tabii ki tartışma ihtiyacı çok büyük, çünkü bütün gözlerin 1990'ların ihtişamına dikilmesiyle yapılan bu varsayımlar fazlasıyla aşırı. Sizi, maaş esaslı büyük bir emeklilik fonuna sahip bir şirketin finans müdürüne emeklilik fonu varsayımları % 6,5'e düşürüldüğü takdirde, şirketin kazançlarında ne gibi düzeltmeler yapılması gerekeceğini sormaya davet ediyorum. Ardından, eğer acımasız olmak istiyorsanız, 1975 yılında hem hisse senedi hem de tahvillerden beklenen getiriler çok daha yüksekken şirketin varsayımlarının ne olduğunu sorun.

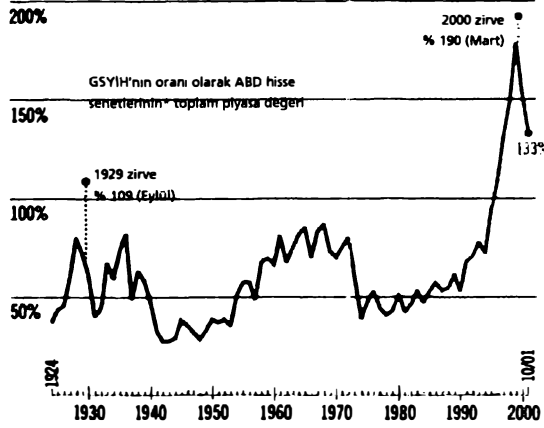
2001 yıllık raporları kısa süre sonra çıkacağından şirketlerin gelecekteki emeklilik getirilerine ilişkin varsayımlarını düşürüp düşürmediğini görmek ilginç olacaktır. Son dönemde getirilerin ne kadar kötü olduğunu ve bunların muhtemelen ileride tekrarlanacağını dikkate alarak, varsayımlarını düşürmemeyi tercih eden herkesin -CEO'lar, denetçiler ve sigortacıların tümü- yatırımcıları yanıltmak için hukuki ihtilafları göze aldığını düşünüyorum. Ayrıca sergilenen bu iyimserliği sorgulamayan yöneticiler işlerini yapmıyor olacaklardır.

Geçen yüzyılda yaptığımız gezinti, aşırı türden bir piyasa mantıksızlığının dönemsel olarak patlak verdiğini göstermektedir ve iyi işler yapmak isteyen yatırımcıların önce bir sonraki patlamayla nasıl baş edeceğini öğrenmesi gerektiğini şiddetle tavsiye etmektedir. Gereken şey bir panzehirdir ve bana göre bu, ölçümdür. Ölçtüğünüzde, mükemmelliğe erişemeyebilirsiniz ama çılgınlığa da düşmezsiniz.

Makro temelde ölçümün kesinlikle karmaşık olması gerekmez. Aşağıda neredeyse 80 yıl öncesinden başlayan ve gerçekten oldukça esaslı şeyler söyleyen bir grafik bulunuyor. Grafik halka açık olarak işlem gören tüm menkul kıymetlerin piyasa değerini ülkede yapılan işlerin oranı -yani, GSYİH'nın oranı- olarak göstermektedir. Oranın bilmeniz gerekenleri söylemek konusunda belirli kısıtları vardır. Yine de, verili bir anda değerlemelerin nerede durduğuna ilişkin en iyi tek ölçüdür. Ve gördüğünüz gibi, yaklaşık iki yıl önce oran benzeri görülmemiş bir düzeye yükseldi. Bu açık bir uyarı işareti olsa gerek.

Piyasa çıldırdı

ABD hisse senetlerinin GSYİH'ya göre değeri 2000'den beri çığ gibi düştü. Fakat ekim ayındaki % 133'lük oran hâlâ 1929'daki zirveden yüksek.



* Değerler New York Borsası verilerine, 1972 öncesi AMEX tahminlerine ve 1976 öncesindeki tezgâh üstü hisse tahminlerine dayanmaktadır

Benim açımdan grafiğin mesajı şu: Eğer oran ilişkisi % 70 veya % 80 alanına düşerse, hisse senedi satın almak sizin için çok iyi olacaktır. Eğer oran % 200'e yaklaşırsa -1999'da ve 2000'in bir bölümünde olduğu gibi- ateşle oynuyorsunuz demektir. Gördüğünüz gibi, oran kısa süre önce % 133 idi.

Yine de bu, 1999'da borsa hakkında konuştuğum sırada gerçekleşene göre iyi bir düşüştür. O tarihte Amerikan halkının gelecek on veya yirmi yıl boyunca hisse senetlerinden (kâr payları dahil ve % 2 enflasyon varsayımıyla) % 7 civarında bir getiri beklemesi gerektiğini söylemiştim. Bu brüt rakamdı, komisyon ve ücretler gibi işlem maliyetleri dahil değildi. Net getirilerin % 6 olabileceğini düşünmüştüm.

Bugün deyim yerindeyse, borsanın "hamburgerleri" daha ucuz. Ülke ekonomisi büyüdü ve hisseler düştü, bu da yatırımcıların yatırdıkları para karşılığında daha fazla kazandığı anlamına geliyor. Uzun vadeli getirilerin biraz daha yüksek olmasını, giderlerden sonra % 7 civarında seyretmesini bekliyorum. Beklentilerinizi hâlâ 1990'lara bakarak oluşturmadığınız takdirde, bu hiç de kötü değil.

Herkesin istediği övgü yazısı

16 Eylül 2002

Jerry Useem'in yazdığı Yan Sütun yazısı

Aşağıdaki yan sütun yazısı şirketlerin kendilerini örnek kuruluşlara dönüştürme telaşına düşmesini anlatan Enron sonrası bir makalede yer almıştı.

Bugün Amerikan şirketlerinin en çok gıpta ettiği kelimeler hangileridir? Çok basit: “İyi dileklerimle, Warren.” Yaptıklarını temizlemek için yarışan şirketlere süper yatırımcı Warren Buffett’ın gönderdiği övgü mektupları, iş dünyasında Temizlik Onay Damgası haline geldi. General Electric hisse opsiyonlarını harca-yacağını duyurarak bu damgaya hak kazandı. Buffett, “GE uzun süre boyunca yaşama iyi şeyler getirmişti,” diye yazdı. “Şimdi de muhasebeye iyi şeyler getirdi.”

Standard & Poor’s da yeni “temel kazançlar” ölçüsü için bir mektup aldı. Buffett, S&P’nin web sitesinde yayınlayacak kadar hoşuna giden mektubunda, “Hareketiniz hem cesurca hem de doğru,” diye yazdı. “Gelecekte yatırımcılar hareketinize dönüm noktası oluşturan bir olay olarak bakacak.” Mektup alma şansına erişen diğerleri arasında Bank One ve Amazon da vardı.

S&P analisti Robert Friedman, “O itibarını hâlâ koruyan yegâne kişi veya varlık,” diyor. Vanguard Group’un açık sözlü kurucusu John Bogle gibi itibarını kaybetmemiş birkaç başka ses daha var. Peki ama, Bogle şirket sorumluluğu hakkındaki konuşmasının iyi geçtiğini nereden bildi? “O konuşmadan sonra (Buffett) bana çok güzel bir not ilettiler,” diyor.

Her şeyin kâhini

11 Kasım 2002

ANDY SERWER

Warren Buffett'in Berkshire Hathaway'i yönettiği 47 yıl içinde şirketin hisseleri dört farklı dönemde yaklaşık yüzde 40 ila yüzde 50 düşüş kaydetti. Bu dört dönemden üçünün -1973-74, 1987-88 ve 2007-2008-tarihlerini hatırlayıp dördüncüsü olan İnternet Balonu'na geçeceğiz. Buffett'ı konu alan bu kapak yazısı balonun açıkça patladığı 2002 sonlarında, 2000 yılı başında 40.000 doların biraz üzerinde olan A grubu Berkshire hissesinin 70.000 doların üstüne tırmandığı dönemde yazılmıştı. O dönemde başları balona gömülü çok sayıda borsa uzmanı ısrarla Buffett'in başarısız olduğunu iddia ediyordu ve kendi çevresi dışında, bütün bunlardan sonra artık bir aziz olmayabileceği konuşuluyordu.

O zamanlar Fortune'da Street Life (Sokak Yaşamı) Life başlığı altında sayısız yazı yazan -ve 2006'da yayın yönetmenliğine yükselen- Andy Serwer, "Buffett geri döndü" temalı bu makaleyi yazmakla görevlendirilmişti. Buffett o sırada bir grup arkadaşıyla golf oynamak için California'ya doğru yola çıkmak üzereydi. Aslında Buffett omuz kaslarındaki yırtık nedeniyle golf oynayabilecek durumda değildi. Fakat bu grup yirmi yıldır her sene Pebble Beach, Spyglass ve Cypress Point'te golf oynuyordu ve Buffett'ın bu sosyal etkinlikten vazgeçmeye niyeti yoktu.

Dolayısıyla Andy de Pebble Beach'e gitti. Gün boyunca Buffett'ın yanından ayrılmadı: İkisinin de odası müsait olmadığına manzaralı yerleri tercih ettiler; bazen Buffett'ın odasında konuştular, Buffett akşam golfçülerle buluştuğunda yine beraber diler. Grupta Charlie Munger, Cap Cities/ABC'den Tom Murphy, Cravath Swaine & Moore'dan George Gillespie, Washington Post'tan Don Graham, ve First Manhattan Co.'dan Sandy Gottesman ile kocam John Loomis de vardı.

Andy hazırlayacağı haberin tümünü Pebble Beach'ten yapmanın hiç de kötü olmayacağına hızla karar verdi. O güne kadar hiçbir haber görevinin onu Pebble Beach'e götürmemiş olması şaşırtıcı değildi. — CL.

Warren Buffett adı on yıllardır akla altın dokunuşlu bir yatırımcı imajı getiriyor: Hisse senedi değil “şirketleri” almaya inanan sağlam karakterli, açık sözlü, değer odaklı derin bir ruh (düzinelerce biyografi yazarı ve yatırım öncüsünün söyleyeceği gibi). Borsadaki etkisi Federal Reserve başkanı ve ABD başkanlarının etkisine rakip gösterilebilir; yatırım yapma tarzı üzerine incelemeler yapılmış ve Wall Street'ten tutun da Amerika'nın küçük kasabalarındaki rahip yardımcılara kadar çok sayıda kişi tarafından kopyalanmış bir yatırımcı. Berkshire Hathaway'in yıllık raporlarına yazdığı mektuplar İncil'mişçesine okunmakta (ve alıntılanmakta).

Bu yüzden de Warren Buffett'ı pijamalarıyla yakından görmek, en azından bunu söylemek biraz tuhaf oluyor. Şahane bir California sabahı ve 72 yaşındaki Buffett ile Pebble Beach'te konakladığı ferah zemin kat suitinde birlikteyiz. Dışarıda parlak bir Ekim güneşi var. Carmel Körfezi manzarası muhteşem. Sağımızdaki manzara son golf deliği, solda büyük bir servi ağacı yükseliyor. Omaha Kâhini'ne gelince, gayet rahat, oda servisinden gelen omleti yiyor, beyaz havlu bornozuyla veya pastel mavi pijamalarıyla etrafta dolaşıyor. Solcu Sahil'in* mükemmelliğine gayet uygun olarak henüz biten yüzyıldaki teknoloji balonu hakkında konuşuyoruz. Buffett, “Bu bir halüsinasyondur,” diyor. “Yaşadığım sürece gördüklerimin en büyüğü.” Korkutucu konular; yine de Buffett pek kaygılı görünmüyor. Yüzünde hiç pişmanlık yok. Muhtemelen hiç bu saçmalığın -balonun ya da patlamasının- parçası olmadığından.

Bu bizi Buffett'ın bir başka yönüne götürüyor. O yalnızca, yıllar boyunca büyük çoğunluğu kusursuz yatırımlar yapmış bir yatırımcı değil, aynı zamanda -sakin, kendini geri planda tutan, neredeyse enayilik denilecek tarzıyla- birçok başka konuda da haklı çıkmış bir yatırımcı: Şirket

* Solcu Sahil ABD'de Batı Sahili haritada şsol tarafta yer almasının yanı sıra görüşlü olarak biliniyor, bu yüzden de Solcu Sahil (Left Coast) olarak da anılıyor (Çn.)

yönetimi konusundaki görüşlerinde haklıydı, hisse opsiyonları ve muhasebe reformu konusunda haklıydı, şirket etiğinin öldüğü konusunda haklıydı, borsa hakkında olağanüstü haklıydı.

Aslında bu konularda yıllardır haklı çıkıyordu. Son ayların şirket skandalları, batacık ekonomisi ve korkunç ayı piyasası sırasında değişen şey, dünyanın geri kalan kısmının da yeniden Buffett'ın dünya görüşüne yakınlaşması oldu. Bunu bir adım daha ilerletelim: Giderek daha fazla insanın onun devreye girip kendilerini geçmişte yaptıkları hatalardan kurtarmasını beklediği (veya en azından ümit ettiği) anlaşıyor. Buffett şirketi Berkshire Hathaway aracılığıyla dünyadaki en likit sermaye kaynaklarından birini yönettiğinden, son dönemde devreye girip Amerikan işletmelerinin, özellikle telekom, kamu hizmetleri ve enerji gibi ağır darbe yiyen sektörlerin büyük parçalarını satın alabildi. Bunca yıldır daima yaptıklarını yapıyor: Piyasanın tepesinden değil, dibinden alıyor.

Bu basit bir beceri gibi görünse de, hiç kimse onunla boy ölçüşemedi. Bu, bizim gibi ölümlüler açısından her hamlesini izlemek için yeterli bir neden. Şimdi de *Fortune*'un bu konuya dönme nedeni oldu. Buffett'ın değerli zamanının birazını bize ayırmasını istediğimizde bunun yerine Kâhin'in zihnine bakabileceğimiz ve nükleer bombalardan hurda tahvillere, Barry Bonds, Barry Switzer ve Eliot Spitzer'e kadar her şeyi kapsayan bir sohbet maratonu yapabileceğimiz olağanüstü bir 48 saat kazandık.

Ancak şu anda çoğu kişinin onun yanlış yaptığını düşündüğü bir dönemle ilgili konuşuyoruz. İnanmak zor ama çok da uzun olmayan bir süre önce Wall Street ve Silikon Vadisi'nde azımsanmayacak sayıda insan bu efsanevi yatırımcının konuya ilgisi kaybettiğini, tükendiğini düşünüyordu. Buffett'ın olaylara bakışı uyumsuz görünüyordu. Oyunun kuralları değişmişti ve o bunu anlamamıştı. 2000 yılı başlarında *Technology Investor Magazine*'in yayıncısı Harry Newton burnundan soluyarak, "Warren Buffett özür dilemeli," diyordu. "Silikon, kablosuz, DSL, kablo ve biyoteknoloji devrimlerini nasıl kaçırdı?"

Bunların Nasdaq'ın uçuşa geçtiği ve Berkshire hissesinin birden düştüğü mantıksız coşku döneminde olduğunu söylemek pek gerekli değil. Buffett'ın değer (ve değerler) takıntısı vardı, kısa vadeye değil uzun

vadeye odaklanıyordu, bunların modası geçmişti. Hisse opsiyonu kültürünün, finans mühendisliğinin ve “durumsal etiğin” (Buffet’in kendi ifadelerinden birini kullanırsak) neresi yanıltır? Bunlar işe yaradır, öyle değil mi?

Ona, “İnsanların geçmişte kaldığınızı, işinizin bittiğini söylemesi sizi hiç rahatsız etti mi?” diye soruyorum.

Samimi, pürüzlü sesiyle, “Asla,” diyor. “Beni böyle şeyler rahatsız etmez. Bağımsız düşünmediğiniz takdirde iyi yatırımlar yapamazsınız. Ve gerçek şu ki, insanların sizinle aynı fikirde olması sizi haklı veya haksız yapmaz. Gerçeğe ilişkin bilgileriniz ve yürüttüğünüz mantık doğru ise haklı çıkarsınız. Sonunda önemli olan yalnızca budur. Ve ne gerçeğe ilişkin bilgilerim ne de yürüttüğüm mantığın doğruluğu sorgulanıyordu.

Buffett ile görüşmeye bir pazar günü Omaha’da başladım, sonra kızkardeşi Bertie’nin bizi karşıladığı Monterey’e kadar NetJets’in Gulfstream’inde havada devam ettim. Bertie bizi arabasıyla Pebble Beach’e getirdi. Sol omuz kaslarındaki yırtık nedeniyle Pebble’de iki yılda bir bulunduğu sekiz arkadaşıyla birlikte olmak yerine zamanının çoğunu odasına kapanarak geçiriyor. Yırtık Buffett için büyük bir problem değil. Birincisi çok can acıtmıyor, ikincisi bir golf tutkunu değil. (“Tüm August ayında üyelerinden daha büyük bir sakatlık geçirdim,” diye böbürleniyor.) Omuzundaki yırtık ona çalışmak -okumak, yazmak ve telefon etmek için daha fazla zaman tanıyor ki buna her koşulda bayılıyor.

Dünyanın en büyük finansal zekâsını yaralı bir kanatla odasında köşeye kısırlanmış bulduğunuzda yapılacak tek bir mantıklı şey vardır. Bu da ona borsa hakkında sorular sormaktır. Sorun şu ki, Buffett tek başına hisse fiyatları hakkında konuşmaktan hoşlanmaz, borsanın çok yüksek olduğunu güçlü biçimde ima ettiği Kasım 1999 tarihli *Fortune* makalesinde de tutumu böyleydi. (Tarihçiler bu makale ile Bernard Baruch’un 1920’lerde yaptığı ünlü uyarı arasındaki paralelliği incelerlerse iyi ederler.) *Fortune* geçen yıl görüşleri hakkında bir yazı yayınladı ve Buffett bu yazıda çoğu şirketin emeklilik fonu getirilerine ilişkin abartılı beklentilerini düşürmek zorunda kalacağını söyledi. (Haklı olduğu ortaya çıkıyor.) O tarihte tüm ABD hisselerinin değerinin ABD gayri safi yurtiçi hasılasından tam üçte bir daha yüksek olduğuna, bu oranın 1929’daki

zirvesinin oldukça üzerinde bulunduğuna işaret etti. Mesaj açıktı: Hisse senetleri düşmeye devam edebilirdi. (Yine haklıydı.)

Peki, Buffett borsa hakkında şu anda ne düşünüyor? Şundan fazlasını değil: “Balon patladı, ama hisse senetleri hâlâ ucuz değil.” Ancak şu anda dönemin hisse senedi satın almak için 1999 yılına göre daha iyi olduğu kuşkusuz diyerek teyit ediyor. Buffett’ın yatırım ahlâkına ilişkin kuralları da sağlamlığını koruyor: “Yatırımcıların moda olan şeyleri, tapon şirketleri satın almak ve piyasada zaman ayarı yapmak gibi olumsuzluklardan kaçınması gerekir,” diyor. “Uzun süreliğine bir endeks fonu satın almak en anlamlı şeydir.” Peki, Berkshire Hathaway hissesi almaya ne dersiniz? “Bilmiyorum; şu anda biraz yüksek,” diyor. “Yine de S&P 500 yerine onu alırdım. Kendi hissemizi geri almaktan söz ediyorduk (2000 yılı başlarında 40.000'lere inip dip yaptığında), o zaman bu gerçek bir işaretti!” Bir kahkaha atıp ayağını cam sehpaye vuruyor. Hissesi o tarihten bu yana 70.000 doların üzerine çıktı. Yatırımcılar not ediyor: Buffett bir daha geri almaktan söz ederse, alın!

Buffett’in yaşamının merkezinde borsa değil, şirketi Berkshire Hathaway var ve onun düşünme tarzını anlamanın yolu bu şirketin nasıl işlediğini anlamaktan geçiyor. Bunun için önce CapCities’in eski başkanı Tom Murphy ve Washington Post Co.’nun CEO’su Don Graham ile birlikte golf takımının bir üyesi olan Charlie Munger’ı yokluyorum. Munger, “Berkshire’in faaliyet tarzı öylesine ekstrem ki çoğu insanın onu bütünüyle anlayamadığını düşünüyorum,” diyor. “Dünyada bizim büyüklüğümüzde başka her yerdekinden daha az genel giderimiz ve daha hızlı bir karar mekanizmamız var.”

Berkshire Hathaway’in diğer şirketlerden ne kadar farklı olduğu konusunda mübalağa etmek gerçekten zor. Dikkat çekici yanı, sigorta konusunda büyük işlemler yapan bir holding olması. Coke, Gillette ve American Express gibi dev Amerikan şirketlerinin büyük hisselerine sahip. Berkshire aynı zamanda önemli bir kamu hizmeti ve gaz boru hattı işini yönetiyor ve sıradan işler yapan -mobilya perakendecileri, mücevher mağazaları ve ayakkabı fabrikaları gibi- şaşırtıcı bollukta şirkete sahip.

Şirket hiçbir master plan veya stratejik yol haritası olmaksızın büyümüş, yine de Berkshire’nın fiziki yapısı yatırımcılara Buffett’ın zihniyeti

konusunda oldukça iyi bir vitrin sunuyor. Örneğin: Berkshire yıllardır şirketlere büyük hisse yatırımları yapan bir sigorta şirketi olarak tanındı. Fakat birkaç şey oldu. Birincisi, Buffett büyük bloklar halinde şirket hisseleri almayı büyük ölçüde bıraktı. Örneğin Washington Post hissesinin alımı 1970'lere dayanıyor. Niçin bıraktı? Basit: Hisse fiyatları yıllarca ona göre çok yüksek oldu. Buffett, "İlk hisse senedimi 60 yıl önce satın aldım," diyor. "Bu 60 yıldan muhtemelen 50'si hisse senedi almak açısından cazipti. Yaklaşık on yıl hiçbir şey bulamadım." Bu on yılın çoğu son yıllar olmalı.

Buffett hisse senedi yerine teknoloji balonu sırasında çoğu ucuza satılan şirketlerin tamamını (çoğunlukla eski ekonomi ve özel türden) satın almaya başladı. Aldığı bazı şirketler sigorta faaliyeti yapıyordu, ama diğerleri daha önce söz ettiğimiz sıradan şirketlerin -Benjamin Moore boya, Shaw halı, MidAmerican Energy unvanlı bir enerji şirketi ile en son mutfak gereçlerini doğrudan pazarlayan ve halka kapalı bir özel şirket olan Pampered Chef- bir parçasıydı. Sonuç Berkshire'nın elinde bulundurmakla ün yaptığı hisse senetlerinin biraz önemsizleşmesi oldu (son dönemde portföyü 26 milyar dolar civarındaydı). Sigorta kesimi büyümesine rağmen, holdingin imalat ve hizmet şirketlerinden oluşan kısmı artık öncesine göre çok daha büyük. Sigorta hâlâ Berkshire'nın gelirlerinin yaklaşık yansını oluşturuyor, ancak göreceli temelde sigorta gelirleri düşüyor.

Çeşitli işletmelerin devralınması aracılığıyla -son beş yılda 20'nin üzerinde- Berkshire Hathaway şirketlerinde çalışan personel sayısı sağlıklı bir biçimde arttı. Bugün ülke çapında 145.000'in üzerinde kişi ayağa kalkıp, "Warren Buffett için çalışıyorum," diyebilir. Bu Berkshire'ı ABD'deki en büyük 25. özel işveren yapacaktır (Bu rakam PepsiCo veya Marriott'daki personel sayısının üzerinde).

Warren Buffett bünyesine katacağı yeni şirketleri nasıl buluyor? Genellikle ona geliyorlar. Buffett bugünlerde satıcıların birkaç değişik şekilde geldiğini söylüyor: "Şu sıralarda iki tür telefon alıyoruz. Yalnızca bizi isteyen (yani şirketlerinin Berkshire çatısı altında olmasını isteyen) kişilerle görüşüyoruz ve yalnızca nakit -ve hızlıca- isteyen insanlardan telefon alıyoruz. Hafta sonu nakit ödeme yapabilen bir alıcıyız."

Buffett'in son satın aldığı şirket Pampered Chef birinci kategoriye

-Berkshire şirketlerinden biri olmak istediği için onu arayanlar grubuna- giriyor. Eğer erkekseniz veya yemek pişirmekten nefret ediyorsanız bu şirketin adını duymamış olabilirsiniz. Fakat bu tanıma uymuyorsanız duymuş olmanız çok muhtemel. Pampered Chef “danışmanları” evlerinde düzenledikleri davetlerde tencere setleri ve mutfak takımları satıyor.

Yirmi yıl önce şirketin kurucusu Doris Christopher yaşam sigortası poliçesini bozdurup eline geçen 3.000 dolarla esnek saatlerde çalışarak küçük kızlarına zaman ayırabileceği bir iş kurmaya karar vermişti. Şirkette bugün haftada 19.000'den fazla ev sunumu gerçekleştiren yaklaşık 70.000 doğrudan pazarlamacı çalışıyor ve satışlar 700 milyon doların üzerinde. (Kârına gelince, yalnızca Pampered'in ağız sulandıran marjlarla çok kârlı olduğunu söyleyebiliriz.)

İşi hızla büyüse de Christopher (a) öldüğünde veya (b) yaşlanıp emekli olmaya karar verdiğinde uygulanacak bir plana ihtiyaç duyduğunu biliyordu. Yıllar önce Warren Buffett'tan haberdar olmuştu “ve zihnimin gerilerinde, ‘Onun şirketinin bir parçası olmak harika olmaz mıydı?’ diye düşünmüştüm, ama o tarihte bu aklımızdan çıktı.” Ancak Berkshire adı tekrar gündeme geldi ve eylül ortalarında Christopher'ın Goldman Sachs'taki bankacıları Buffett ile görüştü. Buffett gördüklerinden hemen hoşlandı.

Birkaç gün içinde Christopher ve şirketinin başkanı Sheila O'Connell Cooper Kâhin ile görüşmek üzere Chicago'dan Omaha'ya uçuyordu. Derhal bir fiyat teklif eden Buffett, “Birkaç dakika içinde birbirimiz için yaratıldığımızı söyleyebilirdim, Doris de söyleyebilirdi,” diyor. Pampered Chef hakkında konuşurken hayranlığını ifade ediyor: “İki ay önce bu ismi bilmiyordum, ama Doris ile Sheila'nın bu işi yapmayı çok sevdiğini söyleyebilirim. Yapmam gereken yalnızca yollarını kesmemek. Bu benden daha iyi bir hikâye.” Tam olarak değil.

Ancak Buffett için bu hikâye tüm doğru çizgilere sahip: Pampered kişiye özel, yüksek marjlı, büyüyen bir franchise ve başlangıç için zaten büyük bir şirket. Gerçek şu ki, büyüklük Buffett için önemli. Çünkü Berkshire fiilen oldukça hızlı büyüyor ve on yıl önce olduğundan çok daha büyük. Yıllık gelirler bu süre içinde 3 milyar dolardan yaklaşık 38 milyar dolara çıktı; bu büyümenin çoğu Gen Re ve Shaw gibi şirket

alımlarından kaynaklanıyor. 79 yaşındaki Munger, “Berkshire’ın ölçeklenebilir olmadığını söylediler,” diye gülüyor. “Yanıldılar.”

Berkshire açıkça büyürken ve daha da büyüyecekken, Buffett’ın şirket devralma menüsü çoğunlukla büyük balıklarla sınırlı. Buffett’ın satın almayı düşünmesi için şu anda bir şirketin vergi öncesi kârları, birkaç istisna dışında, 50 milyon dolar civarında olmak zorunda. Bu yüzden bana büyük şirket arayışını diğer ülkelere doğru genişletebileceğini söylüyor.

Sebepten dolayı Berkshire’ın kâr-zarar hanesini etkilemesi için devralınan şirketin çok büyük olması gerekiyor; bu hanenin biraz değişken olduğuna işaret etmemiz gerek. Bunun nedeni kısmen Berkshire’ın verili herhangi bir yılda muazzam sermaye kazançları elde edebilmesiydi; bu, şirketin net kazançlarını kısa vade temelinde izlemeyi oldukça verimsiz bir deneyime dönüştüren bir faktördür. Örnek: 11 Eylül’deki sigorta zararları nedeniyle geçen yılın kazançları % 76 düşerek 795 milyon dolar oldu, bu rakam şirketin 1995’teki kâr skoruna benziyordu. Fakat 2000’deki kazançlar iki kattan fazla yükselip 3,3 milyar dolara çıktı.

Eğer bu tür dönüşler sizi rahatsız ediyorsa, başka yerlere bakın. Buffett yalnızca uzun vadeli ufka sahip yatırımcılarla ilgilenir.

Pebble Beach’te bir akşam Buffett beni kız kardeşi Bertie’nin Carmel yakınlarındaki keyifli evinde kendisi ve ekibiyle birlikte akşam yemeği yemeye davet etti. Resmi bir toplantı değildi: Büyük ekranlı TV’de Bertie’nin çok sevdiği San Francisco Giants’ın maçını seyrederken birkaç içki ve açık büfe bir akşam yemeği. Konuşmalar erkeklerin bir arada olduğu herhangi bir toplantıdan farksızdı. Buffett’ın en sevdiği şey, spor tartışıldı; gerçi ona tuttuğu Nebraska Cornhuskers takımının on yıldır ilk defa ilk 25’e giremediğini hatırlattığımda yüzü acı bir bakışla kızardı. O gece bir noktada her zaman elinde olan Cherry Coke’u ile Buffett eğilip bana, “Benim için MidAmerican burada başladı, biliyor musun?” dedi. “Bu evde.” Söz ettiği muhtemelen Berkshire’ın bir sonraki temel taşı olacak şeydi, MidAmerican Energy Holdings Co., Des Moines merkezli bir elektrik ve gaz boru hattı şirketi. Ona bilmiyordum dedim. Anlatabilir misin? Öyle anlaşıyor ki neredeyse tam üç yıl önce Bertie’nin evinde erkek kardeşi ve bir grup başka arkadaşı için bir parti veriyordu. Konuklardan biri de Omaha’daki büyük inşaat şirketi Peter Kiewit&Sons’un

eski CEO'su olan, halen telekomünikasyon şirketi Level 3'in başkanlığını yürüten Walter Scott'tu.

Buffett, "Walter beni kenara çekti ve başka bir odada bir dakika konuşup konuşamayacağımızı sordu," diyor. "MidAmerican adlı geleceği olmayan bu şirketten söz etti. İş Wall Street'e de anlatmaya çalışmışlar, ama analistler AES veya Calpine gibi 'hızlı işlem' dedikleri (çok fazla işlem yapan anlamında) şirketler aradıklarından bunu beğenmemişler. Walter, MidAmerican'ı müstakil olarak almayı düşündüklerini söyledi ve ilgilenip ilgilenmeyeceğimi sordu. İlgilenirim dedim."

Bu noktada kamu hizmeti veren çok sayıda şirketin hisselerinin internet kuluçka makineleri veya B2B hisseleri kadar sıcak ve abartılmış olduğunu hatırlamalısınız. Örneğin, Calpine ve AES zirvedeyken sırasıyla 56 dolar ve 70 dolardan işlem görüyordu. Bugün ikisi de 2 dolar civarından satılıyor. Kamu şirketi balonunun kökeni 1992 tarihli Enerji Politikası Yasası'na uzanır, bu yasa şirketleri cezp ederek söz konusu işlerin açıkça seksi, kurlsız ucuna çekti. (Düzenlemelere bağlı olmayan kamu hizmeti veren şirketler, enerjiyi garantili müşteriler olmaksızın spekülatif temelde üretir ama piyasa oranlarından satabilir.) Kurlsız işletmelere giderek daha fazla para akmaya başlayınca MidAmerican'ın CEO'su Dave Sokol düşündüğü şeyin muazzam bir fırsat olduğunu gördü: Düzenlemelere bağlı varlıklar göz ardı ediliyordu.

1990'ların ortasına gelindiğinde MidAmerican California, Iowa ve Britanya'da düzenlemelere bağlı kamu şirketlerine sahipti. Fakat Enron ve benzerleri 30 ila 50'lik Fiyat/Kazanç oranlarıyla övündüğü sırada, MidAmerican kazançlarının altı ila sekiz katından satılıyordu. Sokol, "Diğer şirketlerin ne yaptığını çözemedik," dedi. "Enerji istasyonları inşa edip kapasite artırmaya devam ettiler, sanırım talebin sonsuza kadar yükseleceğini düşündüler. Aynı zamanda ticari işleri de bir sırdı. Kâr etmelerini olanaksız görüyorduk." Bu arada MidAmerican'ın hissesi durgunlaşıyordu. Sokol bunun üzerine Ekim 1999'da kamu piyasalarından çekilip şirketi Buffett'a satmaya karar verdi. Berkshire sonunda şirketin % 80'ini hisse başına 35,5 dolardan, 3,3 milyar dolar maliyetle satın aldı.

Buffett'in zamanlaması mükemmel olmamakla birlikte mükemmele yakındı. 2001 yazına gelindiğinde düzenlemelere bağlı olmayan enerji

şirketleri -başta Enron olmak üzere- çarpıcı biçimde çökmeye başladı. O yılın başlarında durum bu oyuncuların çoğu için vahimleşti, bunlar arasında kendisini aniden büyük miktarda nakit ihtiyacı içinde bulan Williams Cos. da vardı. Williams Rocky Mountains'ten Las Vegas ve California'ya 935 millik mesafeden günde 850 milyon feet küp gaz taşıyan Kern River boru hattını satışa çıkarmak zorundaydı. Fiyat etiketi 950 milyon dolardı, bu fiyat piyasanın iki yıl önce vereceği değerden yüz milyonlarca dolar düşüktü.

Buffett açısından daha da tatlı olan MidAmerican'ın geçen temmuz ayında günde 4,3 milyar feet küp gaz taşıyan, 16.600 millik Northern Natural Gas boru hattını satın alması oldu. Buffett belirgin bir keyifle sırtını kanepeye dayayıp öyküyü sanki devasa bir ton balığı yakalayışını anlatırmış gibi aktardı: "Northern Natural bir zamanlar tanınmış bir Omaha şirketi idi. 1986'da Houston'da daha küçük bir şirketi olan bir adam gelip, 'Hadi birleşelim, ben Omaha'ya geleceğim,' dedi. Omaha'daki çoğu insan aldatıldığını düşünüyor, çünkü şirket altı veya sekiz ay içinde Houston'a taşındı. Tabii ki Houston'dan gelen adam Ken Lay'di ve şirketin adı Enron oldu. Bir yıl önce Enron'un başı derde girdiğinde Dynergy ile bir anlaşma yaptı. Anlaşmaya göre Dynergy 1,5 milyar dolar koydu ve az çok teminat olarak Northern Natural'ı aldı. Böylece Dynergy bir buçuk milyarı karşılığında boru hattını devraldı ve ardından onun da başı derde girdi. Bunun üzerine bir cuma günü bizi arayıp gelecek haftaya kadar nakit karşılığında kapanacağından emin olduğumuz bir anlaşma yapmamız gerek dediler. Dolayısıyla oraya bir ekip gönderip pazartesi sabahına kadar sözleşmeyi imzaladık."

Matematik şöyle işliyor: Enron ocak ayında boru hattını 1,5 milyar dolar karşılığında Dynergy'ye satıyor. Dynergy de altı ay sonra Buffett'ın MidAmerican şirketine...burası önemli... 928 milyon dolara satıyor. Mükemmel!

MidAmerican şu anda ülkedeki gazın yaklaşık % 10'unu taşıyor. Buffett, "Belki de asla başka anlaşma yapmayacağız, ama bu çok büyük bir şirket olabilir," diyor. "MidAmerican büyük ölçekli olduğu için yararlı."

* 1 feet kup= 0 02832 metre kuptur

Potansiyel olarak da çok büyük ölçekli. Berkshire sonunda bu şirkete 10 milyar ila 15 milyar dolar daha yatırmak zorunda kalabilir. Eğer bunu çok muazzam bir rakam gibi görüyorsanız. Berkshire'ın artık yatırımları sigorta ve aktif şirketleri aracılığıyla yılda yaklaşık 5 milyar dolar nakit ürettiğini düşünün. "Haftada 100 milyon dolar alıyoruz ve bununla ne yapılması gerektiğini tespit etmek zorundayım," diyor. "Bu sevindirici bir sorun, ama bir sorun, özellikle onunla aptalca bir şey yaparsam ve bunu yapmak kolay."

Bertie'nin evindeki akşam yemeğinden sonra Don Graham, Buffett ve ben, Graham'ın kiraladığı Ford Taurus'a binip Pebble Beach'e döneceğimiz yolu bulmak için çabalamaya başlıyoruz. Söylemek yapmaktan daha kolay. Ortalık zifiri karanlık ve ben arka koltukta elimde bir haritayla yolu göstermeye çalışıyorum. Pebble Beach'in kapkaranlık okyanus yollarından geçerken Buffett, "İyi ki Don kullanıyor, gece araba kullanmaktan hiç hoşlanmam. Geceleri o kadar iyi göremiyorum," diyor.

Evet, o bir ölümlü, hatta giderek yaşlanıyor. Her hafta nereye yatıracığını tespit etmesi gereken 100 milyon doları oluyor, ama gece araba kullanma sorunu var. Ziyaretimin başlarında Buffett beni açık saçık palindromik sözcüklerle kahkahadan kırıp geçirmişti. (Özür dilerim, ama bu aile magazinine giriyor.) Bu *New York Times*'ta hisse opsiyonu muhasebesinin güvenilirliği konusunda muhalif makaleler yazan kişiyle aynı Yurttaş olabilir mi?

Bir diğer bariz çelişki: Hissedarlarının yer çekimine her seferinde karşı koyacağına güvendiği adam aynı hissedarlara yer çekiminin daima kazandığını söylüyor.

Buffett kısmen Berkshire'ın sürekli büyümesi nedeniyle, şirketin hissesinin gelecekteki performansının geçmişteki muhteşem getirilerle aynı olamayacağı konusunda Berkshire'daki grubunu yıllardır uyarıyordu. Şimdi o gelecek Berkshire'ın bugüne kadarki görece en kötü getirisinin görüldüğü 1999 oldu. Ölçülü Buffett'ın performansını ölçmek için kullanmayı sevdiği şey Berkshire'ın hisse başına defter değerindeki yıllık değişim ile S&P 500'ün toplam getirisindeki yıllık değişimi karşılaştırmak. 1999'da Berkshire'ın defter değeri 1998'e göre 0.5 artarken, S&P 500 hızla yükseliş % 21 oldu (yani, yüzde 20.5'lik bir görece düşük performans). 2001

yeni bir Berkshire anomalisi üretmiş olsa da, şirket o tarihten bu yana üstün performans gösterme tarzına geri döndü. Bu, Berkshire'ın defter değerinin düştüğü tek yıldır. Yüzde 6,2'lik düşüşün nedeni büyük ölçüde 11 Eylül'de Dünya Ticaret Merkezi'ne yapılan terör saldırısı nedeniyle Berkshire'ın sigortacılık faaliyetlerinden 2 milyar doların üzerinde zarar etmesiydi.

Bu kötü haberdir. İyi haber ise 11 Eylül nedeniyle sigortacılık sektöründe fiyatlamaların sağlamlaşmasıydı (yani, kapsam bedeli yükselmisti) ki bu Berkshire'ın sigortacılık faaliyetlerinin bilançosu için potansiyel olarak iyi bir şeydi. (Son dönemde piyasada Berkshire'ın GE'nin reasürans işi olan Employers Re'yi satın alacağı söylentisi vardı.) S&P'nin yılbaşından bugüne % 20 düşüş kaydettiği ve Berkshire'ın faaliyetlerinin iyi gittiği -30 Haziran itibarıyla Berkshire'ın defter değeri % 7,6 yükselmisti- düşünüldüğünde, yeni bir görece üstün performans yılı muhtemel görünüyor. Berkshire'ın hissesine gelince, son dönemde kesinlikle durumunu koruyor. 10 Mart 2000'de Nasdaq 5.132 ile zirveye çıktı (gün içinde). Aynı gün Berkshire uzun yıllar boyunca görülen en düşük düzeyine, 40.800 dolara indi. Son günlerde ise Nasdaq % 75'lik düşüşle 1.270'ten işlem görürken, Berkshire % 81'lik yükselişle 74.000 dolarda. Tabii ki BRK son bir, iki, beş, on, 15 yıl boyunca S&P 500'ü yendi; dönemin adını siz koyun.

Buffett'ı ziyaret ettikten sonraki hafta zamanımı Berkshire şirketlerinin CEO'larından bazılarıyla görüşerek geçirdim. Şu anda sayıları 40'a yakın ve Buffett keyifle Berkshire'ın 38 yılında hiçbirinin şirketi bırakıp başka bir yerde işe girmeyi tercih etmediğini söylüyor. Bu kısmen Buffett'ın bir yönetici olarak maharetinin önemsenmeyen bir yönünü, insan yönetme becerisini yansıtıyor olmalı. Uçakların küçük hisselerini kiralayan Net-Jets'in başındaki Rich Santulli, "O, insan yetenekleri konusunda en iyi yargıçtır," diyor. "Ve insanlar onunla çalışmak ister."

Buffett'ın şirketlerinin başarısına bakıldığında Santulli haklı görünüyor. Bu dikkate değer bir CEO grubu, yalnızca yetenekleri değil iş aşıkları da etkileyici. Grupta bazı seksenlikler de var, Flight Safety'nin CEO'su 85 yaşındaki Al Ueltschi ve ayakkabı fabrikası H.H. Brown'ın 80 yaşındaki CEO'su Frank Rooney de bunlar arasında.

Diğer yandan 43 yaşındaki Joe Brandon en genç Berkshire CEO'larından biri. Bir yıl önce General Re'nin başkanlığına getirilen Brandon aynı zamanda Berkshire'ın hararetli koltuklarının en sıcakta oturuyor. Berkshire'ın 1998'de 22 milyar dolarlık hisse senedi karşılığında satın aldığı Gen Re'nin 11 Eylül öncesinde bile sorunları vardı. Sigorta işlemleri disiplinsizdi, getirileri ise vasatın altındaydı. Buffett hissedarlardan şirketin performansı konusunda özür dileyecek kadar ileri gitmişti.

Peki Joe, ihtiyar sana nasıl davranıyor? Brandon, "Her yönden destekleyici oldu," diye diyor. "Evet, dünyadaki en akıllı adamlardan biri için çalışıyorsunuz, bu yüzden hazırlıklı olmanız iyi olur. Fakat insanlar onun ne kadar muhteşem bir yönetici olduğunu anlamıyorlar." Brandon'un söyledikleri kesinlikle doğru ve yine bilinmiyor. Bunun nedeni kısmen bizzat Buffett. Buffett tekrar tekrar, "İşletmeleri alır ve yoldan çekilirim," diyor. Ancak durum tam olarak böyle değil.

Daha derine indikçe Buffett'ın şirketlerinin her biriyle, ilgi alanına ve söz konusu işin dikkatini çekip çekmediğine bağlı olarak ilgilendiğini keşfediyorsunuz. Örneğin, Brandon Buffett ile haftada birkaç kere görüşüğünü söylüyor. Fakat Buffett, Berkshire'ın diğer reasürans şirketinin başındaki Ajit Jain ile her gün görüşüyor. Bunun nedeni Jain'in işini kötü yapması değil. Tam tersine, Buffett size en yetenekli yöneticilerinden birinin Jain olduğunu söyleyecektir; mesele yalnızca muazzam büyüklükte risklerin sigorta edilmesinin -örneğin Olimpiyat Oyunları- Berkshire üzerinde önemli finansal etkilerinin olması. İşin bunun gibi muazzam parçaları için sigorta fiyatlandırmasının Buffett'ın çok sevdiği bir disiplin olduğu da doğru. Diğer şirketlerinden bazıları için Buffett'ın söyledikleri şöyle: "GEICO bana her salı rakamlarını gönderir, internet ziyaretleri, internette sonuçlandırılan işler, biten telefon sorguları. Bunlara bayılıyorum. Shaw günlük satış rakamlarını faksla bana gönderir. Noel yaklaşırken -bir ay önce- mücevher mağazalarımıza ve şekerleme işimize ait günlük satış rakamlarını almayı severim."

Buffett sarsıcı bir yığın rakamı incelese ve hatta şeytan gibi çalışsa da, asla A tipi bir patron değil. Dokuz yıldır sekreterliğini yapan Debbie Bosanek, "Evet, ona yetişmek için paten takmam gerekse de asla kızdığını görmedim," diyor. "Ancak, kendisine yalan söylenmesinden hoşlanaca-

ğını sanmıyorum. Eğer bir yanlış yapar ve bunu ona söylerseniz sorun olmaz ama bunu örtbas etmek istemezsiniz.” CapCities’in kurucusu Tom Murphy, “Her sabah uyanır ve eğlenmek için işe gider. Bu çalışma değildir. Yalnızca sevdiği insanlarla birlikte olur, böylece strese girmez,” diye ekliyor. Buffett muhtemelen Amerika’da günün çoğunu okuyarak geçiren birkaç CEO’dan biri. Buffett e-posta göndermez ve Berkshire genel merkezinde boşa zaman tüketen toplantılar yapılmaz. Ortağı Charlie Munger, “Warren masanın etrafında oturmuş sürekli saçmalayan insanlarla dolu bir odada bulunduğunda kör edici baş ağrıları çeker,” diyor. Kırk yıldan uzun zamandan beri beraber olan Buffett ve Munger eskiden sürekli konuşurlarmış, ama şimdi daha az konuşmaya başlamışlar: “Artık Warren neredeyse düşündüğüm her şeyi biliyor. Benim de arada bir ona yararlı olacak şeyleri bildiğim oluyor.”

Uzun lafın kısısı, Buffett’ın zamanını ve beyin gücünü bütün bu işlere tahsis etme kabiliyeti yere göğe sığdırılamayacak sermaye tahsis etme yeteneği kadar etkileyici. Buffett’ın da yönetim kurulunda olduğu Washington Post Co.’dan Don Graham, “Süper akıllı insanlar çoğu işleri daha da karmaşıklştırma eğilimindedir,” diyor. “Fakat onun işleri açıkça ifade etmek ve onları basitleştirmek konusunda olağanüstü bir yetereği var.”

Fakat bir dakika, müziği durdurun. Bu adamı sevmeyen bazı insanlar da olmalı, öyle değil mi? Evet, kesinlikle. Bu aslında uzun bir liste. Buffett hisse opsiyonları aleyhine yoğun bir lobi yürüttü, bu yüzden Sili-kon Vadisi’ndeki kalabalık ondan çok hoşlanmıyor. Bazıları da Buffett’ın şirket yönetimi konusundaki bütün yakınmalarına karşın Berkshire’da dışarıdan alınan yönetici sayısının yeterli olmadığına işaret ediyor. Buffett Planned Parenthood örgütüne para veriyor, bu yüzden yaşam hakkı savunucuları tarafından pek sevilmiyor. Çoğu yatırım bankacısı onu sevmiyor -onu yenemiyorlar- ve Wall Street analistleriyle dost değil, onlara yol göstermez. Piyasayı her zaman, sürekli yenen biri (“yegâne kişi”) olarak etkin piyasa teorisinin müritlerini çılgına çeviriyor olmalı. Meslekte kalmasını pek desteklemediği için Harvey Pitt, Buffett’a biraz sinirlenmiş olabilir. Bir de bu yılın başlarında Berkshire’nın yönetim kurulu üyeliği için Buffett’a karşı 16.712 oy kullanılmış olması var. (Lehine 1.140.816 oy verildiği kayda geçmeli.)

Ancak genel olarak bakıldığında, Buffett'ın prestiji asla bu kadar yüksek olmamıştı ve o bu şöhreti önemli ekonomik ve siyasi konularda önerilerde bulunmakta kullanıyor. Örneğin, hisse opsiyonu savaşının yanı sıra, FDIC'ye benzer bir federal terörizm sigorta fonunu desteklemek için de sesini yükseltti. "Nükleer saldırı sigorta sektörünü iflas ettirecek," diyor. "Federal hükümetin ülkeyi her koşulda kurtarması gerekecek. Bu fonu sonradan oluşturmak yerine niçin bir şeylerin gerçekleşmesinden önce kurmayalım?"

Pebble Beach'teki golf sahasında nükleer yıkımdan konuşmak uygun olmasa da bunun Buffett'ı rahatsız etmediği anlaşılıyor. Bir nükleer bomba diyor, "en üzücü şeydir. Bu olacak. Kaçınılmaz. Bunun olmaması için hiçbir neden görmüyorum. Fakat olasılıkları azaltabiliriz. Eğer belli bir yılda bir şeyin gerçekleşme olasılığı % 10 ise -bu olasılığın doğru olup olmadığını bilmiyorum; hiç kimse bilmiyor- 50 yıl içinde gerçekleşme olasılığı % 99,5'tir. Verili yıldaki olasılığı % 3'e indirirseniz, 50 yıl içindeki olasılık yaklaşık % 78 olur. Yılda % 1'e düşürürseniz, 50 yıl içindeki olasılık % 40 civarına iner, dolayısıyla herhangi bir şeyin yıllık gerçekleşme olasılığını azaltmak çocuklarınızın ömürleri boyunca böyle bir olaya tanıklık etmeden yaşama olasılığını açık biçimde yükseltir. Bilgiden kurtulamazsınız. Materyalleri kontrol etmeye çalışabilirsiniz. Kasıttan asla kurtulamazsınız. Bu insanlığın esas sorunudur."

Akşamüzeri, batmakta olan güneş golf sahasının Buffett'ın penceresinden görünen bölümünü hafifçe aydınlatırken, yerine kimin geçeceğini ilişkin kaçınılmaz soruyu veya daha özensiz söylersek, kendisi ölünce ne olacağını soruyorum. Bu soru Buffett'a bir milyon kez sorulmuştur ve bir milyon yanıt vardır; en sevdiği yanıtlardan biri, "Umarım hisse çok fazla yükselmez," şeklindedir. Ama bu sefer ciddileşiyor. "Bak, bu şirket benden çok daha uzun yaşayacak," diyor. "Bu işler 50 yıl sürecek. Muhteşem bir yönetici takımımız var. Onlar şirketin nasıl çalıştığını biliyor. Bu gerçekten oldukça basit bir iş."

Gerçekten mi? Pekâlâ, bu sefer farklı olmasını diliyorum. Mesele, pek yönetimle ilgili değil. Muhtemelen bu yöneticiler kalacak ve para basmaya devam edecek. Sigorta işlerinin oldukça fazla karmaşık oluşuna da aldırış etmeyin. Mesele, Buffett'ın sermaye tahsis kabiliyetini sergile-

menin zorluğu. Buffett'ın dostları yerinin doldurulamayacak olmasından kaygı duyuyorlar.

Ailesine gelince, çeşitli yollarla bugünkü ve yarınki Berkshire ile bağlantılı durumdalar. Buffett'ın eşi Susie, Berkshire'ın yönetim kurulu üyesi ve San Francisco'da yaşıyor ama sık sık Buffett ile seyahat ediyor. (Buffett 20 yıldan uzun bir süredir Omaha'da Astrid Menks adlı bir kadınla birlikte yaşıyor. Bu benzersiz bir anlaşma ama tüm tarafları memnun ettiği anlaşılıyor.) Susie Buffett aynı zamanda Buffett Vakfı'nın CEO'su. Buffett'ın Berkshire'daki hissesinin değeri şu anda 34 milyar dolar, ölünce Susie'ye kalacak (Buffett'ın önce öleceğini varsayarsak) ve ardından Susie de öldüğünde tüm varlıkları Buffett Vakfı'na devrolacak; bu varlıkların dağıtımını vakıf yapacak. Kısa süre öncesine kadar bir tarım cihazları şirketinin üst düzey yöneticisi olan büyük oğlu Howard aynı zamanda Berkshire'ın yönetim kurulunda ve babası öldüğünde şirketin icra sorumluluğu olmayan yönetim kurulu başkanı olacak. Buffett'ın ev hanımı olan kızı Susie ve müzisyen oğlu Peter vakfın mütevelli heyetinde.

Buffett öldükten sonra vakıf dünyanın en büyük hayır kurumlarından biri haline gelecek. Ancak merak uyandıran noktalardan biri Buffett'ın paranın nereye gideceğini belirlememiş olması. Vakfın mütevelli heyeti bu ödemeler konusunda tam takdir yetkisine sahip olacak. Şu anda Buffett'ın muhteşem mirasının tamamen belirgin olmayan tek kısmı bu olabilir.

Fortune mektuplar sütunundan bir mektup

17 Şubat 2003

“Kâr Payı Piyasasında Yatırım” başlıklı makalede (Investors’s Guide) koyu harflerle yazılan, “Kâr payı ödeyen her yatırım iyi yatırım değildir. En cazip olanların çoğu oldukça risklidir,” ifadesi çok yakıcı bir şey hatırlatıyor. Ocak 1956’da % 8,5 kâr payı öder gibi görüldüğü için bir tekstil şirketinin hisselerinden satın aldım. Fakat sonra kâr paylarının henüz net gelirdeki düşüşle aynı düzeye gelmediği ortaya çıktı. Hisseyi bir yıl sonra % 64 zararla sattım. Bu hayatımın en büyük yanlışlığıydı. Şirket, bundan birkaç yıl sonra Warren Buffett’ın devraldığı Berkshire Hathaway’di. Lütfen bana sattığım hissenin şu andaki değerini söylemeyin.

ROBERT H. PASCHALL
Piskopos, California

Bir “mega-felaket”ten kaçınmak

17 Mart 2003

***Berkshire Hathaway'in 2002 yıllık raporunda
Buffet'in hissedarlara hitaben yazdığı mektuptan alıntı***

“Finansal kitle imba silahları.” Kamuoyu Buffett'in türevlere ilişkin bomba etkisi yaratan -ve kısa zamanda tüm dünyada meşhur olan- bu ifadesiyle ilk kez Fortune 'da yayınladığımız aşağıdaki alıntıda karşılaşmıştı. Berkshire'in 2002 yıllık raporundan yaptığımız bu alıntı, raporun yayınlanmasından kısa bir süre önce Fortune 'da yer almıştı.

Fakat sonra ... Buffett 2000'lerin ortasında, tam finans krizi sırasında Berkshire için çoğu büyük ölçüde riskli görünen bir dizi türev sözleşmesi satın aldı. Durumu daha da karmaşıklaştıran şey, Charlie Munger'in finans dünyasının patronu olsaydı, sosyal değerinin sıfırdan çok daha düşük olduğunu düşündüğü tüm türevleri defedeceğini söylemesi oldu.

Bütün bunların Berkshire hissedarlarının kafasını derinden karıştırdığını söyleyecek miyiz? Peki yıllık toplantılarda birkaç kişinin sorduğu bınçlı sorularla kanıtlandığı üzere bazılarının kızdığını?

Bu muammanın ilk açıklaması Buffett'in tıpkı diğer menkul kıymetler gibi türevlere inanması, alıcı hem riski hem de fiyatlamaı gerçekten biliyorsa bunların da güvenle satın alınabileceğini düşünmesidir. Deneyimine dayanan bir güven sergileyen Buffett, her iki sorunla da baş edebileceğini hissetmekte. Esasında yaşamını, yanlış fiyatlandırmayı her nerede ortaya çıkarsa -tabii ki hisse senetleri ve işletmelerde, ama aynı zamanda tabvillerde, emtiada, dövizde ve hatta televizyon istasyonlarında (“Küçük kolejin yatırım oyunundaki büyük skoru” başlıklı makale, bkz. sayfa 56)- görüp tespit etmeye çalışarak neşeyle geçirdi. Hiç kimse onun bu bafiyelik işinde başarısız olduğunu söyleyemez. Bu nedenle, son yıllarda tartışmalı biçimde türevlere uzanmasını da kolaylıkla, yan-

lış fiyatlandırma diyarında -bakımı yapılacak bir başka sevimli bahçede- çıktığı yeni bir keyif gezisi olarak açıklayabiliriz. Sonra, tabii ki eğer Buffett iseniz ve mütihş bir şey görürseniz, harekete geçmeniz gerekir. Buffett'ın yanlış fiyatlandırılmış menkul kıymetleri gözden kaırabileceğine inanmıyorum.

Buffett'in 2000'lerin ortasında tartışmalı biçimde girdiği türev sözleşmeleri bugüne kadar Berkshire'in kazançlarının oynaklığını artırdı (bu Buffett'ın bi önem vermediği bir konudur) ama diğer açılardan yalnızca yararlı etkileri oldu. Aslında Buffett yıllık mektubunda a) Berkshire'in türevlerince üretilmiş olan milyarlarca dolar tutarında yatırıma akıtılacak nakit fazlasına ve b) bunun yanı sıra, bunların üzerinden tatmin edici miktarlarda sigorta kârı kazanma beklentisine tekrar tekrar değindi. Defterlerdeki sözleşmelerden bazıları 2028'e, yani yüzüncü doğum gününün iki yıl öncesine uzandığından, bunların nasıl sonuçlandığını görmek için hayatta olmayı da diliyor. — CL.

Charlie [Munger] ve ben türevlerle onlara eşlik eden işlemler konusunda aynı fikirdeyiz: Bunları hem bu tür işlemleri yapan taraflar, hem de ekonomik sistem için birer saatli bomba gibi görüyoruz.

Daha sonra geri döneceğim bu görüşü ilettikten sonra türevleri açıklamaya devam etmeme izin verin. Ancak türev sözcüğü olağanüstü geniş bir dizi finansal sözleşmeyi kapsadığı için bu genel bir açıklama olmak zorunda. Bu enstrümanlar esas olarak faiz oranları, hisse senedi fiyatları veya döviz değerleri gibi bir veya daha fazla referans birimiyle belirlenecek miktarlarda, gelecekteki bir tarihte el değıştirecek para talep eder. Örneğin, eğer bir S&P 500 vadeli işlem sözleşmesinde *uzun* veya *kısa* tarafta iseniz, çok basit bir türev işleminin taraflarından birisiniz demektir; kazancınız veya kaybınız endeksteki hareketlerden *türer*. Türev sözleşmelerinin süreleri değışir (bazen 20 veya daha fazla yıllık olabilir) ve değerleri genellikle çeşitli değışkenlere bağlıdır.

Türev sözleşmeleri teminat altına alınmış veya garantili değilse, nihai değerleri aynı zamanda sözleşmenin diğer taraflarının kredi değirliliğine bağlıdır. Ancak bu arada, sözleşme sona ermeden önce, taraflar bir ku-

ruş bile el değıştirmeden cari mali tablolarına kâr ve zarar kaydederler; genellikle muazzam miktarlarda.

Türev sözleşmelerinin çeşitliliğı yalnızca insanın (veya öyle anlaşılıyor ki bazen çılgın insanların) hayal gücüyle sınırlıdır. Örneğın Enron'da uzun yıllar sonra vadesi dolacak gazete ve geniş bant türevleri defterlere kaydedilmişti. Diyelim ki 2020 yılında Nebraska'da doğacak ikizlerin sayısı konusunda tahminde bulunduğunuz bir sözleşme yapmak istiyorsunuz. Sorun yok, bir fiyat karşılığında yardıma hazır bir karşı tarafı kolayca bulursunuz.

Gen Re'yi satın aldığımızda, tehlikeli olacağını düşündüğümüz için Charlie'nin de benim de istemediğimiz bir türev işlemcisi olan General Re Securities'i de almış olduk. Ancak bu şirketi satma girişimlerimiz başarısız oldu ve şimdi onu feshediyoruz.

Fakat bir türev işini kapatacağım demek, kapatmaktan daha kolaydır. Bu faaliyetten bütünüyle kurtulmamız uzun yıllar alacak (her gün riskimizi azaltmamıza rağmen). Aslında, reasürans ve türev işleri birbirine benzer: Tıpkı Cehennem gibidirler, girmesi kolay çıkması neredeyse olanaksızdır. Her iki sektörde de önce bir sözleşme yaparsınız -ki bu onyıllarca sonra büyük bir ödeme gerektirebilir- ve bu genellikle üstünze yapışır kalır. Riskin başkalarına aktarılabilceğı yöntemlerin olduğu doğrudur. Fakat bu tür stratejilerin çoğı sizi artık yükümlölükle baş başa bırakır.

Reasürans ve türevlerin bir diğeri ortak yönü her ikisinin de çoğunlukla çılgınca abartılı gösterilen net kazanç üretmesidir. Bunun yapılabilmesinin nedeni, bugünün kazançlarının, yanlışlıkları belirgin biçimde uzun yıllar açığa çıkarılamayabilecek hesaplamalara dayanmasıdır.

Hatalar genellikle bilerek yapılmamakta, kişinin taahhütlerine iyimser bakması gibi insana dair bir eğilimini yansıtmaktadır yalnızca. Fakat türevlere dahil olan tarafları muhasebe hilesi yapmaya teşvik eden muazzam özendiriciler vardır. Türev işlemlerinde ödemeler, genellikle cari piyasa fiyatına göre hesaplanan "kazançlar" (tamamen veya kısmen) üzerinden yapılır. Fakat çoğunlukla gerçek bir piyasa yoktur (ikizlerle ilgili sözleşmeyi düşünün) ve "modele uygun değerieme" kullanılır. Bu değışiklik büyük ölçekli şeytanlıklara neden olabilir. Çoklu referans birimleri

ve ileri vade tarihleri içeren sözleşmeler genel bir kural olarak tarafların gerçek dışı varsayımlar kullanma fırsatlarını artırır. Örneğin, ikizler senaryosunda sözleşmenin iki tarafı pekâlâ *ikisinin* de uzun yıllar boyunca ciddi kârlar göstermesine izin veren farklı modeller kullanabilir. Modele uygun değerlendirme uç vakalarda dejenerasyona uğrayıp benim “efsaneye göre değerlendirme” dediğim şeye dönüşmektedir.

Tabii ki hem iç hem de dış denetçiler rakamları incelemektedir, ama bu hiç de kolay bir iş değildir. Örneğin, General Re Securities yıl sonunda (faaliyetine son verildikten on ay sonra) dünyanın her yerinde 672 tarafı bulunan henüz vadesi gelmemiş 14.384 sözleşmeye sahipti. Her sözleşmenin bir veya daha fazla referans biriminden türeyen artı veya eksi değeri vardı ve bunlardan bazıları akıllara durgunluk veren karmaşıklıktaydı. Bunun gibi bir portföye değer biçen uzman denetçiler kolaylıkla ve samimiyetle birbirinden çok farklı görüşlere sahip olabilirlerdi.

Değerleme sorunu akademik olmaktan çok uzaktır: Son yıllarda türev işlemleri bazı muazzam ölçekli sahtecilikleri veya sahtecilik benzeri işleri kolaylaştırdı. Örneğin, enerji ve elektrik sektörlerinde şirketler büyük “kazançlar” göstermek için türevlerden ve borsadaki alım-satım faaliyetlerinden yararlandılar, çatı çöküp bilançolarındaki türev ilişkili alacakları fiilen dönüştürmeye çalışıncaya kadar. Bunun ardından “piyasaya uygun değerlendirme”nin aslında “efsaneye uygun değerlendirme” olduğu ortaya çıktı.

Türev işinde değerlendirme hatalarının simetrik olmadığından eminim. Neredeyse daima ya multi milyon dolarlık bir ikramiyeye göz dikmiş bir trader'ı ya da etkileyici “kazançlar” göstermek isteyen bir CEO'yu (veya her ikisini) desteklemişlerdir. İkramiyeler ödenmiş ve CEO opsiyonlarından kâr etmiştir. Hissedarlar gösterilen kazançların sahte olduğunu çok geç öğrenmiştir.

Türevlerle ilgili bir başka problem de, bir şirketin bütünüyle alâkasız bir nedenle yaşadığı bir sorunu ağırlaştırmalarıdır. Bu yığılma etkisine neden olan şey, çoğu türev sözleşmesinin, kredi notu düşen bir şirketin diğer taraflara derhal teminat temin etmesini gerektirmesidir. Düşünün, genel bir sıkıntı nedeniyle bir şirketin kredi notu düşüyor ve türevler anında *kendi* şartlarıyla şirketin başına çöküp beklenmedik ve muazzam bir nakit teminat talebi dayatıyor. Bu talebi karşılama gereği şirketi bir

likidite krizine sokabilir ve bazı durumlarda bu notun daha da düşmesini tetikleyebilir. Sonunda bu şirketi iflasa götürecek bir sarmala dönüşebilir.

Türevler aynı zamanda işlerinin çoğunu başkalarına aktaran sigortacı veya reasüransçıların üstlendiği riske benzeyen durum da yaratabilir. Her iki durumda da, zaman içinde genellikle birçok taraftan muazzam alacaklar birikir. (Yaklaşık bir yıldır tasfiye sürecinde olmamıza rağmen Gen Re Securities'te hâlâ 6,5 milyar dolarlık alacağımız var.) Bir katılımcı büyük kredi risklerinin çeşitlendirileceğine inanarak ihtiyatlı olduğunu ve bu nedenle durumun tehlikeli olmadığını düşünebilir. Ancak belirli koşullar altında A Şirketi'nden bir alacağın kötü gitmesine neden olan dış kaynaklı bir olay, aynı zamanda B Şirketi'nden Z Şirketi'ne kadar tümünü etkileyecektir. Tarih bize bir krizin genellikle daha sakin dönemlerde birbirleriyle bağlantı kuracakları hayal edilemeyecek problemlere neden olduğunu öğretir.

Federal Reserve Sistemi'nin kuruluş nedenlerinden biri bankacılıkta “zincirleme reaksiyon” sorununun fark edilmesi idi. Fed kurulmadan önce, zayıf bankaların batması bazen daha önce güçlü olan bankalardan ani ve beklenmedik likidite taleplerine yol açıyor ve onların da batmasına neden oluyordu. Fed artık güçlüleri zayıfların sorunlarından ayrı tutuyor. Ama sigorta veya türevlerde dominoların devrilmesini önleme işiyle görevlendirilmiş herhangi bir merkez bankası yok. Bu sektörlerde esas itibarıyla sağlam olan şirketler yalnızca zincirin daha altlarındaki şirketlerin yaşadığı sorunlar nedeniyle sıkıntıya girebilir. Bir sektörde “zincirleme reaksiyon” tehdidi varolduğunda, her türden bağlantıyı minimize etmek için bedel ödenir. Reasürans işimizi böyle yürütürüz ve türevlerden çıkmamızın nedenlerinden biri budur.

Çoğu insan türevlerin sistemik sorunları azalttığını iddia ediyor, belirli riskleri üstlenemeyecek katılımcılar onları daha güçlü ellere transfer edebiliyormuş. Bu insanlar türevlerin ekonomiyi istikrara kavuşturduğunu, ticareti kolaylaştırdığını ve katılımcıların toslayacağı tümsekleri ortadan kaldırdığını düşünüyor. Mikro düzeyde söyledikleri çoğunlukla doğru. Hatta Berkshire'da bazen belirli yatırım stratejilerini kolaylaştırabilmek için büyük ölçekli türev işlemlerine giriyorum.

Ancak Charlie ve ben makro tablonun tehlikeli olduğunu ve tehli-

kenin daha da arttığını düşünüyoruz. Büyük miktarlarda risk, özellikle kredi riski, görece az sayıda türev işlemcisinin elinde birikmiştir ve ayrıca bunlar birbirleriyle yoğun biçimde işlem yapmaktadır. Birinin yaşadığı sorun hızla diğerlerine bulaşabilir. Üstelik, bu işlemciler işlemci olmayan taraflardan muazzam miktarlarda alacaktır. Daha önce belirttiğim gibi, bu taraflardan bazıları tek bir olay nedeniyle (telekomünikasyon sektörünün çökmesi veya ticari enerji projelerinin değerinde hızlı düşüş gibi) eşzamanlı sorunlar yaşamalarına neden olacak şekilde bağlantılıdır. Bağlantı aniden su yüzüne çıktığında ciddi sistemik sorunları tetikleyebilir.

Gerçekten de 1998'de tek bir hedge fonunun, Long-Term Capital Management'ın kaldırıcı ve türev ağırlıklı faaliyetleri Federal Reserve'in ciddi biçimde endişelenerek hızla bir kurtarma harekâtı düzenlemesine yol açtı. Fed yetkilileri daha sonra Kongre'ye verdikleri ifadede, müdahale etmemiş olsalardı LTCM'nin -kamuoyunun tanımadığı ve yalnızca birkaç yüz kişi çalıştıran bir şirket- açık işlemlerinin Amerikan piyasalarının istikrarına yönelik ciddi bir tehdit oluşturabilecek boyutta olduğunu söylediler. Diğer bir deyişle, Fed yöneticileri, LTCM dominosu devrildiğinde diğer finans kurumlarına neler olabileceğinden korktuğu için harekete geçmişlerdi. Bu olay, sabit getiri piyasasının büyük bölümünü haftalarca felce uğratmasına rağmen en kötü durum senaryosu olmaktan çok uzaktı.

LTCM'nin kullandığı türev enstrümanlarından biri toplam getiri swaplarıydı. Bunlar hisse senetleri de dahil çeşitli piyasalarda % 100 kaldırıcı kolaylaştıran sözleşmelerdi. Örneğin, sözleşmenin genellikle bir banka olan A Tarafı tüm parayı bir hisse senedinin alımına yatırıyor, bu arada B Tarafı hiç sermaye koymaksızın ilerideki bir tarihte oluşan her kazancı alacağını veya bankanın karşılaşılabileceği her zararı karşılayacağını kabul ediyordu.

Bu tür toplam getiri swapları marj şartlarıyla dalga geçiyor. Bunun ötesinde, diğer türev tipleri düzenleyici kurumların kaldırıcı kontrol altına alma yeteneğini ciddi biçimde engelliyor ve genellikle bankaların, sigortacıların ve diğer finans kurumlarının risk profillerini karmaşıktırıyor. Benzer biçimde, deneyimli yatırımcılar ve analistler bile ağırlıklı olarak türev işlemlerine girmiş şirketlerin mali durumunu analiz ederken

büyük sorunlarla karşılaşılıyorlar. Charlie ile birlikte büyük bankaların türev faaliyetlerinin ayrıntılarına dair uzun dipnotları okumayı bitirdiğimizde, anladığımız tek şey, bu kuruluşun ne kadar risk üstlendiğini *anlamadığımız* oluyor.

Türev cini artık şişeden çıkmıştır ve bu enstrümanlar bir olay bunların zehrini açığa çıkarıncaya kadar çeşitlilik ve sayı açısından neredeyse kesinlikle çoğalacaklardır. Büyük sorunların patlak vermesi nedeniyle türev kullanımının çapıcı ölçüde azaldığı elektrik ve gaz işletmelerine bunların ne kadar tehlikeli olduğu bilgisi zaten sızmış durumda. Ancak, başka yerlerde türev işlemleri kontrolsüz biçimde yayılmaya devam ediyor. Merkez bankaları ve hükümetler şimdiye kadar bu sözleşmelerin doğurduğu riskleri kontrol etmenin, hatta izlemenin etkin bir yolunu bulamadı.

Charlie ve ben Berkshire'ın bir finansal güç kalesi olması gerektiğini düşünüyoruz, hissedarlarımız, alacaklılarımız, poliçe hamillerimiz ve çalışanlarımız adına. Her türlü mega-felaket riskine karşı uyanık olmaya çalışıyoruz ve bu tutum bizi hızla artan uzun vadeli türev sözleşmeleri ve bunların yanı sıra büyüyen muazzam miktardaki teminatsız alacak konusunda gereksiz bir endişeye sevk etmiş olabilir. Ancak bize göre türevler, şu anda örtülü oldukları halde, potansiyel olarak ölümcül tehlikeler taşıyan finansal kitle imha silahlarıdır.

Şu anda paramızı nereye yatırıyoruz?

17 Mart 2003

Buffet'in 2002 yıllık raporunda

hissedarlara hitaben yazdığı mektuptan ikinci alıntı

Özkaynak yatırımlarında az sayıda iş yapmaya devam ediyoruz. Charlie ve ben Berkshire'ın yaptığı önemli yatırımlardan giderek daha fazla memnuniyet duyuyoruz, çünkü bunların çoğunun değerlemeleri düşerken kazançları arttı. Fakat yeni eklemeler yapma eğiliminde değiliz. Bu kuruluşların geleceği iyi olmasına rağmen, henüz hisselerinin düşük değerlendirildiğini düşünmüyoruz.

Bize göre, aynı sonuç genel olarak hisse senetlerinde de geçerli. Fiyatlar üç yıldır düşmesine ve hisse senetlerinin cazibesini önemli ölçüde artırmasına rağmen, ilgimizi biraz çekenlerin bile hâlâ çok az olduğunu düşünüyoruz. Bu iç karartıcı gerçek, Büyük Balon sırasında değerlemelerin ulaştığı çılgınlığın ifadesi. Maalesef, akşamdan kalma hali cümbüşle orantılı olabilir.

Charlie ile benim bugün hisse senetlerinden uzak duruşumuz kesinlikle doğuştan değil. Hisse senedi sahibi olmayı severiz, eğer cazip fiyatlardan alınabiliyorlarsa. Bugüne dek 61 yıllık yatırımcılığım sırasında, yaklaşık 50 yıl bu tür fırsatlar sundu. Benzer yıllar yine olacak. Ancak, en az % 10'luk bir vergi öncesi getiri (bu kurumlar vergisinden sonra % 6 ila % 7 demektir) elde edeceğimize ilişkin çok yüksek bir olasılık görünceye kadar hiçbir şeye karışmadan izleyeceğiz. Kısa vadeli para vergi sonrası % 1'in altında getiri sağlarken, oyun dışında kalmak eğlenceli değil. Ama başarılı yatırımlar zaman zaman eylemsizlik gerektirir.

Bununla birlikte, geçen yıl birkaç "çürük" tahvil ve krediye makul yatırımlar yapabildik. Bu sektördeki taahhütlerimiz toplamda altı katına çıkıp yıl sonunda 8,3 milyar dolara ulaştı.

Çürük tahvillere yatırım yapmakla hisse senetlerine yatırım yapmak belirli yönlerden birbirine benzer. Her iki faaliyet de fiyat-değer hesaplaması yapmamızı ve aynı zamanda cazip ödöl/risk oranlarına sahip çok az sayıda kâğıdı bulabilmek için yüzlercesine göz atmayı gerektirir. Fakat aynı zamanda iki disiplin arasında önemli farklılıklar da vardır. Hisse senetlerinde her taahhüdün iyi gitmesini bekleriz, çünkü kuvvetli rekabet gücüne sahip, yetkin ve dürüst kişilerce yönetilen muhafazakârca finanse edilen işletmelere yoğunlaşırız. Bu şirketleri makûl fiyatlarla satın alabildiğimiz takdirde zararın nadir olması gerekir. Gerçekten de şirketin başında olduğumuz 38 yıl boyunca Berkshire'da yönettiğimiz hisse senetlerinden (yani, General Re/Cologne ve GEICO'da yönetilenler hariç) elde ettiğimiz kazançlar, zararları yaklaşık 1'e 100 oranıyla geçti.

Çürük tahvil alımlarında çok daha marjinal kuruluşlarla iş yapıyoruz. Bu işletmeler genellikle aşırı borçludur ve genellikle düşük sermaye getiriyle nitelenen sektörlerde faaliyet gösterirler. Ayrıca, yönetimin kalitesi bazen tartışmalıdır. Hatta yönetimin çıkarları borçlu olduğu kişi ve kurumlarınkine doğrudan karşı bile olabilir. Bu nedenle, çürük kâğıtlarda zaman zaman büyük zararlarla karşılaşmayı bekliyoruz. Ancak, şimdiye kadar bu alanda oldukça iyi sonuçlar aldık.

Bilge Asya'ya gidiyor

26 Mayıs 2003

CLAY CHANDLER

Warren Buffett'in yazdığı yazılardan birinde, bir işletme fakültesinde ders veriyor olsaydım, her öğrenciden bir internet şirketinin değerini hesaplamasını ister ve yanıt veren herkesi sınıfta bırakırdım dediğini hatırlıyor musunuz? Aynı şeyi Çin hisseleri için de söyleyebilirdi. Halk Cumhuriyeti dünyanın en hızlı büyüyen ekonomisi olmakla övünebilir, ama halka açık şirketlerinin mali durumu Yangtze nehrinin suları kadar bulanık.

Peki Omaha Bilgesi niçin Pekin'in en büyük devlet petrol şirketi PetroChina'daki hissesini artırıyor? Buffett'in Berkshire Hathaway'i nisanda PetroChina'ya 50 milyon dolar yatırdı ve şirketin halka açık hisselerindeki payını % 13'ün üzerine çıkardı. Citigroup'tan Thomas Hilboldt, Buffett Etkisi'nin hisse senedini bir haftada % 12 yükselttiğini söylüyor. Alım Buffett'in şirkete yaptığı yatırımı yaklaşık 500 milyon dolara çıkarıyor ve onu Britanya'nın BP'sinden sonra ikinci en büyük yabancı yatırımcı yapıyor.

PetroChina'yı, Buffett'in dünyanın en zengin ikinci adamı haline gelmesine yardımcı olan "bildiğin şeyi satın al" amentüsüne yerleştirmek zor. Buffett, onyıllardır esas olarak kendi arka bahçesindeki işletmelere bağlı kalmış bir adam. Berkshire Hathaway'in mayıs ayındaki yıllık toplantısında bir açıklama bekleyen yatırımcılar umduklarını bulamadılar. Buffett, "Çin'deki petrol işini oldukça iyi anladığımızı düşünüyoruz," dedi. "Çin konusunda hiçbir büyük yargıda bulunmuyoruz."

Uzun yıllar boyunca Buffett'a karşı bahis oynayan sayısız yatırımcının başı yandı. Yine de bazı Çin analistleri hamleyi sorguluyor. CSFB'den Peter Best, "Bunun başka bazı nedenleri olması gerekir," diyor.

Dünyanın diğer tarafındaki bir bilgisayar ekranından bakıldığında, Çin petrol ve doğal gazının üçte ikisini üreten PetroChina bir kazanan gibi görünebilir. Çin günde beş milyon varilin üzerinde petrol tüketiyor ve bu iştah kesinlikle çoğalacak. Araba satışları geçen yıl yaklaşık % 60 arttı. Dahası, kazançlarının yaklaşık yedi katından işlem gören PetroChina, Exxon Mobil'in 15'lik F/K oranıyla kıyaslandığında kelepirci gibi görünüyor.

Fakat Buffett'ın PetroChina iddiasının fos çıkacağından kaygılanmak için nedenler var. Şirketin üç ana petrol yatağı tamamen sondajlandı. Yönetim üretimi sabit tuttu, ama gözlemciler buna sürdürülemez sondaj giderlerinin eşlik ettiğini söylüyor. Başkaları PetroChina'nın 400.000 işçisinin şişirilmiş ücret bordrosunu sorguluyor.

Bazı yatırımcıların Çin petrolünde daha akıllıca bir oyun olarak CNOOC'u, yani China National Offshore Oil Corp'u tercih etmesinin temel nedenlerinden biri maliyet kaygıları. Yatırımcılar CNOOC'ye kurumsal yönetim konusunda daha yüksek not veriyor ve şirketin yıllık geliri son üç yılda % 13 artarken PetroChina'nın (PTR) % 4 arttı. Kaldı ki PTR'nin Buffett'ı var.

Editörün notu: Berkshire PetroChina hisselerini 2007'de sattı ve Buffett o yılın yıllık raporunda hisselerle ilgili şunları söyledi: "Berkshire 2002 ve 2003'te 488 milyon dolar dolar karşılığında PetroChina'nın % 1,3'ünü aldı. Bu fiyata göre tüm işletmenin değeri 37 milyar dolardı. Charlie ve ben ise şirketin değerinin yaklaşık 100 milyar dolar olduğunu düşünüyorduk. 2007'ye gelindiğinde iki faktör şirketin değerini maddi olarak yükseltmişti: Petrol fiyatı ciddi ölçüde yükselmişti ve PetroChina'nın yönetimi petrol ve gaz rezervleri biriktirmek konusunda harika bir iş çıkarmıştı. Bu yılın ikinci yarısında şirketin piyasa değeri 275 milyar dolara, diğer dev petrol şirketlerine kıyasla yükselebileceğini düşündüğümüz değere yükseldi. Bunun üzerine elimizdeki hisseleri 4 milyar dolara sattık."

PetroChina hissesinin fiyatı 2007'nin tam sonunda uçurumdan aşağı yuvarlandı ve asla boğa piyasası düzeylerine geri dönmedi, yani Buffett iyi bir satış yapmıştı. Diğer taraftan, 2007 ve 2008'de ConocoPhillips

adlı bir başka petrol şirketine yığınla para yatırdı. Kısa süre sonra “zamanlama korkunçtu” dedi, zira petrol fiyatları aniden düştü. Berkshire 2009 ve 2010’da ConocoPhillips pozisyonunun yaklaşık üçte ikisini sattı. Berkshire’ın bu petrol yatırımından ettiği zarar PetroChina’dan kazandıklarıyla aşağı yukarı dengelendi.

GÜÇ MESELESİ

İş dünyasındaki en güçlü 25 insan

11 Ağustos 2003

Jerry Useem'in makalesinden alıntılar

Editörün notu: Bu makale Temmuz 2003'te Sun Valley'de oynanan bir golf oyunuyla başlıyordu; yazar bu sahnenin "toplam ekonomik güce" dair yeni bir belge olacağını düşünmüştü. Oyunculara gelince: "Aralarında dünyanın en büyük şirketinin CEO'su, dünyanın en başarılı yatırımcısı ve dünyanın en zengin adamı vardı. Bütün bu nüfuzlu kişilerin aklıyla çalışan bir golf arabasına doluştuğunu hayal edin, o zaman bu Güç Meselesi'ne girmek için en doğru görsele ulaşmış olursunuz."

Listenin ilk sırasında kimin olması gerektiğini tartışan editörlerin gücün anlamına dair fikirlerinin yer aldığı bir düzine civarındaki paragrafı geçiyoruz. Makalenin devamında bazı paragraflardan alıntı yapıyoruz:

Güçlüler listemiz konusunda birkaç aydan bu yana süren iç tartışmalarımızdan sonra iki şey açığa çıktı: Birincisi güç *gerçekten* derin bir konu; ikincisi yayınlayacağımız her liste aynı protesto feryatlarını ve ofislerimizi dolduran karşı protestoları provoke edecek... Yine de bir alanda garip bir nezaket baş gösterdi. Listenin en üst sıralarına karar verme zamanı geldiğinde oybirliğine yakın bir durum

söz konusu oldu. Aslında en üst üç sıraya girecek rakipleri belirlemiştik ve tesadüfen bunlar (burada İncil'e el basarım) Sun Valley'de golf oynayan üçlüydü.

En büyük üç balığımızı belirlemiştik. Yanıtlanacak bir soru kalmıştı: En büyük balık hangisiydi?

Bunun yanıtı da hiç tartışmasız, en güçlü şirketi yöneten kişi. Lee Scott'un Wal-Mart'ı aynı anda yaklaşık 20 sektörü yeniden şekillendiriyor ve muhtemelen bu kuruluşa üyelik "ülkeler" ile sınırlanmazsa BM Güvenlik Konseyi'nde bir koltuk kazanacak. Fakat bu üç aday arasında görevden alınma ihtimali en yüksek kişi Scott. Bill Gates, beyin gücüyle yönetilen bir şirketin öncü beyni olarak hâlâ Bay Microsoft. Huck Finn' olsa, "saçlarına düşen aklarla yarışacak tomarla yeşili olduğunu" söylerdi. Ancak davranış değiştiren yeni yöntemler bulmadığı takdirde, şirketin bir kenarda bekleyen 46 milyar dolarlık "savaş fonu" yalnızca potansiyel, gerçekleşmemiş güçten ibaret. Son dönemde Microsoft bunu yatırımcılarına kâr payı olarak bölüştürüyor.

Bu bizi üçüncü golfçüye, Warren Buffett'a götürüyor. Buffett, Berkshire Hathaway olarak bilinen bir imparatorluğu yönetiyor, ayrıca çok sayıda lezzetli pastadan (Coca-Cola, Gillette, Washington Post Co.) kocaman dilimler var elinde ve dünyada Gates'ten sonra en büyük ikinci kişisel servetin sahibi. Fakat Buffett ile ilgili en dikkat çekici olgu, Duke Üniversitesi'nin mezuniyet aşamasındaki yüksek lisans öğrencileri arasında kısa süre önce yaptığı araştırmada kendini gösteriyor. Öğrencilerin kendi babalarından sonra en çok hayranlık duydukları kişi -Başkan'dan, Papa'dan, Gandhi'den daha fazla- Warren Buffett. Bu olağanüstü itibar, ihtiyatlı kullanması sayesinde ona daha da kuvvetlenen bir ahlâki ikna gücü bahşediyor. Bu güç, doğrudan ulaşamayacağı kadar uzaktaki insanların davranışlarını yalnızca sözcükleriyle şekillendirme kabiliyeti. Bu kabiliyet, Amerikan kapitalizminin gayri resmi Koruyucu Tanrı'sı olarak Buffett'ın imajına ekleniyor.

Taş, makas ve kâğıt elinde ve şimdi bir şeyi daha var: Listemizin en üst sırasında.

* Huckleberry Finn: Mark Twain'in roman kahramanı. Babası tarafından büyütülmüştür ve topluma uyum sağlarken çok zor zamanlar geçirmiştir. Tom Sawyer ve arkadaşları ona "Huck Finn" derler. (Çn.)

En güçlü işadamı: Warren Buffett

11 Ağustos 2003

ANDY SERWER

Amerika'nın en güçlü işadaminin yaşamdaki konumu hakkında ne kadar ölçülü olduğu herkesçe malûm. Netjets'lerinden biriyle havada dolaşmak ve arkadaşı Bill Gates (listemizin 2. sırasında) ile briç oynamak gibi dünyanın en zengin ikinci adamı olmasının getirdiği bazı "süslemeler" tabii ki hoşuna gider. Ancak 72 yaşındaki Warren Buffett, Amerikan iş dünyasının Birinci Omuru olduğu fikrini pek de önemsemez. Kendine özgü gülüşüyle, "Bu yalnızca aptalca bir şey yaptığım takdirde, bu aptallığın ölçeğinin çok büyük olabileceğini gösterir," diyor. "Zararlara bir sürü sıfır ekleyebileceğiniz anlamına gelir."

Zararlara sıfır eklediği durumları pek görmedik. Buffett'ın şirketi, Berkshire Hathaway, sigortadan -Buffett'in dünyanın önde gelen oyuncularından biri olduğu sektör- gazeteye, halıdan kovboy çizmelerine kadar her şeyde sahip olduğu mülti milyar dolarlık payla Amerika'yı temsil eden ezici bir güç haline geldi. Buffett son 15 yılda % 21'i aşan (borsanın % 11) yıllık bileşik getiri elde ederek dünyanın en büyük yatırımcısı olduğunu kanıtladı. Dolayısıyla hisse senetleri ve borsa üzerindeki etkisi emsalsiz. Buffett'ın belirli hisseleri aldığıнын veya sattığının söylenmesi (ister gerçek ister uydurma olsun) hisseyi bir tilt topu gibi hareket ettirebilir, işte bu yüzden yaptığı yatırımları tartışmak söz konusu olduğunda aşırı ihtiyatlı davranır.

Yatırımlarıyla ilgili pek konuşmaz; ama Berkshire hissedarlarına yazdığı yıllık mektup dünyada bir CEO tarafından yazılmış en yaygın okunan metindir. Eski Çin Devlet Başkanı Jiang Zemin kendisini ziyaret eden Bill Gates ile ABD borsasının gizemli yapısını tartışırken, Gates ona aslında bu borsayı anlayan tek bir adam olduğunu söylemişti: Warren

Buffett. Gates ayrıca, ABD'ye döndüğünde kendisine Buffett'ın en son yıllık raporunu göndereceğini eklemişti. Göndermişti de. (Jiang'ın şimdi Berkshire'da uzun pozisyonu olup olmadığı bilinmiyor.)

Dahası, Buffett'ın dünyanın her yerinde tavsiye isteyen diğer CEO'ların en fazla peşinde koştuğu işadamları olduğu kuşkusuz. Buffett, "CEO'ların etrafı ücretli insanlarla çevrilidir," diyor. "Ben hiçbir şey almıyorum, bu yüzden onlara tarafsız tavsiyelerde bulunabilirim." Son beş yıl içinde düzinelerce CEO bilgeyi ziyaret etmek için Omaha'ya geldi, aralarında General Electric'in CEO'su Jeff Immelt (listemizin 7. sırasında) de vardı. Immelt, "Onunla konuşmak için iki veya üç kere oraya gidip biftek yedim," diyor. "Dünyanın en basiretli yatırımcısı olduğu için onun görüşlerini almaya çalışıyorum."

ABD Kongresi de Buffett'ın sözlerini bekliyor. 20 Mayıs günü, yasa yapıcılar Bush vergi indirimi yasasını oylamadan yalnızca birkaç gün önce, *Washington Post*'taki serbest kürsüde makalesi yayınlanan Buffett, kâr payları üzerinden alınan verginin kaldırılmasını akıllıca bulmadığını bildirdi. Buffett, bu verginin kaldırılmasının çoğunlukla zenginlerin yararına olacağını öne sürdü. Buffett'tan güçlü görüşler geliyordu, Kongre'nin bazı üyelerini vergi indiriminin son versiyonunu yumuşatmaya ikna edecek kadar güçlü.

Açıkçası, Buffett yalnızca iş dünyasının değil kamuoyunun da yaşayan diğer tüm işadamlarından daha fazla saygı ve hayranlık duyduğu bir işadamıdır. İşte *bu* güçtür.

Sıralamada yer alan 25 kişinin tümünü içeren "Power" orijinal başlıklı bu makalenin tamamını fortune.com/buffettbook adresinde bulabilirsiniz.

ABD'nin giderek artan dış ticaret açığı ülkeyi elimizden alıyor

Acilen uygulamamız gereken çözüm yolu

10 Kasım 2003

WARREN BUFFETT - CAROL LOOMIS

Buffett'in yazdığı ve başlığının uzunluğuyla Fortune tarihinde kesinlikle yeni bir rekor kıran bu makale ABD'nin dış ticaret açığından yakınıyor ve ithalat ile ihracatı dengelemenin bir yolu olarak Buffett'in önerdiği "ithalat sertifikası" fikrini anlatıyordu. Hem yaratıcı hem de iyi düşünülmüş olan bu fikir Washington'da biraz ilgi uyandırdı, örneğin Senatör Ted Kennedy ve Joe Biden'in kısa süreli de olsa dikkatini çekti. Buffett fikrini savunmak için hiçbir biçimde politika yapmamış olmasına rağmen, bugün bile zaman zaman, ortaya attığı kavrama hayranlık duyan ve bunun nasıl geliştirileceğini merak eden birilerinden e-posta alıyor.

Fakat Buffett'in fikri genel olarak ilgi çekmedi. Elbette iktisatçılardan da alkış gelmedi: Onlar Adam Smith'in sihriyle işleyen piyasaya müdahale edebilecek kotalardan ve diğer her şeyden nefret eden neredeyse evrensel anlamda serbest ticaretçilerdi. Charlie Munger da bu plandan hoşlanmayacak kadar gelenekçiydi. Munger, Buffett'in fikrini, rahmetli eşi ile kendisini California'da ziyarete gittiğimde verdiğim Fortune'un yeni sayısından öğrenmişti. Makaleyi derhal baştan sona okudu ve ardından, "Tabii ki Warren dış ticaret açığından hoşlanmamakta haklı, yine de bu tür zımbırtıları zorlamamasını dilerdim," dedi.

Buna karşın, Buffett'in 2003'te gün yüzüne çıkardığı problemler, tıpkı gerçekleşeceğinden emin olduğu gibi, kötülemişti. O yıl ABD'nin dış ticaret açığı 500 milyar dolar civarındaydı. İzleyen beş yılın her birinde açık 100 milyar dolar ila 250 milyar dolar arttı ve ancak, ABD vatandaşlarını fazlasıyla korkutup hiç değilse geçici olarak tüketmekten vaz-

geçirerek yükselen mevduat faizi oranlarını tercih etmeye yönelten kredi krizinin yaşandığı 2009 yılında 500 milyar doların altına inebildi. Dış ticaret açığı 2009'dan sonra yine yükselmeye başladı. Temmuz kadarki aylık oranlara bakılırsa 2012'de muhtemelen 560 milyar dolar civarında olacak.

Buffett bugün ithalat sertifikasından yalnızca sorulduğunda bahsetse de, hâlâ mantıklı olduğunu düşünüyor. İbracat ile ithalat arasında bir dengeye ulaşmayı hedefleyen diğer fikirler de işe yarayabilir diye ekliyor. İnançla, "Fakat," diyor, "bir biçimde dengelememiz gerek. Şu andaki muazzam açıklara kolay kolay tabammül edilemez."

Makalenin başında Buffett'ın Berkshire'ı döviz işine soktuğuna -haya-tında ilk kez dolara karşı işlem yapmıştı- ilişkin bir açıklama yer alı-yordu; bu açıklama, izleyen birkaç yıl boyunca zaman zaman o pozisyonun ne durumda olduğunu bildirmek zorunda kalmasına yol açtı. Buffett bu hikâyeyi 2006 başında Berkshire'ın dövizli işlemlerden 2,2 milyar dolar kazandığını ve neredeyse tüm pozisyonlarını kapattığını açıklayarak bi-tirdi. Bunun nedeni doların güçleneceğini düşünmesi değil -hatta muhte-melen zayıflayacağını söylemişti ve gerçekten de dolar ciddi miktarda za-yıflamıştı- ülkeler arasındaki faiz oranı farklılıklarının değişmiş ve dövizle doğru-ran yatırım yapmanın cazibesini azaltmış olmasıydı. Buffett, Berk-shire'in parasını, kazançlarının büyük bir kısmını yurtdışında elde eden şirketlere yatırmanın gelecek için daha iyi bir strateji olacağını söyledi.

Bu açıklamanın devamı yalnızca birkaç ay sonra geldi: Berkshire ilk kez bir yabancı şirket devralmıştı; bu Iscar adlı, neredeyse tüm kârlarını ABD dışında elde eden İsrailli bir kesici alet imalatçısıydı. Berkshire 4 milyar dolar karşılığında şirketin yüzde 80'ini satın almış, diğer yüzde 20 eski sahiplerin elinde kalmıştı.

Dış ticaret açığına ilişkin bu makalenin sonunda tek sütunluk bir yazı daha yer alıyordu. — CL.

ABD'nin dış ticaret açığı konusunda bir uyarıda bulunmak ve bu soruna bir çare önermek üzereyim. Fakat önce söyledik-lerimden kuşkulanmanıza sebep olabilecek iki nedeni be-lirtmem gerek. Birincisi, makroekonomi açısından tahmin sicilim ilham

verici olmaktan çok uzak. Örneğin, son yirmi yıl boyunca enflasyondan aşırı korktum. Konumuzla daha ilgili olanı ise, giderek artan dış ticaret açığımıza ilişkin kaygılarımı kamuoyuyla paylaşmaya 1987’de başlamış olmam ve bildiğiniz gibi, yalnızca ayakta kalmadık, büyüdük de. Dolayısıyla dış ticaret cephesinde yersiz telaş yaptığımı düşünebilir ve en azından bu defa benim haneme “yanlış alarm” yazabilirsiniz. Fakat ben bu konuda kavalıyla köye “kurt geldi” mesajı gönderen çoban olmaya devam ediyorum ve bu sefer söylediklerimi Berkshire Hathaway’in parasıyla destekliyorum. 2002 baharında hiç döviz alımı yapmadan yaklaşık 72 yıl yaşamıştım. O tarihten bu yana Berkshire çeşitli dövizlere önemli yatırımlar yaptı ve bugün elinde bulunduruyor. Size ayrıntı vermeyeceğim; aslında bunların hangi dövizler olduğu konumuzla büyük ölçüde ilgisiz. Önemli olan bunun altında yatan gerekçe: Diğer dövizleri bulundurmamızın nedeni doların düşeceğini düşünmemiz.

Hem bir Amerikalı hem de bir yatırımcı olarak aslında bu taahhütlerin bir hata olmasını umuyorum. Berkshire’ın dövizli işlemlerden elde edeceği tüm kârlar, şirketin ve hissedarlarımızın hayatlarının diğer yönlerinde, doların düşmesi nedeniyle yaşayacakları zararlar karşısında soluk kalacak.

Fakat Berkshire Hathaway’in başkanı olarak şirketin parasını mantıklı yerlere yatırmaktan sorumluyum. Sonunda paramı uzun süredir söylediğim şeye yatırmamın nedeni, dış ticaret açığının fazlasıyla, deyim yerindeyse ülkenin “net varlığı”nın artık endişe verici bir oranda yurtdışına transfer edildiği noktaya kadar kötüleşmesi oldu.

Bu transferin devam etmesi büyük sorunlara yol açacak. Nedenini anlamak için aynı büyüklükte yan yana iki münferit ada olan Müsrifköy ve Tutumluköy’e çılgınca düşsel bir yolculuğa çıkalım birlikte. Bu adalarda yegâne sabit sermaye topraktır ve adada yaşayanlar yalnızca gıdaya ihtiyaç duyan ve yalnızca gıda üreten ilkel insanlardır. Her ada sakini günde sekiz saat çalışarak kendisini beslemeye yetecek kadar gıda üretebilmektedir. Uzun süre işler böyle gider. İki adada herkes belirlendiği gibi günde sekiz saat çalışmaktadır, bu da her iki toplumun kendisine yettiğini göstermektedir.

Ancak sonunda Tutumluköy’ün çalışkan sakinleri bazı ciddi tasarruf

ve yatırımlar yapmaya, bunları gerçekleştirmek için de günde 16 saat çalışmaya karar verirler. Bu sırada sekiz saatte ürettikleri gıdayla yaşamaya devam ederler, fakat aynı miktarda gıdayı tek ticari pazarları olan Müsrifköy'e ihraç etmeye başlamışlardır.

Müsrifköy sakinleri olayların bu şekilde gelişmesinden aşırı memnundur, zira artık her zamanki gibi yemek yiyebildikleri halde, eskisi gibi çok çalışmaktan kurtulmuşlardır. Tabii ki bunun bir bedeli vardır; fakat Müsrifköylüler bunun zararsız olduğunu düşünürler: Tutumluların verdikleri yiyecek karşılığında istedikleri tek şey Müsrif Tahvilleridir (doğal olarak Müsrif lira' cinsinden ifade edilir).

Tutumluköy zaman içinde muazzam miktarda tahvil biriktirir. Bunlar esas itibariyle Müsrifköy'ün gelecekteki çıktıları üzerinde hak iddia eden çeklerdir. Müsrifköy'de birkaç alim yaklaşan belanın kokusunu alır. Müsrifköylülerin hem karınlarını doyurup hem de biriken borçlarını ödemesi -veya yalnızca yönetmesi- için sonunda günde sekiz saatten fazla çalışması gerekeceğini öngörürler. Fakat Müsrifköy sakinleri bu tür felaket haberlerini dinleyecek ruh halinde değildir.

Bu arada Tutumluköy sakinleri sinirlenmeye başlar. Tembel bir adanın borç senetlerini bulundurmanın iyi yanı nedir? Bunun üzerine Tutumlular strateji değiştirirler: Bazı tahvilleri elde tutmalarına rağmen, çoğunu Müsrif lira karşılığında Müsrifköy sakinlerine satarlar ve bu paraları Müsrifköy'den arazi almakta kullanırlar. Sonunda Tutumlular, Müsrifköy'ün tümüne sahip olur.

Bu noktada Müsrifler tatsız bir denklemi çözmeye zorlanırlar: Artık yalnızca yemek yiyebilmek için yeniden günde sekiz saat çalışacaklardır -satacak başka hiçbir şeyleri yoktur- ve borçlarını ödemek, düşüncesizce Tutumluköy'e sattıkları arazinin kirasını vermek için de ayrıca uzun saatler çalışmaları gerektirir. Aslında Müsrifköy fetihle değil, satın alma aracılığıyla sömürgeleştirilmiştir.

Bu anlaşmada Müsrifköy tüm üretimini sonsuza dek Tutumluköy'e gönderecektir. Müsrifköy'ün gelecekteki tüm üretiminin bugünkü değerinin Tutumluköy'ün başlangıçta vazgeçtiği üretime eşit olduğu düşü-

* Buffett'in verdiği bu örnekte dolar yerine lira ifadesi kullanılmıştır. (Çn.)

nüldüğünde, tarafların adil bir anlaşma yaptığı iddia edilebilir. Ne var ki Müsrifköy’de bir kuşak hiç çaba harcamadan yiyecek elde ederken, bunun bedelini gelecek kuşaklar ömür boyu ödeyeceklerdir, bu anlaşmada -iktisatçıların ifadesiyle- oldukça dramatik “kuşaklararası eşitsizlikler” vardır.

Bunu bir aile açısından düşünelim: Warren Buffett olarak yaşamım boyunca tükettiğim her şeyi, kendi soyumdan kuşakların mal ve hizmetler ve de faiz ilavesiyle ödeyeceği borç senetleri karşılığında bana sunacak tedarikçiler bulabildiğimi tasavvur edin. Bu senaryo Buffett ailesiyle alacaklıları arasında eşit bir ticaretin gerçekleşmesi gibi görülebilir. Fakat benden sonra Buffett neslinden gelen kuşaklar muhtemelen bu anlaşmayı alkışlamayacaktır (ve Allah korusun sözlerini tutmamaya bile çalışabilirler).

Şimdi yine bu adaları düşünelim: Müsrifköy hükümeti borçları yönetmek için er veya geç giderek artan ödemelerle karşı karşıya kalacak ve fazlasıyla enflasyonist politikalar benimsemeye karar verecektir; yani, daha fazla Müsrif lira basarak paranın değerini düşürecektir. Hükümet o sinir bozucu Müsrif tahvillerinin belirli *değerdeki* değil, yalnızca belirli *sayıdaki* Müsrif lira için hak talebinden ibaret olduğunu düşünecektir. Kısacası, Müsrif lirayı değersizleştirmek adanın mali sancısını hafifletecektir.

Bu manzara, bir Tutumluköy sakini olsaydım doğrudan Müsrifköy’ün arazilerine sahip olmak yerine niçin ada hükümetinin tahvillerini tercih edeceğimi açıklar. Çoğu hükümet, yabancıların sahip olduğu mülklere el koymanın, yabancıların elindeki hak taleplerinin alım gücünü azaltmaya göre ahlâken daha zor olduğunu düşünür. Gizli hırsızlık kaba güce dayalı hırsızlığa tercih edilir.

Peki, bütün bu ada hikâyesinin ABD ile ne alâkası var? Basit olarak ifade edersek, II. Dünya Savaşı’ndan sonra 1970’lerin başlarına kadar çalışkan Tutumluköy sakinleri gibi faaliyet göstererek, yurtdışına düzenli olarak satın aldığımızdan fazlasını sattık. Eşzamanlı olarak üretim fazlamızla yurtdışında yatırımlar yaptık; bu, net yatırımlarımızı -yani, yabancı varlıklarımız eksi yabancıların elindeki ABD varlıkları- artırarak (hükümetin o tarihte kullandığı, şimdi revize edilmiş olan metodolojiyle) 1950’de 37 milyar dolar olan düzeyinden 1970’te 68 milyar dolara çıkardı.

Özetlersek, o günlerde ülkemizin “varlığı” bütünsel olarak bakıldığında sınırlarımız içindeki servetin tümünü, artı dünyanın diğer kısımlarındaki servetin mütevazı bir kısmını içeriyordu.

Ayrıca, ABD dünyanın diğer bölgelerine göre net olarak daha fazla mülkiyete sahip olduğundan, dış ticaret fazlamızın üzerine istiflenen net yatırım geliri elde ettik ve bu yeniden yatırıma tabi tutulabilir ikinci bir fon kaynağı haline geldi. Dolayısıyla mali durumumuz maaşının bir kısmını biriktiren ve mevcut birikimlerinden elde ettiği kâr payıyla yeniden yatırım yapan bir kişinininkiyle aynı oldu.

1970’lerin sonunda dış ticaretteki durum tersine döndü, başlangıçta GSYİH’nın % 1’i civarında açıklara yol açtı. Özellikle net yatırım geliri pozitif olduğundan bu pek ciddi bir durum değildi. Hatta sağlanan faydaların bileşik gücü lehimize çalıştığından net mülkiyet bakiyemiz 1980’de 360 milyar dolar ile en yüksek düzeyine çıktı.

Ancak, o tarihten beri her şey tepetaklak oldu ve düşüş hızı son beş yıldır süratle artıyor. Yıllık dış ticaret açığımız şu anda GSYİH’nın % 4’ünü aşıyor. Aynı ölçüde kaygı veren bir diğer şey, dünyanın geri kalanının sahip olduğu ABD kâğıtlarının bizim sahip olduğumuz diğer ülke kâğıtlarından 2,5 trilyon dolar gibi sarsıcı bir miktar fazla olması. Bu 2,5 trilyon doların bir kısmı ABD özel sektör ve hükümet tahvillerine -hem devlet hem de şirket kâğıtları- bir kısmı da emlağa dayalı menkuller ile hisse senetlerine yatırıldı.

Aslında ülkemiz muazzam bir çiftliği olan olağanüstü zengin bir aile gibi davrandı. Ürettiğimizden % 4 daha fazla tüketmek -işte bu dış ticaret açığı- için her gün hem parça parça çiftliği satıyor, hem de hâlâ elimizde olan kısmın üzerindeki ipoteği artırıyoruz.

Şu 2,5 trilyon dolarlık net yabancı mülkiyeti daha iyi anlayabilmek için, onu 12 trilyon dolar değerindeki halka arz edilmiş ABD hisse senetleriyle veya aynı miktarda ikamete mahsus ABD gayrimenkulleriyle ya da bunların tahminimce ulusal servet içindeki 50 trilyon dolarlık genel toplamı ile karşılaştırmak. Bu karşılaştırmalar, yurtdışına transfer edilmiş bulunan miktarın anlamlı olduğunu -örneğin, ulusal servetimizin % 5’i civarında bulunduğunu- göstermektedir.

Ancak daha da önemlisi, bugünkü dış ticaret açığı düzeyinde, varlık-

larımız üzerindeki yabancı mülkiyetinin yılda yaklaşık 500 milyar dolar artacak olmasıdır, ki bu ulusal servetimiz üzerindeki yabancı mülkiyetinin yılda yaklaşık yüzde bir puan artacağı anlamına gelir. Yabancıların mülkiyeti arttıkça ülkeden çıkan yıllık net yatırım geliri de (transferler) artacaktır. Bu bizi, geçmişteki gibi kâr paylarının net alıcısı olmak yerine dünyaya durmaksızın artan miktarda kâr payı ve faiz ödemek zorunda bırakacaktır. Negatif bileşik faiz dünyasına girmiş bulunuyoruz; elveda keyif, merhaba ıstırap.

Ekonomiye Giriş dersinde bize ülkelerin durmaksızın artan dış ticaret açıklarına uzun süre dayanamayacağı öğretilmişti. Tüketmekten memnun olan ülkede yaşanan saltanatın bir noktada kur ayarlamalarıyla ve alacaklı ülkeler düşünmeden harcama yapanlardan sonu gelmeyen borç senetleri kabul etmeyi artık istemeyecekleri için frenleneceği öne sürülmüştü. Müsrif ülkelerin son on yıllarda yaşadığı ani kredi bulma sıkıntılarında gördüğümüz gibi, dünyanın diğer yerlerinde işleyiş böyle oldu.

Ancak ABD özel bir statüden yararlanıyor. Aslında bugün istediğimiz gibi davranabilmemizin nedeni, geçmişte fazlasıyla örnek teşkil eden finansal davranışlarımızın olması ve çok zengin olmamız. Ne ödeme kapasitemiz ne de niyetimiz sorgulanıyor ve tüketim maddeleri alabilmek için dağ gibi cazip varlığa sahip olmaya devam ediyoruz. Diğer bir deyişle, *ulusal kredi kartımız* bize gerçekten nefes kesen miktarlarda borçlanma olanağı tanıyor. Fakat kredi kartı limitimiz sınırsız değil!

Artık tüketim maddeleri almak için varlık satmaya son vermenin vakti geldi ve bunun yapılması için bir plan önereceğim. Önerdiğim çare reklam hilesiymiş gibi görünebilir, aslında bu başka isim verilmiş bir gümrük vergisidir. Fakat bu gümrük vergisi, serbest piyasanın çoğu erdemini içinde barındırmakta, ne belirli sektörleri korumakta ne belirli ülkeleri cezalandırmakta ne de ticari savaşları teşvik etmektedir. Bu plan ihracatımızı artıracak ve pekâlâ tüm dünya ticaretinin artmasını sağlayacaktır. Hesap kayıtlarımızı doların değerinde önemli bir düşüş olmaksızın dengeleyecektir. Aksi halde, doların değerindeki düşüşün neredeyse kesin olduğunu düşünüyorum.

Bu dengeye, her ABD'li ihracatçıya, ithalatının dolar değerine eşit tutarda, *İthalat Sertifikası* (İS) adını verdiğim şeyi ihraç ederek ulaşacağız.

Bunun karşılığında her ihracatçı elindeki İS'leri ABD'ye mal getirmek isteyen taraflara -yurtdışındaki ihracatçılara veya buradaki ithalatçılara- satacak. Örneğin, ithalatçı 1 milyon dolarlık mal ithal etmek için 1 milyon dolarlık ihracatın yan ürünü olan İS'lere ihtiyaç duyacak. Kaçınılmaz sonuç, dış ticaret dengesi olacak.

İhracatımız ayda yaklaşık 80 milyar dolar olduğundan İS'ler büyük ve eşdeğerli miktarlarda -yani, ayda 80 milyar sertifika- ihraç edilecek ve kesinlikle istisnai biçimde likit bir piyasada işlem görecektir. Öyleyse bu taraflar arasından kimin bize mal satmak için sertifika satın alacağını ve kaç para ödeyeceğini rekabet belirleyecek. (Sertifikaların kısa ömürlü, muhtemelen altı aylık olacağını düşünüyorum, o zaman spekülâtörlerin bunları biriktirmesi önlenmiş olacak.)

Örnek vermek için her İS'nin 10 sentten satılacağını varsayalım, yani ardındaki bir dolarlık ihracat başına 10 sent. Diğer her şey aynı olduğunda, bu miktar ABD'li bir üreticinin mallarını yerli piyasaya satmak yerine ihracat piyasasına sattığı takdirde % 10 daha fazla kâr etmesi demektir, bu ekstra % 10 İS satışından kaynaklanacaktır.

Bana göre, çoğu ihracatçı bunu, uluslararası piyasalarda ürünlerinin fiyatlarını düşürmesine olanak verecek bir maliyet düşüşü olarak görecektir. Emtia türü ürünler bu tür davranışları özellikle teşvik edecektir. Örneğin, alüminyum yerli piyasada pound' başına 66 sentten satılıyorsa ve İS'lerin değeri % 10 ise, yerli alüminyum üreticileri yabancı piyasalara pound başına yaklaşık 60 sentten (artı taşıma giderleri) satış yapıp yine de normal marjlar kazanabilir. Bu senaryoya göre ABD ürünlerinin rekabet gücü ciddi ölçüde yükselecek ve ihracat artacaktır. Bu arada istihdam olanakları da çoğalacaktır.

Tabii ki bize satış yapan yabancılar daha zorlu bir ekonomiyle karşı karşıya kalacaktır. Fakat hangi dış ticaret "çözümü" benimsenirse benimsensin -ve kuşkusuz bir çözüm getirilmelidir- bu sorunla karşılaşacaklardır. (Herb Stein'in söylediği gibi, "Eğer bir şey sonsuza kadar devam edemeyecekse, duracaktır.") İS yaklaşımı bir açıdan bize satış yapan ülkelere büyük bir esneklik sağlayacaktır, çünkü plan belirli herhangi bir

* 1 pound= 453,60 gram.

sektör veya ürüne yönelik yaptırım içermiyor. Son tahlilde ABD'ye ne satılacağını ve bunu kimin satacağını serbest piyasa belirleyecek. İS'lerin belirlediği yalnızca, satılan şeyin toplam dolar hacmi olacak.

İthalattaki durumun ne olacağını görmek için ithalatçıya 20.000 dolar maliyetle ABD'ye giren bir otomobile bakalım. Yeni plana göre ve İS'lerin % 10'dan satılacağı varsayımıyla ithalatçının maliyeti 22.000 dolara çıkacaktır. Eğer otomobile yönelik talep olağanüstü güçlüyse, ithalatçı bu maliyetin tümünü Amerikalı tüketiciye aktarmayı başarabilir. Ancak olağan koşullarda rekabetçi güçler devreye girerek, 2.000 dolarlık İS maliyetinin hepsini olmasa da bir kısmını yabancı imalatçının üstlenmesini talep edecektir.

İS planında bedelsiz hiçbir şey yoktur: ABD yurttaşları için bazı ciddi olumsuz sonuçları olacaktır. Hem en çok ithal edilen ürünlerin fiyatları, hem de ülke içinde üretilen rekabetçi belirli ürünlerin fiyatları artacaktır. İS'lerin maliyeti ya bütünüyle ya da kısmen, tüketicileri genel olarak bir vergi gibi etkileyecektir.

Bu ciddi bir dezavantajdır. Fakat dolar değer kaybetmeye devam ederse veya belirli ürünler üzerindeki gümrük vergilerini artırır ya da onlara kotalar koyarsak da dezavantajlar olacaktır. Bana göre bunlar başarı şansı daha az olan eylem planlarıdır. En önemlisi, ithalat fiyatlarının artmasından kaynaklanacak bugünkü acının, böyle devam eder ve ülkemizin net varlığının daha büyük porsiyonlarını satarsak sonunda çekeceğimiz acının yanında sönük kalacak olmasıdır.

İS'lerin oldukça hızlı bir biçimde, ABD'nin dış ticaret dengesini mevcut ihracat düzeylerinin çok üzerine, mevcut ithalat düzeylerinin ise altına çekeceğine inanıyorum. Sertifikalar dünya rekabetinde tüm sektörlerimize, sonunda hangisinin "mukayeseli üstünlük" testini geçtiğini serbest piyasa belirlemişçesine, makûl ölçüde yardımcı olacaktır.

Bu plan net ihracatçılar tarafından kopyalanamaz, çünkü onların İS'leri değersiz olacaktır. İhracatçı büyük ülkeler başka şekillerde misilleme yapacak mıdır? Bu Smoot-Hawley' benzeri yeni bir tarife savaşı başlatacak mıdır? Smoot-Hawley döneminde korumak istediğimiz makûl bir dış

* ABD'de gümrük vergilerini yükselten 1930 tarihli yasa (Çn)

ticaret fazlamız vardı. Şu anda ise bütün dünyanın düzeltmemiz gerektiğini bildiği zararlı bir dış ticaret açığı veriyoruz.

Dünya onyıllar boyunca ihracat sübvansiyonları, kotalar, dolara bağlı dövizler ve bunlara benzer çeşitli cezalarla şekillenen bir tarife labirentiyle mücadele etti. İthalatı kısıtlayarak ihracatı teşvik eden bu araçların çoğu daha da büyük ticaret fazlası biriktirmeye çalışan önemli ihracatçı ülkeler tarafından uzun süre kullanıldı; yine de ciddi ticaret savaşları patlak vermedi. Yalnızca dünyanın en büyük ticari borçlusunun defterlerini dengelemeyi amaçlayan bir öneri böyle bir savaşı tetiklemeyecektir elbette. Önemli ihracatçı ülkeler geçmişte oldukça rasyonel davranmışlardır ve böyle davranmaya devam edeceklerdir. Ancak her zamanki gibi, aksi şekilde davranacaklarına bizi ikna etmeye çabalamaları kendi çıkarlarına olabilir.

İS planının olası sonucu ihracatçı ülkelerin -başlangıçta biraz karşı durduktan sonra- yaratıcılıklarını bizden gelen ithalatı teşvik etmekte kullanmaları olacaktır. Bugün bize yılda yaklaşık 140 milyar dolarlık mal ve hizmet satarken yalnızca 25 milyar dolarlık alım yapan Çin'in durumunu düşünün. İS'ler olsaydı, Çin'in izleyeceği yollardan biri, yalnızca her yıl 115 milyarlık sertifika satın alarak boşluğu doldurmak olacaktı. Fakat alternatif olarak ABD'ye yaptığı ihracatı azaltarak veya bizden yaptığı alımları artırarak İS ihtiyacını azaltabilirdi. Bu son tercih muhtemelen Çin için en makbulü olurdu ve bu şekilde davranmasını dilemeliyiz.

İhracatımız artar ve bu nedenle İS arzı genişlerse, bunların piyasa fiyatı da aşağı çekilecektir. Aslında, ihracatımız yeterince arttığı takdirde İS'ler değersizleşecek ve plan bütünüyle tartışmalı hale gelecektir. Bunu yapabilecek güçte olduğumuz gösterildiğinde, önemli ihracatçı ülkeler şu anda bizden yapılan ihracatı kısıtlamak için kullandıkları mekanizmaları hızla ortadan kaldıracırlar.

Bir İS planı oluşturmamız halinde, bilerek görece küçük bir açık verdiğimiz birkaç geçiş yılı geçirmekte karar kılabiliriz; bu, biz yavaş yavaş olmamız gereken yere doğru giderken dünyanın uyum sağlamasına imkân veren bir adım olacaktır. Hükümetimiz bu planı uygularken her ay "teşvik" İS'lerini ihaleye çıkarabilir veya onları yalnızca, örneğin ihracatını artırması gereken az gelişmiş ülkelere verebilir. İkinci adım, bir dış

yardım formunda verilecek ve muhtemelen özellikle etkili olup takdir edilecektir.

Sözlerime daha önce de yersiz yere telaş yaptığımı hatırlatarak son vereceğim. Genelde ABD'deki felaket tellallarının isabetli vuruş ortalaması korkunçtur. Ülkemiz ekonomik potansiyelimizden ya da dayanıklılığımızdan kuşku duyanlarla daima dalga geçmiştir. Çoğu kötümser falcı bir zamanlar kötülük habercisi gibi görünen sorunların üstesinden gelmemizi mümkün kılan dinamizmi hafife almıştır. Hâlâ gerçekten olağanüstü bir ülkemiz ve ekonomimiz var.

Fakat dış ticaret açığının, çözüm bulmaya yönelik tüm yeteneklerimizi test edecek bir sorun olduğuna inanıyorum. Doların yavaşça düşmesi bir yanıt olmayacaktır. Dış ticaret açığımızı bir dereceye kadar azaltacağı doğrudur, fakat bu ülkemizin net varlığının ülkeden çıkışını ve bunun sonucunda yatırım geliri açığımızın artmasını durdurmaya yetmeyecektir.

Belki benimkinden daha anlamlı başka çözümler vardır. Ancak, hüsnü kuruntu -ve her zamanki refakatçisi basiretsizlik- bunların arasında değildir. Şu anda gördüğüm şey, ulusal varlığımızın hızla dışarı akmasını durduracak bir şeyler yapılması gerektiğidir ve İS'ler bu işi yapmanın en az sancılı ve en kesin yöntemi gibi görünmektedir. Bunun küçük bir sorun olmadığını hatırlamaya devam edin: Örneğin, dünyanın geri kalan kısmının şu anda ABD'de yaptığı net yatırım hızıyla, yıllık temelde halka arz edilmiş hisse senetlerimizin yaklaşık % 4'ü satın alınıp zulalanabilir.

Berkshire'da iş seçeneklerini değerlendirirken ortağım Charles Munger şu şaka yollu dileğine dikkat etmemizi önerir: "Bilmek istediğim tek şey nerede öleceğim, bunu bilirsem oraya asla gitmeyeceğim." Dış ticaret politikamızı şekillendirenler bu uyarıya kulak vermelidir ve Müsrifköy olmaktan sakınmalıdır.

Yabancılar dolarlarından niçin kurtulamıyor

10 KASIM 2003

Warren Buffett - Carol Loomis imzalı tek sütun yazısı

ABD dolarıyla ilgili makalelerde buna benzer bir yorumu hangi sıklıkta gördünüz? "Analistler kendilerini gerçekten kaygılandıran şeyin yabancıların dolardan çıkmaya başlaması olduğunu söylüyor."

Bir daha böyle bir şey görürseniz, aldırış etmeyin. Gerçek şu ki yabancılar -bir bütün olarak- dolarlarından kurtulamazlar. Aslında dış ticaret açığımız yabancıların eline sürekli yeni dolarlar tutuşturduğu için ABD'deki yatırımlarını aynı süreklilikte artırmak zorundalar.

Dünyanın geri kalan kısmı hangi ABD varlıklarını elinde tutacağını seçebilir, elbette. Örneğin, ABD tahvillerini satın ABD hisseleri almaya karar verebilirler. Ya da Japonların 1980'lerde yaptığı gibi gayrimenkule geçebilirler. Dahası, bu hamlelerin hepsi, özellikle endişeli alıcı veya satıcılarca yapılıyorsa, doların fiyatını etkileyebilir.

Fakat Japonların hem ABD gayrimenkullerinden hem de dolar varlıklarının tümünden çıkmak istediğini düşünün. Karşılığında dolar alacakları için bunu ellerindeki gayrimenkulleri Amerikalılara satarak gerçekleştiremezler. Eğer gayrimenkullerini Amerikalı olmayanlara -mesela euro karşılığında Fransızlara- satsalarsa, emlak yine yabancıların elinde kalacaktır. İki tür satışta da dünyanın geri kalanının elindeki dolar cinsinden varlıklar (doların fiyatında eşzamanlı bir değişim olmadıkça) değişmeyecektir.

Sözün özü şu ki, diğer ülkelerin bir bütün olarak bizden aldığı mal ve hizmetler bizim onlardan aldığımız mal ve hizmetlerden daha fazla olmadıkça ABD'deki yatırımlarını azaltamazlar. Bu duruma Amerikan dış ticaret fazlası adı verilecektir ki böyle bir fazlamız yok.

Durumu değiştirmek için bazı radikal planlar hayal edebilirsiniz. Örneğin, dünyanın geri kalan kısmı ABD'ye dış ticaret açığımızı kapatmakta kullanılacak muazzam miktarda dış yardım gönderebilir. Fakat olaylara gerçekçi açıdan bakıldığında, büyük dış ticaret açığımız dünyanın geri kalanına yalnızca Amerikan varlıklarını ellerinde bulundurmakla yetinmeyip sürekli olarak daha da artırmaları için güvence vermektedir. Ve tabii ki ulusal net varlığımızın yavaş yavaş kıyılarımızdan uzaklaşmasının nedeni budur.

Buffett'a uygun piyasa

17 Mayıs 2004

DAVID STIRES

Warren Buffett'a yakın olmak için kaç para ödersiniz? Bazı hayranlarının Berkshire Hathaway'in 1 Mayıs'taki yıllık toplantısına girebilmek için eBay'de bir bilete 117 dolara kadar teklif vermesi şirket hayranlığı konusunda yeni bir rekor oluşturuyor olmalı. Buffett herkesin erişmesini güvence altına alma kararlılığıyla siteye tanesi 2,50'den 10.000 bilet gönderdi (A grubu hissenin bir payının 93.500 dolardan satıldığı düşünülürse, bu tam bir kelepirdir). Fakat bunun ilk Buffett cinneti olduğunu söylemek zor. Buffett piyasasından örnekler:

16.95 \$

Satış rekoru kıran Buffett kitabı

210.000 \$

Buffett'in 1999'da bir hayır kurumu müzayedesinde satılan 20 yıllık cüzdanı

5 \$

Berkshire Hathaway'in yıllık toplantısına iki bilet

250.100 \$

2003'te eBay'de başlatılan Buffett ile öğle yemeği müzayedesini

100 \$

2004'te Nebraska'da bir kilise müzayedesinde satılan Buffett imzalı dolar banknotu

20 \$

Omaha Royal'in websitesinde satılan büyük başlı biblo

Editörün notu: eBay'de San Francisco Glide Vakfı yararına Buffett ile öğle yemeği için yapılan müzayede devam ediyor ve fiyat her yıl hızla artıyor. 2012'de kazanan teklif 3.456.789 dolar ile yine bir rekordu.

Şimdiye kadar aldığım en iyi tavsiye

11 Mart 2005

Warren Buffett'ın bir anısı, derleyen Carol Loomis

Fortune 2000'li yıllarda üç kez yirmi civarında tanınmış kişiden şimdiye kadar aldığı en iyi tavsiyeyi anlatmasını istedi. Buffett bu dosyalardan ilkinde yer almayı kabul etti ve kabul etmesinden yaklaşık bir saniye sonra, yazı işleri müdürü Rik Kirkland onu kapağa çıkarmaya karar verdi.

Buffett ile röportaj yapma görevi bana verilmişti ve anlatacaklarını yazmak için defteri açarken neler söyleyeceğini gerçekten merak ediyordum. Bu konuda onunla hiç konuşmamıştım. Ona, “Peki şimdiye kadar aldığın en iyi tavsiye neydi?” diye sordum.

Soruma gerçekten mükemmel ve beklemediğim bir yanıt aldım. Anlatabileceği “en iyi tavsiye” yoktu. Bunun yerine şimdiye kadar aldığı “en kötü tavsiye”yi etraflıca anlatmaya başladı, üstelik bu en çok hayranlık duyduğu iki kişiden gelmişti.

Onun zihnindeki bu sürpriz değişikliği Rik'e nasıl anlattığımı hatırlayamıyorum. Muhtemelen kendi zihnimde tüm sahneyi bastırdım. Fakat biliyor musunuz ne oldu? Buffett yine de kapağa çıktı. — CL.

“İki akıl hocam vardı: Baham Howard Buffett ve Ben Graham. İkisi de büyük hayranlık duyduğum ve yıllar boyunca bana tonlarca iyi tavsiyede bulunmuş kişilendi. Fakat bu defa gerçekten de kötü tavsiye ventiklerini düşünmüştüm.

O sırada, 1951'de, henüz 21 yaşında değildim ve Columbia İşletme Fakültesi'nden mezun olmak üzereydim. Fakültede Ben'in derslerine girmiştim, o güne kadar gönlüğü en ilgili öğrenciydim. Graham-Newman Corp.'ta, Ben'in yanında çalışmak istedim ve herkesin bildiği gibi ona gidip masas almaktan çalışmayı önerdim. Hayır, dedi.

Fakat yine de menkul kıymet işine girmekte kararlıydım ve işte bu noktada Ben ve babam bana kötü bir tavsiyede bulundu. Her ikisi de başlamak için kötü bir zaman olduğunu düşünüyordu. Böyle düşünüyorlardı, çünkü Dow Jones Sanayi Endeksi bütün yıl boyunca 200'ün üzerindeydi, fakat 200'ün altına sarkmadığı tek bir yıl bile olmamıştı. Dolayısıyla ikisi de, 'İyi işler yapacaksın, ama başlamak için iyi bir zaman değil,' dedi.

Babamı ve belki Ben'i de etkilemiş bir şey olabilir. Hiç olgunlaşmamıştım. Yalnızca genç görünmüyordum, davranışlarım da çocuksuydu. Zayıftım. Saçlarım korkunç görünüyordu. Belki de tavsiyeleri, kibar bir dille, hisse senedi satmaya başlamadan önce biraz olgunlaşmam gerektiğini, aksi takdirde başarılı olamayacağımı söylemekti. Fakat bana bunu değil, diğerini söylediler. Her neyse, önemsemedim. Omaha'ya döndüm ve babamın şirketi Buffett Falk'ta menkul kıymet satmaya başladım.

Babam son derece bağımsız düşünen biriydi. Böyle olduğunu sanıyorum, çünkü hisse senedi satın almak söz konusu olduğunda düşüncelerimi etkileyen bizzat oydu. Bu konuda Ben de bana bir şeyler öğretti. 'Başkaları seninle aynı fikirde olduğu için ne haklı ne de haksız olursun,' dedi. 'Bilgilerin ve akıl yürütme şeklin doğruysa haklı olursun.'

Ben'e gelince, ondan öğrenmeye Nebraska Üniversitesi'nde yatırım konulu kitaplarını okuyarak başladım. O tarihe kadar tüm yatırım türlerini denemiştim, fakat Ben, özellikle *Intelligent Investor*'da (Akıllı Yatırımcı) söyledikleriyle gözlerimin açılmasını sağladı: 'Güvenlik marjı' ve 'Bay Piyasa'nın sizi kullanmasına izin vermek yerine onu nasıl kullanacağınızı öğrenmek' gibi şeyler. Sonra yalnızca onun derslerine girmek için Columbia'ya gittim ve ardından kendisinden iş istediğimde geri çevrildim. Fakat Omaha'ya döndüğümde hâlâ bunu düşünmeye devam ettim. Ben'in hisselerini satmayı ve başına bir tür bela olmayı sürdürdüm. Sonunda, 1954'te bir gün ondan bu hususta bir şeyler söyleyen bir mektup aldım. 'Bir dahaki sefer New York'a geldiğinde seninle bir şeyler hakkında konuşmak istiyorum,' diye yazmıştı. Sevinçten çıldırmıştım! Hemen New York'a gitmeyi kafaya koydum.

Maaşımın ne kadar olacağını hiç sormadan Ağustos 1954'te Ben'in yanında çalışmaya başladım. Maaşımın 12.000 dolar olduğu ortaya çıktı,

ayrıca ertesi yıl 2.000 dolarlık bir ikramiye aldım. İşin her iki kısmında da çalıştım: Graham-Newman kurala bağlı bir yatırım şirketi idi, Newman & Graham Ltd. ise bugün hedge fonu dediğimiz türden bir şirketti. Fakat birlikte yalnızca 12 milyon dolar yönetiyorlardı!

Walter Schloss ile birlikte -ancak o çok geçmeden bir hedge fonu kurmak için işten ayrıldı- küçük bir odada çalışıyorduk. Birbirimizle dalga geçiyor, ayrıca ucuz hisse senetleri bulmak için sürekli kitapçıklara odaklanıyorduk. Asla herhangi bir şirketi ziyarete gitmedik. Ben bunun hilekârlık olacağını düşünüyordu ve ne zaman mükemmel bir şey bulsak, Ben 50.000 papel yatırıyordu.

1956'nın başına geldiğimizde Ben şirketten ayrılıp California'ya gitmeyi planlıyordu. Ben o tarihte zaten Omaha'ya geri dönmeye karar vermiştim. Bunu Ben'e anlatmakta müthiş zorlandım: Ofisine gidiyor ve geri dönüyordum, sonra yeniden gidip yine dönüyordum, gerçekten çok uzun zaman aldı. Fakat tepkisi babamın göstereceği türdendi: Senin için hangisi iyi olacaksa öyle yap.

1950 yılının sonunda elimde 9.800 dolar vardı, 1956'ya geldiğimizde ise 150.000 dolarım olmuştu. Bununla krallar gibi yaşayabileceğimi düşündüm. Fakat Omaha'da ne yapacağımı bilmiyordum. Hukuk fakültesine gidebilirdim. Bir planım yoktu. Bir yatırım ortaklığı kuracağımı kesinlikle bilmiyordum. Birkaç ay sonra yedi kişi benden paralarıyla onların adına yatırım yapmamı istedi, bunun yolu ortaklıktan geçiyordu. İşte her şey böyle başladı."

91 milyar dolarlık söyleşi

31 Ekim 2005

DANIEL ROTH

Yiğidi öldür hakkını yeme, yani eğer karşımızda Warren Buffett ve Bill Gates varsa ve sonunda Nebraska Üniversitesi'nin sekiz yıl önce Washington Üniversitesi'nin düzenlediği etkinlikle boy ölçüşme zamanı gelmişse... ("Bill ve Warren Show" bkz. sayfa 213)

Bu söyleşiden bir haber patladı: Buffett parasını hayattayken hibe etme yönünde uzun bir yol kat etmişti. Bu onun bağış ve yardım planlarında çarpıcı bir değişimi ifade ediyordu, ama kendi hayatında da -çok acı- bir değişim olmuş, eşi Susie 2004 yazında ani bir beyin kanaması sonucunda hayatını kaybetmişti. Bu kitapta daha önce belirtildiği gibi Buffett daima kendisinden iki yaş küçük olan Susie'nin daha uzun yaşamasını ve Buffett'ın milyarlarını bağışlamak için engin dirayeti ve sevecenliğini hızla devreye sokmasını beklemişti. Susie ölünce bağış ve yardım faaliyetlerinin nasıl yapılması gerektiğini belirlemek Buffett'ın zihninde bir yük haline geldi. Ancak 2006 yılının başına gelindiğinde kararını vermişti, kendisine ait Berkshire hisselerini yavaş yavaş beş vakfa bağışlayacaktı. Bunların başında da bu söyleşide sohbetlerine tanık olacağınız Bill ve eşi Melinda'nın yönettiği vakıf geliyordu. ("Warren Buffett Servetini Bağışlıyor," bkz. sayfa 378)

Soru-cevap bölümünün ardından yayınlanan "Buffett Konuşuyor" başlıklı tek sütun yazısı, Buffett'ın daha 2005'te ultra zenginlerin (tabii ki kendisi ve Gates de dahil) gelirleri üzerinden çok düşük vergi ödemelerinin hiç adil olmadığını ne kadar güçlü bir biçimde düşündüğünü gösteriyor. Bu görüşünü, izleyen birkaç yıl içinde tekrar tekrar savundu ve 2011'e gelindiğinde artık o kadar çok konuşmuştu ki iddiaları -ya da hiç değilse biraz olsun iddiaya benzer şeyler- Başkan Obama'nın gru-

bu tarafından Buffett Kuralı adı verilen kitaba dömiştürüldü. Bu kitap 2012 seçmenlerine bu konuda ve diğeri tüm konularda söylenenlerden önce baskıya girdi. — CL.

Futbol delisi Lincoln-Nebraska Üniversitesi takımının 12 Büyükler Konferansı'nın* ilk maçı için sahaya inmesine saatler kala kentte kuyruk bekleyenler yalnızca Corhuskers'ların oyununu kaçırmak istemeyen ateşli taraftarlar değil. Bu güzel eylül ikindisinde yaklaşık 2000 öğrenci okulun Lied Center konferans salonuna girebilmek için kuyruksa bekliyor. Kapıların açılmasına yalnızca bir saat var ve kimya mühendisliği ikinci sınıf öğrencisi, 19 yaşındaki ince uzun delikanlı Andrew Schoemacher hâlâ bir bilet bulabilmeyi umuyor. Bu gösteriyi nasıl kaçırabilir? "Düşünsenize," diyor, Bill Gates ve Warren Buffett konuşacak."

Gates ve Buffett -sırasıyla 51 milyar dolar ve 40 milyar dolarlık servetleriyle dünyanın en zengin iki adamı ve iki arkadaş- serbest bir soru cevap oturumu için az sonra sahnedeki yerlerini alacaklar. Bu tür bir söyleşiyi daha önce de bir kez yapmışlardı. 1998'de Gates'in yaşadığı Seattle'da Washington Üniversitesi öğrencilerinin karşısına çıkmışlardı. O tarihte her ikisi de fırtınalı dönemlerin eşigindeydi: Microsoft efsanevi tekel davasında devletle karşı karşıya gelmek üzereydi ve Buffett'ın şu anda sorunlar yaşayan AIG ile ilgisi nedeniyle Berkshire Hathaway cephesinde baş belası olan reasürans şirketi General Re'yi satın almasına haftalar kalmıştı. İlk söyleşiyi davet edilen tek dergi *Fortune* olmuştu ve söyleşiyi "bilgelige oldukça yakın bir sohbet" olarak değerlendirerek kapak yapmıştı. Dolayısıyla da milyarderler yeniden buluşmaya karar verdiğinde etkinliği içeriden gözlemlemeye -ve daha da önemlisi, kendi sorularımızı sormak için onlarla biraz baş başa zaman geçirmeye- karar verdik.

İş dünyasının bu iki önemli ismi, *Fortune*'dan Daniel Roth ile yedikleri öğle yemeği sırasında -Buffett vişne suyu eşliğinde beyaz ekmek üzerine dilimlenmiş hindi yemiş, Gates ise beyaz ekmek üzerinde hardallı

* 12 Büyükler Konferansı (Big 12 Conference): ABD'de 1994 yılından bu yana düzenlenen ve 12 okulun katılımıyla gerçekleşen Üniversitelerarası Spor Etkinliği. Başlangıçta yalnızca futbol ile sınırlıyken, şu anda basketbol, beyzbol, yüzme, yüzme, tenis, kayak gibi dalların da dahil edilmesiyle orta Amerika'nın kuzeyden güneye birçok eyaletindeki 12 üniversiteyi kapsayan bir olimpiyat havasında gerçekleşiyor. (Çn.)

bifteği tercih etmişti- biraz gevşeyerek yakın ilişkilerinden, o geceki poker planlarından ve Wall Street'in yatırımcıları yanlış yola yönlendirmeye nasıl istekli olduğundan söz etmişlerdi. İkisi de kendisine çeki düzen veriyordu. Ekim'de 50 yaşına giren Gates düzenli koşarak 9 kilo vermiş, 75 yaşındaki Buffett ise haftada üç gün girdiği bireysel seanslar sayesinde 6 kilodan kurtulmuştu. Planlarına da çeki düzen veriyorlardı: Buffett kendisiyle ilgili bir "ters" işleme girer gibi, ilk defa, servetini ölmeden önce bağışlamaya başlayabileceğini söylemişti. Bu söyleşiden yaptığımız alıntılar aşağıda okuyabilirsiniz.

FORTUNE: Birkaç hızlı soru. Birincisi: Son dönemde okuduğunuz en iyi kitap.

BUFFETT: Katharine Graham'ın *Personal History*'si (Kişisel Tarih) heyecan verici. Herkesin bu kitabı okuması gerektiğini düşünüyorum.

GATES: *The Bottomless Well* (Dipsiz Kuyu) diye enerji hakkında yazılmış kitabı çok sevdim. Bir de Ray Kurzweil'in bilgisayar bilimleri alanında yapay zekâyı konu alan *Singularity Is Near* (Eşsizlik Yakında) adlı kitabı var; bende ki hazırlık baskısı, bu yüzden piyasaya ne zaman çıkacağını bilmiyorum. Tom Friedman'ın kitabı *The World Is Flat* (Dünya Düzdür) şahane. Jeffrey Sachs *The End of Poverty* (Yoksulluğun Sonu) diye bir kitap yazdı, Jack Welch'in *Winning* (Kazanmak İstiyorsanız) adlı kitabı bu yıl çıktı ve Jared Diamond'un *Collapse*'ini (Çöküş) unutmamak gerek, tüm zamanların en iyi kitaplarından biri olan *Guns, Germs and Steel*'in (Tüfek, Mikrop ve Çelik) devamı.

FORTUNE: Son savurganlığınız?

BUFFETT: Kişisel harcamayı mı kastediyorsun?

FORTUNE: Evet.

BUFFETT: Uçak. Çok param olmasının hayatımda değiştirdiği tek şey bu oldu, bir NetJets G4. NetJets'in sahibi Berkshire. Yılda birkaç yüz bin dolar, belki biraz daha fazlasını harcarım.

GATES: Savurganlık... Sanırım bu gece pokerde kaybedersem, 500 dolarlık bir savurganlık yapmış olacağım.

BUFFETT: Bu savurganlık.

GATES: Warren ile oynadığımız kumar daima 1 dolarlık bahislerle sınırlıdır.

BUFFETT: Omaha'da biri beni poker oynamaya davet etti ve bu kulağıma eğlenceli geldi. Fakat Texas Pokeri'ni para için oynamak zorundasınız. Oyunun doğası böyle. Sanırım briç daha iyi bir oyun, ama pokerin çok eğlenceli olduğu da doğru.

GATES: Burada ideal bir dördüncümüz olsaydı briç oynamayı tercih edebilirdik.

FORTUNE: "Oh, evet, pokere geleceğim. Dostum Bill Gates'i de getireceğim," deseydiniz arkadaşınız ne düşünürdü?

BUFFETT: Bu işi gizli tuttuk. Oyunu kuran kişi biliyor ama diğer katılımcılar bilmiyor.

FORTUNE: Aydınlatma turlarına dönersek: Borsadan bahsedelim. Bundan yedi yıl sonra S&P 500 yılda % 10'un üzerine mi çıkar yoksa altında mı kalır?

BUFFETT: Altında kalması üzerine çıkmasından daha muhtemel. GS-YİH nominal açıdan % 5 büyürken herkes yılda % 10 yapamaz.

GATES: Bana göre büyük ihtimalle altında kalır. Getirilerin süper yüksek olacağı fikri... orada bazı kuşkular var.

FORTUNE: Warren, son kez bu konuda konuştuğunuzda insanların büyük borsa getirileri hakkında "oldukça pervasız varsayımlarda" bulunduğunu söylemiştiniz. Bugün de hedge fonları ve özel sermaye fonları konusunda aynı şey mi oluyor?

BUFFETT: 1990'ların sonunda insanlar dikiz aynalarına bakıyor ve Tanrı'nın Amerikalılara yılda % 15'lik hak bahsettiğini düşünüyordu. Bunu emeklilik fonu varsayımlarına monte ettiler. Vakıflar da kendi harcamaları modellerini buna uygun yapılandırıdılar. Şimdi, altı veya yedi yıl sonra, insanlar dikiz aynasına bakıyor ve geleneksel yatırımların uzaktan yakından böyle bir şey getirmediğini görüyor. Dolayısıyla kendile-

rine, “Peki, bunu nasıl elde ederim? Alternatif yatırımlara döneceğim,” diyorlar. Bu boşluğun, “Dikiz aynasına bakıp geleneksel yatırımların işe yaramadığını görmekte haklısın. Bizimle gel, çünkü Kutsal Kâse bizde,” diyen Wall Street erbabınca doldurulacağından emin olabilirsin. Bu durumda “Kutsal Kâse” hakkında bilmen gereken şey, çok daha fazla para ödemen gerektirir.

GATES: Girişim sermayesinde küçük miktarlarda paralarla çok yüksek getiriler elde edilebiliyordu, sonra büyük miktarlarda paralarla çok küçük getiriler alınmaya başlandı. Yüksek mutlak getiri elde etme arzusu -Harvard Üniversitesi gibi yerlerin akıllıca alternatif varlıklara yatırım yaptığını görmek- bizim “Evet, bir yerlerde % 10 getiri elde edilecek bir şeyler olmalı. Onu henüz bulamadım,” şeklinde düşünmemize yol açtı. Böylece yüksek getiri beklentileri gerçekliğin üstüne çıktı ve bugün de hâlâ öyle.

BUFFETT: Ve Wall Street bu düşünceyi besliyor.

GATES: Wall Street’in işi bu. (İkisi de gülüyor.)

FORTUNE: Warren bu yaz Allen&Co.’da verdiği konferansta ABD dış ticaret açığının şişmesi konusundaki kaygılardan söz etti. Sizin de Warren’in bu korkularına benzer endişeler taşıyıp taşımadığınızı merak ediyorum Bill.

GATES: Warren bu konuda epeyce düşünmemi sağladı. O konuşmayı iki kere izledim ve her seferinde daha fazla kaygılandım. Temel bir ilke olarak dış ticaretin muhteşem bir şey olduğunu düşünüyorum. Bu dengesizliğe tepki olarak ithalatı düşürmek için ticari kısıtlamalar getirilmesinden büyük kaygı duyuyorum, çünkü bu başka ülkelerin de benzer şeyler yapmasına yol açacaktır. En büyük tehlikenin, serbest ticaret sisteminin getirdiği yararları yavaşlatacak şey olduğunu düşünüyorum.

FORTUNE: Sizinki gibi şirketlerin üretimlerini ülke dışına taşıması dış ticaret açığı sorununu vahimleştirmiyor mu?

GATES: Microsoft net bir ihracatçıdır, diğer her işletmeden daha fazla.

Buradaki Ar&Ge faaliyetlerimiz satışlarımızdan daha fazla. Eğer ABD'de 100 Microsoft daha olsaydı dış ticaret açığı kapanırdı.

BUFFETT: Büyük avantajlarımızdan biri ileri teknoloji oldu. Dünyada iyi olduğunuz alanlara bakıyor ve oralara yoğunlaşıyorsunuz, böylece muzları başka ülkelerin size göndermesine izin veriyorsunuz. Bu ülkede muz üretmek konusunda asla iyi olmayacağız. Fakat dış ticaret açığının kalıcı bir şey olduğunu düşünmüyorum. Eğer büyük bir ekonomik aksaklık olsaydı ve insanlar “şu durumun yaptığına bakın” şeklinde genel bir hisse sahip olsaydı, çok kötü bazı siyasi sonuçlar alırdınız. Bu neredeyse kaçınılmazdır.

FORTUNE: ABD'deki mevcut gelişmelerle ilgili en büyük korkunuz bu mu?

BUFFETT: Sahip olduğumuz en büyük sorun sahtekâr devletler, teröristler, nükleer, kimyasal veya biyolojik silahlarla ilgili. Ekonomik açıdan ABD'nin iyi durumda olacağını düşünüyorum. Eğer dünyanın geri kalan kısmında kişi başına düşen GSYİH bizimkinden hızlı artarsa, olması gereken bu.

GATES: Ekonominin öğretilmemesi veya çoğu insan için bir hobi olması çok kötü, çünkü “Yalnızca belirli sayıda iş olanağı var,” diyen insanlarla karşılaşıyorsunuz. Durum böyle değil. Yarın Hindistan'daki herkesin bizim kadar zengin olduğunu göreceğiz diyelim. Dünya daha iyi bir yer olur muydu? Hiç kuşkusuz. Orada yapılan muhteşem ürünler ve çalışma nedeniyle ABD büyür müydü? Kesinlikle. Dünyanın zenginleşmesi muazzam bir şey. Geçmişte öyle oldu. Öyle olmaya devam edecek.

BUFFETT: Bu sıfır toplamlı bir oyun değil.

GATES: Doğru, önemli nokta bu.

FORTUNE: Hayır işleri konusunda farklı felsefeleriniz var. Bill parasının çoğunu bugünden bağışlıyor, Warren bağışlamak için ölümünü bekliyor. Kendi yaklaşımınızın doğru olduğunu nasıl savunurdunuz?

BUFFETT: Onun yaklaşımının daha iyi olduğunu düşünüyorum. Melinda ile birlikte muazzam miktarda para, olağanüstü zekâlarını ve yüreklerini vakfediyorlar. Bu muhteşem bir bileşim. Ben 40'lı yaşlarımda bunu yapamaz ve anlamlı bir şeyler ekleyemezdim.

Şimdi benim yaşımda çok önemli oranda para kazanıldığını öne sürebilirsiniz. Artık hisselerin Berkshire'ı kontrol etmesine de ihtiyacım yok, bu yüzden ölmeden önce çok önemli bir şeyler yapmak mantıklı olabilir.

FORTUNE: Bu sizin açınızdan bir değişim mi?

BUFFETT: Bir evrim.

GATES: 1998'de bu işe (bağış ve yardım işlerine) henüz başlamıştım ve o tarihte, "Para kazanmak ve aynı zamanda para bağışlamak fazlasıyla kafa karıştırıcı ve dikkat dağıtıcı," diyordum. Zaman ayırabileceğimi düşünmüyordum. Babam beni bu işe girmem için teşvik ettiğinde, Melinda da ondan yana ağırlık koyarken ve ikisi de bu işe zaman ayırmamı isterken, aslında uzun zamandır Microsoft'tan tanıdığım muhteşem bir insan olan Steve Ballmer'ı kazandık, parçalar gerçekten bir araya geldi. Bağış ve yardım işlerine çok zaman ayırmak için tam zamanlı çalışmayı bırakıncaya kadar beklemeyi düşünmüştüm hep. Fakat işler inanılmaz ölçüde iyi gitti ve ben ikisinde de bazı işler yapabildim.

BUFFETT: Bill'in kafası bu işlere daha yatkın. Onun yaptıklarını ben yapamazdım. Bu işte iyi olmadığımı bildiğim için keyif almazdım. Paranın akıllıca kullanıldığını görmek isterim. Ölümümün her koşulda en iyi zamanlama olduğunu düşünmüyorum.

FORTUNE: İkiniz bu konuda konuşur musunuz?

BUFFETT: Tabii ki.

GATES: Kesinlikle.

FORTUNE: Warren'ı sizin gibi bağış ve yardım işine bizzat el atması için ikna etmeye mi çalışıyorsunuz?

GATES: Hayır, ama bu işten aldığım keyfi, bazı eğlenceli dinamikleri, işe yarayan ve yaramayan dinamikleri paylaşıyorum. Bu, iş dünyasına çok benziyor; bilginiz işe girmek için yetersiz ama bazı özellikleri öğreniyorsunuz, sonra da işin uygulamalarıyla ilgili deneyim geliyor.

BUFFETT: Berkshire benim çok önemli bir parçam ve onu asla terk edemem. Fakat altı veya sekiz yıl içinde (kişisel servetimi) beş

katına çıkarabileceğimi düşünmüyorum. Miktar şu anda çok önemli şeyler yapacak kadar büyük ve durum 40'lı yaşlarımda olduğundan çok farklı. Yani, eğer bu işi 40'larımdayken yapsaydım, miktar 20 milyon dolar olabilirdi. Şimdi ise elimizde önemli şeyler yapılabilecek bir miktar var. Ayrıca Berkshire'ı kontrol etmem gerekmiyor. Mevcut büyüklüğüyle hiç kimse Berkshire'ı ele geçiremez, ama 20 yıl önce durum böyle değildi.

GATES: *Fortune* makalesini okuyuncaya kadar servetimi kendi çocuklarıma bırakmamın sakıncaları olabileceğini hiç düşünmemiştim...

BUFFETT: "Hepsini çocuklara mı bırakmalısınız?"

GATES: Doğru. Warren bu makalede güçlü bir sestir. Onu okuduktan sonra, arkanızdan bütün parayı çocuklara bırakmanın yanlış olacağını düşündüm. Dolayısıyla her şeyin topluma geri dönmesi fikri konusunda, Warren beni ciddi biçimde etkiledi.

BUFFETT: O daha iyi bir iş yapıyor. (Kahkahalar.) Sosyal yardımlaşmanın getirdiği korkunç bağımlılık döngüsünden söz edenlerin, kendi çocuklarına daha ana rahminden çıkarken ömür boyu bedava yiyecek kuponu verenlerle aynı kişiler olması ilginç. Fakat 17 yaşına gelinceye kadar iki hamilelik geçirmiş bazı yoksul kadınlar için, "Oh, ona bir şey vermek çok kötü bir şey..." diyorlar.

FORTUNE: Warren, genel olarak teknoloji şirketlerine yatırım yapmadığınızı biliyorum, ama Microsoft'un cazip görünüşüne görünmediğini merak ediyorum.

BUFFETT: Bill yönetim kurulumdayken, para kazandığım takdirde insanlar içeriden bilgi aldığımı düşüneceklerdir. Para kazanmadığım takdirde ise, bu iyi bir fikir olmayacaktır. (İkisi de kahkaha atmaya başlıyor.)

GATES: Evet, seni yanılttığımı düşüneceklerdir.

FORTUNE: Fakat Bill, siz daha fazla Berkshire hissesi almaktasınız.

GATES: Tüm yönetim kurulu üyeleri arasında elindeki Berkshire hissesinin net varlığına oranı açısından en düşük yüzdeye sahip olan benim.

FORTUNE: Yani bu Berkshire'ı ele geçirme girişimi değil...

GATES: (Gülerek.) Hayır, hayır, hayır.

BUFFETT: Eğer biri ele geçirecekse, umarım o kişi Bill olur.

GATES: Yüzde 1'e ulaştığımda sana bildireceğim.

FORTUNE: Berkshire'den söz ederken, ikiniz de onun iştiraki olan Dairy Queen'i seviyorsunuz. Son bir soru: Dilly Bar mı yoksa Blizzard mı?

BUFFETT: Aslında Dusty Sundae dediğim şeyi tercih ederim. Ama seçenekleri veri alırsak Blizzard derim.

GATES: Ben Dilly Bar'ı seçerdim.

Don Roth daha sonra ikisiyle ayrı ayrı görüştü. Buffett şunları söyledi:

Buffett anlatıyor...

Sabit oranlı vergi' fikri üzerine

Bunu desteklemezdim. Bana göre zaten fazlasıyla sabit bir vergilendirme sistemimiz var. Ücretlerden alınan vergiye bakarsanız -şu anda % 12'nin üzerinde ve bu gelirin ilk 80.000 veya 90.000 dolarlık kısmına uygulanıyor- Bill ve ben gelirimize göre neredeyse hiçbir şey ödemiyoruz. Sermaye kazançları ve kâr payları üzerinden alınan vergi % 15'e düşürüldüğünden beri yanımızda çalışanların ödediği vergi oranları çoğu durumda ya benimle aynı ya da daha yüksek. Son yıllarda bu ülkede yapılanlar çok zenginlere muazzam yararlar sağlarken daha alt gelir gruplarını pek rahatlatmadı.

Açıkçası, hem benim hem de Bill'in elde ettiğimiz gelirler üzerinden daha yüksek oranda vergi ödememiz gerektiğini düşünüyorum. Bundan 25 yıl önce, çok daha az para kazanırken ödediğim oranın yarısından azını ödüyoruz. Bunlar gerçekten de zenginleri gözetiyorlar.

* Bütün gelir dilimlerine aynı oranda uygulanan vergi. Artan oranlı vergi tarifesinin daha çok kazanmayı cezalandırdığı fikri üzerine, daha çok çalışmayı caydırmayacağı varsayımıyla önerilmiştir. (C.N.)

Verdiği en kötü yatırım kararları üzerine

En büyük hatalar icraattan değil ihmalden kaynaklanan hatalardır. Yaptığım hiçbir yatırımda, yeterli bilgiye sahip olduğum halde yapmadığım yatırımlardan kaybettiğim kadar çok para kaybetmedim. On milyar kadar gibi büyük miktarda kâr olanağını kaçırdık. Uzun zaman önce Microsoft'u satın almamış olmam kaçırılmış bir fırsat değildi, çünkü bu kararı vermek için yeterli bilgiye sahip değildim, ama yeterince bildiğim halde bir nedenle ya hiç yatırım yapmadığım ya da küçük ölçekli yatırımlara girdiğim başka şeyler oldu. Esasen çek yazmam gerektiği halde tahminlerimden kuşkulandım.

Fakat, bilirsın, eğer golfçüysen ve her deliğe top sokuyorsan oyunun eğlencesi kalmaz. Hedefi bulmayan karavanalarımı ben böyle açıklıyorum en azından.

Parasını çocuklarına bırakma üzerine

Çocuklarımız dünyanın en üst yüzde yarımlik kesimine girecek kadar zengin olacak, ama sahip olduklarımın % 99'u bağış ve yardım işlerine gidecek, esas olarak Bill de aynı görüşte. Süper süper zengin çocuklarımız olmayacak. Zengin olacaklar, bu kuşkusuz, ama hanedan serveti fikri keyfimi kaçırıyor. Bu ülkede fırsat eşitliğinden ve yetenekli olan herkesin gerçekten hak ettiği başarıya ulaşmasından söz ediyorsanız, toplumdaki muazzam pozisyonları sırf doğru rahimden doğdu diye birilerine veremezsiniz, bunun Amerikan tarzı olduğunu düşünmüyorum.

Kazançlarınızı azaltın!

20 Mart 2006

**Buffett'in Berkshire Hathaway 2005 yıllık raporunda
hissedarlara yazdığı mektuptan alıntı**

Çok değil kısa bir süre önce bir iş arkadaşı Warren Buffett'in herhangi bir problem veya meselenin "özüne inme" konusundaki ender rastlanan yeteneğini, ender kullanılan bir sözcükle ifade ederek, "O tam bir indirgemeci," dedi. 2005 yılında hissedarlara yazdığı mektuptan yaptığımız aşağıdaki alıntıda Buffett "bisse senedi sahiplerinin bugün ile Hesap Günü arasında elde edecekleri azami kazancın, hisselerin arkasındaki şirketlerin kazanabileceği azami toplamdan ibaret" olduğunu söylüyor ve bu özlü ifadeyle meselenin "özüne inme" yeteneğini sergiliyor. Fortune'un "Kazançlarınızı Azaltın!" başlığını seçtiği bu alıntıda "işlem maliyetleri" konusunu ele alan Buffett, söz konusu maliyetlerin Sefagiller adını verdiği bir aile üzerindeki pahalı etkilerinden yakınıyor.

"İşlem maliyetleri" esasen, 1956 yılında Buffett Partnership Ltd.'yi kurduğundan beri Buffett'in zihninde yer etmiş bir konu. Buffett'in ortaklığı bugünkü tanımıyla bir hedge fonuydu. Zaman içinde başka fonların da taklit ettiği bir uygulama getiren Buffett fonun yıllık kazancının ilk yüzde 6'sını sınırlı ortaklarına dağıtıyor, bu miktar düşüldükten sonra kendi payını alıyordu. Daha sonra, hissedarlara yazdığı mektuplar meşhur olunca, Buffett bireysel yatırımcılarının büyük bölümünün borsada bizzat iş yapmaya çalışmak yerine düşük maliyetli endeks fonlarına yönelmesini tavsiye etti.

* İndirgemecilik (Redüksiyonizm): Olayların ya da olguların, onları oluşturan daha basit olguları çözümleyerek anlaşılabilirliğini savunan felsefi akım. Kelime anlamı olarak karmaşık olguların, daha basit ve temel yapıtaşları kullanılarak açıklanmasıdır. Felsefi akım olarak indirgemecilikte varlıklar daha küçük ve basit oluşumların toplamı ya da kombinasyonu olarak görülür. (Ç.n.)

İlerleyen zamanlarda da Protégé Partners'a karşı artık herkesin bildiği ünlü bahsini oynadı: Bu bahis için titiz bir çalışma yapan Buffett, hedge fonlarını çatısı altında toplayan beş ayrı "fon sepeti" seçti ve yönetilmeyen, düşük maliyetli bir S&P endeks fonunun on yıl içinde bu beş fondan daha üstün performans göstereceğini iddia etti. Bu fonlardaki sınırlı ortaklar elbette, biri hedge fonu düzeyinde, ikincisi ise fon sepeti düzeyinde iki ayrı işlem maliyetinin yükünü omuzluyor. 2012'de bu kitap yayına hazırlanırken Buffett'ın girdiği bahiste dört yıl geride kalmıştı ve iki taraf neredeyse başa baş gidiyordu. Bu bahse ilişkin daha fazla bilgiyi sayfa 407'de yer alan "Buffett'in Büyük Bahsi" başlıklı makalede bulabilirsiniz. — CL.

Berkshire ve Amerikan menkul kıymetlerine yatırım yapmış olan diğer herkesin yıllar içinde refaha ulaşması zor olmadı. Gerçekten uzun vadeli bir örnek verecek olursak, 31 Aralık 1899 ile 31 Aralık 1999 arasında Dow, 66 düzeyinden 11.497'ye yükseldi. (Bu sonucun oluşması için gereken yıllık büyüme oranını tahmin edin; şaşırtıcı yanıt yazının sonunda.) Bu muazzam yükseliş basit bir nedenle gerçekleşti: Amerikan işletmeleri yüzyıl boyunca olağanüstü başarılı oldular ve yatırımcılar giderek artan refah dalgasının üzerine oturdular. İşletmeler bugün de başarılı olmaya devam ediyorlar. Fakat artık hissedarlar, kendi kendilerine sebep oldukları bir dizi yaralanma nedeniyle, yatırımlarından elde edebilecekleri getirileri önemli ölçüde azaltıyorlar.

Bunun nasıl olduğunu açıklamak için önce temel bir gerçeğe başlamalıyız: İflaslar gibi, bir şirketin zararlarının bir kısmının alacaklılarından kaynakladığı önemsiz istisnaları bir kenara bırakırsak, *bisse sahiplerinin bugün ile Hesap Günü arasında toplamda kazanabileceği en yüksek miktar, o hisselerin arkasındaki şirketlerin kazanabileceği toplam miktardır.* Yatırımcı A, akıllıca veya şans eseri yaptığı alım ve satımlarda pastadan Yatırımcı B'nin zararı pahasına daha fazla pay alabilir, bu doğru. Hisse senetleri hızla yükseldiğinde elbette tüm yatırımcılar kendilerini daha zengin *bissederler*. Fakat bir hisse sahibi yalnızca kendi yerine birini bulduğu zaman piyasadan çıkabilir. Eğer bir yatırımcı yüksekten

satıyorsa, bir başkası yüksekten satın almalıdır. Bir bütün olarak hisse sahiplerine, pay aldıkları şirketlerin yarattığı servetin ötesinde para kazandıracak hiçbir sihir yoktur, uzaydan para yağmayacaktır.

Esasında hisse senedi sahipleri “işlem” maliyetleri nedeniyle, şirketin kazandığından daha az kazanmak zorundadır. İşte söylemek istediğim de bu: Yükselen işlem maliyetleri artık hissedarlara geçmişe göre çok daha az kazandırıyor.

İşlem maliyetlerin nasıl şiştiğini anlamak için tüm Amerikan şirketlerinin tek bir ailenin mülkiyetinde olduğunu ve bunun hep böyle süreceğini düşünün. Bu aileye Sefagiller adını vereceğiz. Sefagiller kâr payları üzerinden vergilerini ödedikten sonra şirketlerinin kazandığı toplam miktar sayesinde kuşaktan kuşağa giderek zenginleşmişler. Bugün bu miktar yılda yaklaşık 700 milyar dolar. Doğal olarak aile bu dolarlardan bir kısmını harcıyor. Fakat tasarruf ettiği kısım sürekli kendi yararına artıyor. Ailede herkes aynı hızda zenginleşiyor ve her şey ahenk içinde.

Fakat şimdi ağzı çok laf yapan Yardımcılar'ın aile üyeleriyle tek tek temasa geçtiklerini ve her birini diğerlerinin elindeki varlıkların bir bölümünü satın alarak ve onlara başka varlıklar satarak akrabalarından daha akıllı davranmaya ikna ettiklerini varsayalım. Yardımcılar büyük bir lütufla -tabii ki bir ücret karşılığında- bu işlemleri yürütmeyi kabul ediyorlar. Amerikan şirketlerinin tamamı yine Sefagil ailesine ait; yapılan bu alım-satım işlemleriyle sadece kimin elinde ne olduğu değişiyor. Bu durumda ailenin servetinden elde ettiği yıllık kazanç azalıyor ve hesabı yaparken Amerikan işletmelerinin kazançlarından ödenen komisyonları düşmeniz gerekiyor. Aile fertleri işlem yaptıkça pastadaki payları azalıyor, buna karşılık Yardımcılar'ın aldığı dilim büyüyor. Fakat bu broker-Yardımcılar boşa kürek sallamıyorlar: Al-sat hareketleri onlara çalışıyor, bu yüzden de aile fertlerinin bu türden işlemler yapmaları için çeşitli yollardan tavsiyelerde bulunuyorlar.

Bir süre sonra aile fertlerinin çoğu bu “kardeşi yenme” oyununda pek de başarılı olmadığını fark ediyor. Bu noktada bir dizi yeni Yardımcı devreye giriyor. Yeni gelenler Sefagil sülalesinin her üyesine, diğerlerini tek başına alt etmenin imkânsız olduğunu söylüyorlar ve bir çare öneriyorlar: “Bir yönetici tutun -evet, bizi- ve bu işi profesyonelce yaptırın.”

Hemen işe koyulan yönetici-Yardımcılar yeni işlemlere giriyorlar ve bunları broker-Yardımcılar ile yapmaya devam ediyorlar; hatta yöneticiler faaliyetlerini artırdıkça broker'lar daha da zengin olabiliyor. Artık pastanın daha da büyük bir dilimi bu iki Yardımcı sınıfına gidiyor.

Sefagillerde hayal kırıklığı artıyor. Artık ailede herkes profesyonelleri çalıştırıyor. Fakat buna rağmen herkesin mali durumu kötüleşiyor. Çözüm mü? Tabii ki daha fazla yardım.

Bu kez yönetici-Yardımcılar'ı seçmek konusunda Sefagil ailesinin fertlerine tavsiyeler sunan finansal planlamacılar ve kurumsal danışmanlar devreye giriyor. Kafası karışan aile üyeleri bu yardım teklifini memnuniyetle karşılıyorlar. Sefagil ailesinin fertleri ne doğru hisse senetlerini ne de doğru hisse senedi seçicilerini kendi başlarına seçemeyeceklerini artık öğrenmiş bulunuyorlar. Doğru danışmanı nasıl seçeceklerini sorabilirler. Fakat bu Sefagillerin aklına gelmiyor ve tabii ki danışman-Yardımcılar da o soruyu sormalarını önermiyorlar.

Artık etraflarındaki üç pahalı yardımcı sınıfını destekleyen Sefagiller aldıkları sonuçların kötüleştiğini görüp umutsuzluğa kapılıyorlar. Fakat tam umutlarını kaybetmek üzereyken dördüncü bir grup -onlara hiper-Yardımcılar diyelim- ortaya çıkıyor. Bu dost canlısı insanlar Sefagillere olumsuz sonuçların mevcut Yardımcılar'ın -broker'lar, yöneticiler, danışmanlar- yeterince motive olmamalarından ve işi üstün körü yapmalarından kaynaklandığını söylüyorlar. "Bu zombi takımından ne bekleyebilirsiniz ki?" diye soruyorlar.

Yeni gelenler inanılmayacak kadar basit bir çözüm öneriyorlar: *Daha fazla para ödeyin. Özgüven yüklü* hiper-Yardımcılar, her aile ferdinin akrabalarına karşı *gerçekten* üstünlük sağlayabilmek için muazzam miktarda performansa dayalı değişken ödeme -yüksek sabit ücretlere ek olarak- yapması gerektiğini iddia ediyorlar.

Bu hiper-Yardımcılar'dan bazıları ailenin biraz daha dikkatli üyelerine tanıdık geliyor. HEDGE FONU veya ÖZEL SERMAYE FONU gibi seksi isimler taşıyan yeni üniformalarıyla karşılırlarına çıkan bu hiper-Yardımcıların aslında yönetici-Yardımcılar'dan başkası olmadıklarını görüyorlar. Ancak yeni Yardımcılar Sefagilleri bu giysi değişiminin çok önemli olduğuna, sakın yapılı Clark Kent'in Süpermen kostümünü giydiğinde

geçirdiği değişime benzer sihirli güçler bahsettiğine ikna ediyorlar. Aile bu açıklamayla rahatlayıp ödeme yapmaya karar veriyor.

Ve bugüne geliyoruz: Bütünyle hisse senedi sahiplerinin -eğer sallanan koltuklarında oturmakla yetinselerdi- eline geçecek olan kazançların rekor düzeydeki bir kısmı artık her geçen gün kalabalıklaşan Yardımcılar'a gidiyor. Yardımcılar akıllı veya şanslı olduklarında kazançların büyük kısmını alıyorlar, ahmak ya da şanssız (veya zaman zaman dolandırıcı) olduklarında da tüm zararları -yüksek sabit ücretler de cabası- aile fertlerinin üzerine yıkıyorlar.

Buna benzer bir dizi düzenlemeden sonra -yazı, Yardımcı kazançların çoğunu alır; tura, Sefagiller kaybeder ve bu ayrıcalığın bedelini çok pahalıya öder- Sefagilleri artık yeni bir isimle, Cefagiller olarak adlandırmak daha doğru olacak. Esasen bugün ailenin her türden işlem giderleri Amerikan işletmelerinin kazançlarının % 20'sine ulaşmış olabilir. Diğer bir deyişle, Yardımcılara yapılan ödemelerin yükü nedeniyle, Amerikalı hisse senedi yatırımcıları hiçbir şey yapmadan ve kimseyi dinlemeden kazanabilecekleri toplam rakamın belki de yalnızca yaklaşık % 80'ini kazanabiliyorlar.

Uzun zaman önce, Sir Isaac Newton bize bir dehanın eseri olan üç hareket yasası verdi. Fakat Sir Isaac'ın yetenekleri yatırım konusunu kapsamıyordu: Güney Denizi Balonu'nda yığınla para kaybetti ve daha sonra bunu, "Yıldızların hareketlerini hesaplayabiliyorum, ama insanların çılgınlığını hesaplayamıyorum," diye açıkladı. Bu zarar onu sarsmasaydı, Sir Isaac dördüncü hareket yasasını keşfedebilirdi: *Hareket arttıkça bir bütün olarak yatırımcıların getirisi azalır.*

Bu yazının başında sorduğumuz sorunun yanıtı şu: Detaya inildiğinde, Dow 20. yüzyılda 65,73'ten 11.497,12'ye çıktı ve bu yıllık % 5,3'lük bir bileşik kazanç demektir. (Tabii ki yatırımcılar aynı zamanda kâr payı da aldılar.) 21. yüzyılda aynı oranda kazanca ulaşmak için Dow'un 31 Aralık 2009'a kadar -kendinizi hazırlayın- tam olarak 2.011.011,23'e çıkması gerekecektir. Fakat ben 2.000.000'i de kabul ediyorum; bu yüzyılın ilk altı yılında Dow hiç yükselmedi.

Buffett'in diğ er yarısı

29 Mayıs 2006

ANDY SERWER

Warren Buffett-Charles Munger ikilisi herkesin gözünde mükemmel bir eşleşmedir, tersi hayal bile edilemez. İki farklı karakterdeki bu iki Omaha'nın arasındaki uyum öylesine mükemmel ki her ikisi de ilk karşılaşmalarında tanışmak için girizgâhı kendisinin yaptığını iddia ediyor. Bu iddiayı burada netliğe kavuşturamayız. Fakat bir başka Omaha'lı, Richard Holland'ın Truth and Other Tall Tales (Gerçek ve Diğ er Kuyruklu Masallar) adlı kitabında yazdıklarını anımsamaya değ er. Buffett-Munger ikilisini kendi evinde bir araya getirdiğini söyleyen Holland o akşamla ilgili bakın neler yazıyor: "Oturma odamızın bir köş esine baş başa sohbetler için iki koltuk yerleşt irilmiş ti ve Warren ile Charlie bütün gece o köş ede oturdular. Hatırladığı ma göre ne koltuklarından kalkılar ne de kalkıp gidene kadar sobbete ara verdiler... Charlie o kadar çok konuştu ki zaman zaman nefes nefese kaldı."

Aşağıdaki makalede Andy Serwer, Munger'in Berkshire'nın yıllık toplantılarına getirdiğı özgün yetenekleri anlatıyor ve onun bu etkinliğı Broadway'de görülmemiş en iyi iki kişilik gösteriye dönüştürdüğ ünü söylüyor. Andy Serwer'in makalesine bu girizgâhı yazarken, Charlie'den Berkshire'a ve Buffett ile geçen yıllarına bakıp şirketin gösterdiği bu olağanüstü başarıya kendisinin yaptığını düşündüğü en önemli katkıyı kendine özgü üslubuyla anlatmasını istemenin ilginç olabileceğini düşündüm.

Zokayı yuttuğı söylenemez. O yine Berkshire kültürünün ayrılmaz bir parçası olan "biz" zamirini kullandı. "Tabiatlarımıza uyan faaliyet tarzını seçtik; bu, düşünerek ve öğrenerek çok zaman geçirmemizi, ömür boyu özeleşt iri yapmamızı, her hata için biraz piş manlık duymamızı gerektiren ve çok mizah içeren bir tarzdı. Doğ al olarak aş ırı yetki devrine

neden oldu ki güvenilen kişiler olarak istediğimiz buydu. Yöntemlerimizin bizim için ve bize güvenenler için iyi finansal sonuçlar üreteceğini biliyorduk. Hak ettiğimizden bu kadar fazla takdir toplayacağımızı beklememiştik ve esas olarak Warren'ın akıl hocası Ben Graham'ı bir dereceye kadar taklit eden iki öğretmen haline gelirken, gördüğümüz takdir mutlu olmamızı sağladı.” — CL.

Insanlara Berkshire Hathaway'i sorduğunuzda çoğu size Warren Buffett'ın şirketi olduğunu söyleyecektir, ki esasen doğrudur. Fakat yakından tanıyanlar Berkshire'ın başarısının aslında, Buffett ile çok eski ortağı Charlie Munger'ın takım çalışmasının ürünü olduğunu bilirler. Tabii ki Buffett en tepedeki karakter, şirketin kamudaki yüzü olmanın yanı sıra yönetim kurulu başkanı ve CEO'su. Munger ise sadece başkan yardımcısı ve daha çok sahne arkasında kalan biri. Fakat Munger uzun yıllardır Berkshire'ın eş-düşünürü ve bu hiç de azımsanacak bir şey değil.

Mayıs başında Berkshire'ın namı artık dünyaya yayılmış yıllık toplantısına katılmak ve Munger'ın “festival kapitalizmi” dediği şeyin tadını almak için Omaha'ya kutsal yolculuğumu gerçekleştirdim. Fakat bir gündemim daha vardı. Munger'ı yakından izleyecek ve onunla karşılıklı oturup görüş ve düşüncelerini soracaktım. Muhtemelen Berkshire'ın yıllık toplantıları konusunda çok şey okumuşsunuzdur, ben de okudum. Fakat Omaha'daki Qwest Center'ı hınca hınç dolduran 17.000 hissedar, artı tesisin değişik yerlerindeki kalabalık odalara dağılmış 7.000 kişinin arasına karışmak gerçeküstü bir deneyimdi. Neredeyse her biri (çoğu multi milyonerdi) iki ilginç ihtiyarın -Buffett 75, Munger 82 yaşında- yaklaşık beş saat süren konuşmasını mest olmuş bir halde izliyordu. Karşısındaki kitleyi motive eden çok yetenekli iki konuşmacıdan -bir anlamda Buffett ve Munger gibi- bekleyeceğiniz türden bir sahne vardı karşımda.

Buffett-Munger ikilisinin gösterisi yıllar içinde bir miktar formatlı ko-reografi şeklini almış. İki adam sahnenin ortasında oturup karanlığa gömülmüş hissedarlar denizine bakıyorlar. Soruları genellikle önce Buffett alıyor. Buffett soruya cevap verdikten sonra kendi benzersiz tarzıyla lafı beş dakika kadar -bir veya iki karışık espriyle- uzatıyor. O noktada ortağına bakıp “Charlie?” diye soruyor. Sonra iki şeyden biri oluyor: Munger

ya devreye girip isabetli, kısa ve özlü, çoğunlukla da iğneleyici bir yorum yapıyor (ve bazen kalabalığını nefesini kesiyor, bazen de kahkahalara boğuyor) ya da sadece, “Söyleyecek bir şeyim yok,” deyip geçiyor. (Özellikle sözü çok fazla uzatan Buffett’tan sonra bu çok eğlenceli olabiliyor.) Bundan sonra Buffett son sözü söyleyip konuyu bağlamak için iki dakika daha konuşmaktan hoşlanıyor. Sabah boyunca 2,5 saat kadar toplantı böyle devam ediyor. Ardından öğle yemeği için ara veriliyor. Ve öğleden sonra yine birkaç saat boyunca konuşuluyor. Bu yılki maratonunun ertesi günü karşılıklı konuşma şansı bulduğum Munger, “İki kişilik formatı tesadüfen bulduk,” dedi. “Yalnızca bir kişiyle olsa pek iyi sonuç vermeyecekti. Buraya dünyanın en şakacı, en zeki insanını da getirseniz insanlar sıkıcı bulacaktır. Festival aşırı uzun olduğu için kişilikler arasında biraz etkileşim gerekiyor.”

Berkshire’yı yakından izleyenler, aksi olabilen ve aptallara pek katlanamayan Munger’ın son dönemde keyifli olduğunu söylüyorlar. Yardım faaliyetlerini ölümünden sonraya bırakmaya niyetli görünen Buffett’ın tersine, Munger manevi eyaleti California’da hızla para dağıtıyor, çoğunlukla da eğitim ve sağlık alanlarına büyük yardımlar yapıyor. Bir de baskısına cömertçe para harcadığı kitabı var: *Poor Charlie’s Almanack: The Wit and Wisdom of Charles T. Munger* (Yoksul Charlie’nin Yıllığı: Charles T. Munger’ın Kıvrak Zekâsı ve Bilgeliği). İkinci baskısı bu yılki hissedar toplantısına yetişen kitabın başlığı ve fikri, tabii ki Munger’ın büyük hayranlık duyduğu Benjamin Franklin’e selam niteliğinde. Bir saniyelğine dudaklarında masum bir gülümseme beliren Munger, “Franklin fazlasıyla dirayetli ve yetenekliydi. Dört enstrüman çalıyordu. Ülkenin en tanınmış bilim insanı ve mucidiydi; ayrıca ünlü bir yazar, devlet adamı ve yardımseverdi. Onun gibi biri daha gelmemiştir,” diyor.

Munger, Berkshire hissedarlarının gözünde fevkalâde biri. Fikrini sorduğum bir hissedar “Warren’ın çok zeki olduğu gün gibi ortada,” dedi, “ama Charlie’nin söylediklerine bayılıyorum.” Buffett ve Munger bana bir açıdan Rolling Stones’u hatırlatıyor. Buffett, Mick Jagger gibi esas oğlan. Fakat çoğu kişi Munger’ın en az Keith Richards kadar hoş biri olduğunu düşünüyor. (Munger’ın hindistancevizi ağaçlarından uzak kalmasını umalım.)

Peki, bu yıl Charlie'nin şaşırtıcı hareketleri nelerdi? Buffett hissedarlarına kendi başlarına yatırım yapmalarının çoğu için iyi olacağını söylüyordu. Ardından sözü Charlie aldı ve "Çoğunuz için iyi olmayacak," diye seslendi. Munger izleyicilere "alçaksınız," dedi. Satılmış olduklarını söyledi. Yozlaşmış yabancı hükümetler için "hırsız yönetimler" dedi. İş dünyası kitapları yazan saygın bir yazarın "çıldırılmış" olduğunu söyledi. Üst kademe yöneticiler için "Amerika, Avrupa'ya zehir ihraç ediyor," dedi. Hedge fonu ve özel sermaye girişimlerinin bir noktada belasını bulacağını, Wall Street'in "yarış çılgırtkanları" ile dolu olduğunu söyledi ve böyle devam etti. Fakat Munger yalnızca şarlatanlara veryansın etmedi. Söylediklerinin çoğunda alçak gönüllülük ve katıksız bilgelik vardı. Benimle sohbet ederken "Warren ve ben Berkshire'da başka birinin daha iyi yapabileceği şeyleri yapmaktan kaçınırsınız," dedi. "Eğer bir şeyin sınırını bilmiyorsanız aslında yeteneğiniz yok demektir."

Hissedarlar toplantısı arifesinde Berkshire İsraili bir metal kesme aracı imalatçısı olan Iscar'ın % 80 hissesini 4 milyar dolar karşılığında satın aldığını açıkladı (bu Berkshire'ın yurtdışındaki ilk şirket alımıydı). Munger kendisinin de ortağının da Iscar yönetimini "süper yetenekli ve süper bütünlüklü" bulunduğunu söylüyor. Genellikle Buffett'ın işlemlerine daha kuşkulu yaklaşan Munger'in, Iscar konusunda başından beri fazlasıyla heyecanlı olduğunu ve anlaşılmayı sonuçlandırmaya Buffett'tan daha istekli olduğunu iştiriyorum. "Böyle bir anlaşmadan kim heyecan duymaz ki?" diyor.

Berkshire, Buffett ve Munger konusunda bir şey beni hep deli eder: Fazlasıyla karmaşık ve şaşırtıcı olduğunu düşündüğüm işlerine ve yatırım sanatlarına nasıl böylesine basit bir görünüm kazandırabildiklerini hiç aklıma almaz. Munger, "Berkshire'ın işinin kolay öngörülerde bulunmak" olduğunu söylüyor. Eğer bir işlem çok zor görünüyorsa ortaklar onu hemen rafa kaldırıyor. Fakat bu yılki toplantının ardından Munger'in söyledikleri arasında en iyi hatırladığım cümle şu: "Akılcı davranmamızı gerektiren büyük bir ahlâki sorumluluğumuz var." Bir dakika düşünün. İş dünyasında sorumluluğunu böyle tarif eden bir lider duydunuz mu? İşte bu yüzden yalnızca bir tane Berkshire Hathaway, bir tane Warren Buffett ve tabii bir tane Charlie Munger var.

Buffett GM'i destekliyor ve bir Cadillac alıyor

29 Mayıs 2006

ALEX TAYLOR III

Warren Buffett hiçbir zaman aşırı lüks düşkünü olmadı. Ne de olsa akşam yemeğini Dairy Queen'de yemekten hoşlanan bir milyarder ve eviyle işi arasındaki yolculuğu yalnızca beş dakika sürüyor. Fakat Nisan başında CBS'in *Face the Nation* programında General Motors'un yönetim kurulu başkanı ve CEO'su Rick Wagoner'i gördükten sonra yeni bir arabaya para harcama zamanının geldiğine karar verdi. Wagoner'e bir faks gönderip GM'nin karşı karşıya olduğu sorunların kendisinden kaynaklanmadığını söyleyen Buffett, onu "samimi, soğukkanlı ve akılcı" olduğu için övdü ve altına da bir not ekledi: "Çok sık araba almam ama bir sonraki arabam Cadillac olacak." Wagoner de hemen bir cevap yazarak alım sırasında yardımcı olmayı teklif etti. Fakat yardım gerekmedi. Buffett kızını yakındaki bir galeriye götürdü, bu şekilde, kendi ifadesiyle "satıcıya not" verebilecekti. Kızı bir DTS seçti. Yaşlıların tercih ettiği ve 41.900 dolardan başlayan fiyatlarla satılan bir sedan. Buffett şimdi "Sanırım araba satıcısı olacağım, çünkü bu arabayı herhangi birine satmakta hiç zorlanmam," diyor. "GM'in yüzde 100 arkasındayım." Bu arada merak ediyorsanız, ödemeyi nakit yaptı.

YARDIMSEVER SAHNEDE

2006 yılının mayıs ayı başlarında genel yayın yönetmenim Eric Pooley'in ofisine girdim, kapıyı kapattım ve ona büyük bir haber patlatma şansımız olduğunu söyledim. Birebir aynı sözcüklerle değilse de ana hatlarıyla şöyle dedim: "Bildğin gibi Warren Buffett servetinin çoğunu hayır işlerine vereceğini hep söylüyordu, ama bunun nasıl olacağına dair hiçbir plandan söz etmiyordu. Fakat şimdi, haziran ayında servetini hemen vermeye başlayacağını açıklayacak. Parası kademeli olarak beş vakfa gidecek ve açık ara en büyük alıcı Gates Vakfı olacak. Eğer istersek Fortune kendisiyle bütün bunları anlatacağı bir haber -belki de bir söyleşi- yapabilir."

Eric hayretle yüzüme baktı ve saniyeler içinde, "İsteriz," dedi. Hiç kuşkusuz hemen bir kapak haberi düşündü, fotoğraf servisinin başındaki Greg Pond'u aramamız gerektiğini söyledi. Greg geldiğinde Eric haberimi ona da tekrarlamamı istedi. En başından bir kez daha anlatmaya başladım. Tam paranın nereye verileceğini söyleyecekken Eric sözümü kesti ve kesinlikle kapalı kapının dışından bile duyulacak kadar yüksek bir sesle, "Bill Gates'e veriyor," dedi.

Buffett açıklamasını haziran sonunda yapmak istediği için makalemizi 23 Haziran'da biten hafta çıkacak sayıda yer alacak şekilde programladık. Fakat haberi kendi içimizde bile sır gibi sakladık. Her sayı için hazırlanıp personele dağıtılan gündem listesine koymadık. Derginin muhabirlik, yazı ve düzelti gibi diğer işlerini yürütürken sessizce küçük bir ekip oluşturup sırrımızı aramızda tuttuk; kapak fotoğrafı için haberin içeriğini tam olarak bilmeyen bir fotoğrafçı belirlendi; sanat yönetmenimiz içeri kapanıp gizlice sayfaları ve kapağı tasarladı.

Küçük bir mucize sayılabilecek şekilde, bu haberi bir aydan uzun süre personelden bile gizli tutmayı başardık. Bir akli evvel ancak yayından birkaç gün önce, "Bu sayıda bilmediğimiz bir haber olabilir mi?" sorusunu sordu. Eric Pooley aslında olduğunu ve başka soru sorulmazsa memnuniyet duyacağını söyledi. Fortune'un halkla ilişkiler bölümü 25 Haziran Pazar günü haberi açıklayan uzun bir basın açıklaması gönderdiğinde herkes için gerçek bir sürpriz oldu (en çok da dergi personeli için).

Buffett Ağustos 2006'da ilk bağışlarını beş vakfa yaptı ve bu bağışlar her yaz devam etti. 2012'ye kadar yaptığı tüm bağışlar hesaplandığında beş vakfa yaklaşık 13,3 milyar dolar vermiş oldu. Bunun yaklaşık 11 milyar doları Bill ve Melinda Gates Vakfı'na, 1,1 milyar doları Susan Thompson Buffett Vakfı'na ve 1,2 milyar doları üç çocuğunun yönetimindeki vakıflara -yani her birine yaklaşık 400 milyon dolar- gitti.

Bu beş vakfa yapılacak katkılar Berkshire Hathaway hisselerinin sayısıyla belirlendiği için, sayı yıllık bazda azalsa da Buffett'in bağışlarının değeri her yıl Berkshire hissesinin fiyatıyla birlikte değişiyor. Örneğin, Gates Vakfı'na aktarılan bağışlar heyecanla geçen 2008 yılında 1,8 milyar dolarla en yüksek düzeyine çıktı, örselenmiş 2009 yılında ise 1,25 milyar dolarla en düşük düzeyine indi.

Not: Bu makaledeki Berkshire B hisseleri ile ilgili veriler ve onun ardından gelenler hisselerde 2010'da gerçekleşen 1'e 50'lik bölünmeye uyarlanmadı. — CL.

Warren Buffett servetini bağışlıyor

10 Temmuz 2006

CAROL LOOMIS

Bir bahar günü öğleden sonra Manhattan'da bir oturma odasında oturuyorduk. Buffet'in elinde her zamanki gibi Cherry Coke vardı. Fakat bu sıradan sahne şaşırtıcı bir biçimde değişmek üzereydi. Buffett "sıkı dur," dedi gülümseyerek. Sonra düşünceleindeki önemli değişikliği anlattı. Birkaç ay içinde Berkshire Hathaway'ın

o tarihte ve şimdi 40 milyar doların çok üzerinde değere sahip servetini bağışlamaya başlayacağını söyledi. Bu haber gerçekten çarpıcıydı. Çünkü 75 yaşındaki Buffett servetinin insanlara yardım amacıyla kullanılacağını onyıllardır söylüyordu, ama aynı istikrarla bağışların ölümünden sonra yapılacağını da belirtiyordu. Şimdi ise takvimi değiştiriyordu. “Ne yapmak istediğimi biliyorum,” dedi “ve yapmaya başlamak anlamlı geliyor.” O bahar günü planının bazı ayrıntıları belirsizdi; bugün ise esas olarak tamamlanmış durumda. Plan Buffett’a özgü: Akılcı, orijinal ve aşırı zenginlerin nasıl para bağışladığına ilişkin kalıpları kırıyor.

Buffett Berkshire hisselerinin % 85’ini tedricen beş vakfa bağışlamayı taahhüt etti. Hisselerin altıda beşi, yani 30 milyar dolarlık kısmı dünyanın en büyük yardım kuruluşu olan Bill & Melinda Gates Vakfı’na gidecek. Vakfın kurucuları Buffett’ların yakın dostları (dostlukları 1991’de ortak bir arkadaşlarının Buffett ile Bill Gates’i tanıştırdığında başladı). Bill, Gates’lerin parayı topluma geri verme fikrinin “ilham”ını Buffett’a borçlu olduğunu söylüyor. Uluslararası üne kavuşan vakıflarının faaliyetleri dünya sağlığına -sıtma, HIV/AIDS ve tüberküloz gibi hastalıklarla mücadele ediyor- ve ABD kütüphaneleri ile liselerinin geliştirilmesine odaklanmış durumda. Şu ana kadar vakfın yegâne mütevellileri yalnızca Gates’ler oldu. Fakat planı uygulamaya geçtiğinde Buffett da onlara katılacak. Bill Gates, kendisinin ve eşinin Buffett’ın parasının vakfın çalışmalarını “hem derinleştirip hem de hızlandıracak” olmasından “büyük heyecan duyduklarını” söylüyor. Gates, “Warren’in cömertliği ve duyduğu güven inanılmaz,” diye ekliyor.

Buffett temmuz ayından itibaren her yıl beş vakfa bir dizi Berkshire B hissesi bağışlayacak; bağışlanan hisselerin sayısı her yıl azalacak. Bu durumda 2006’da 602.500 olan hisse sayısı her yıl % 5 düşecek. Gates çiftinden en az biri -Bill şu anda 50, Melinda 41 yaşında- vakıfta aktif olduğu sürece Gates vakfına bağışlar Buffett veya mirasçıları tarafından yapılacak. Her bağışın dolar değeri Berkshire hissesinin bağış sırasındaki fiyatı üzerinden belirlenecek. Örneğin B hisseleri temmuz ayında 3.071 dolar ise -23 Haziran günü kapanış değerleri buydu- Buffett’ın 2006 yılında vakfa yapacağı 500.000 hisselik bağışın değeri 1,5 milyar dolar civarında olacak.

Eline çok büyük miktarda taze para geçen vakfa faaliyetlerini yeniden boyutlandırması için iki yıl süre verilecek. Fakat sonra Buffett'ın bağış şartlarına göre katkılarının dolar karşılığının yanı sıra mevcut varlıklardan elde edilen kazançlar yıllık bazda harcanacak. Bu 1,5 milyar dolar şu anda vakfın yıllık bağışlarını yaklaşık olarak ikiye katlayacak.

Fakat 1,5 milyar dolar Buffett'ın gelecekte yapacağı bağışların değerine kıyasla çok küçük, zira bu bağışların değeri yapıldıkları tarihteki Berkshire hissesinin fiyatına bağlı olacak. Hisse yılda ortalama olarak en mütevazı miktarda -örneğin % 6- bile artsa, kazanç verilen hisselerin sayısında gerçekleşecek her % 5'lik azalmayı fazlasıyla dengeleyecek. Bu koşullarda Buffett'ın katkıları artacak. Buffett da böyle olacağını düşünüyor. Daha doğrudan ifade edersek, Berkshire'ın fiyatının ve katkılarının dolar cinsinden karşılığının yükselme eğiliminde olacağını düşünüyor, muhtemelen zaman içinde önemli ölçüde artacak.

Buffett'ın diğer vakıflara aktaracağı bağışlar da her yıl yapılacak ve temmuz ayında başlayacak. Berkshire'ın bugünkü fiyatıyla bu bağışların toplamı 315 milyon dolar olacak. Bu katkılar Buffett'ın üç çocuğu Susan, Howard ve Peter tarafından yönetilen vakıflar ile Susan Thompson Buffett Vakfı'na gidecek. Bu son vakıf 40 yıl önce Buffett Vakfı unvanıyla kurulmuştu ve kısa süre önce, Buffett'ın 2004 yılında geçirdiği beyin kanaması sonucu 72 yaşında ölen rahmetli eşi Susie'nin onuruna ismi değiştirildi. Vasiyetinde vakfa yaklaşık 2,5 milyar dolar bıraktı ve bu rakama kocasının bağışları da eklenecek. Vakıf esas olarak üreme sağlığı, aile planlaması, kürtaj hakkı ve nükleer silahların yaygınlaşmasını önleme konularına odaklanmış durumda.

Beş vakfın hepsine yapılan bağışları sayarsak Buffett tedricen ama kesin biçimde elindeki Berkshire hisselerini azaltmış olacak. Şu anda şirketin yaklaşık % 31'ine sahip -haziran sonunda değeri yaklaşık 44 milyar dolardı- ve bu oran nihai olarak % 5 civarına inecek. Buffett uzun vadeli hedeflerine bağlı kalarak, bugün yaklaşık 6,8 milyar dolar olan bakiyenin de zaman içinde, belki kendisi hayattayken belki de ölümünden sonra insanlara yardım amacıyla kullanılacağını söylüyor.

Buffett'ın bağışları Berkshire hissesinin bugünden bilinmeyen, gelecekteki fiyatına bağlı; bu yüzden de dolar olarak toplam değerinden söz

etmek mümkün değil. Fakat bağışa ayrılan hisselerin sayısı bugün bile muazzam değerli: 37 milyar dolar. Yalnızca bu bile tarihteki en büyük bağış olacak. Üstelik Buffett, Berkshire'ın fiyatının yükselme eğiliminde olacağını düşünmekte haklı ve bağışlanan nihai miktar bu rakamı fazlasıyla aşabilir.

Evet, plan bu. Aşağıda Buffett'ın ilk fikrinden vazgeçip parasını şimdiden bağışlamaya nasıl karar verdiğini açıklayan bir söyleşi yer alıyor. Soruları soran bendeniz, bağımsız *Fortune* editörü Carol Loomis. Buffett'ın eski dostu, Berkshire Hathaway hissedarı ve Susan Thompson Buffett Vakfı'nın yöneticilerinden biriyim.

Yaptığınız bu plan oldukça şaşırtıcı. Şimdiye kadar para bağışlayarak ün kazanmadınız. Aslında bağış yapmadığınız için bazen açıkça eleştirildiniz. Şimdi kısa kesip asıl soruya geçelim: Hasta mısınız?

Hayır, kesinlikle değilim. Kendimi harika hissediyorum, ekimde yaptırdığım son kontrolümde doktorumdan sağlam raporu aldım.

O zaman neler oluyor? Planlarınızdaki değişikliğin Susie'nin ölümüyle bir ilgisi var mı?

Evet, var. Susie benden iki yaş küçüktü ve kadınlar genellikle erkeklerden uzun yaşar. Biz daima Berkshire hisselerinin ona miras kalacağını ve ikimizin de her zaman söylediği gibi, servetimizin topluma dağıtılmasına onun nezaret edeceğini düşünmüştük. Bu sürece nezaret etmek Susie'nin hoşuna gidecekti. Miktar çok büyük olduğu için biraz korkuyordu. Ama bu işi yapmaktan keyif alacak ve çok iyi yapacaktı. Gerçekten gaza basacaktı.

Susie'nin bağışlar konusunda daima sizden daha hızlı hareket etmek istediğini mi kastediyorsunuz?

Evet, bunu birçok kez söyledi. Bana gelince, insanlara bugün yardım etmenin önemli olduğunu hep düşünmüşümdür, ama bir yıl, 10 yıl, 20 yıl ve genel olarak gelecekte de aynı ölçüde önemli olacak. Parasını yüksek oranda artıran birisinin 20 yıl sonra yardım faaliyetlerine daha fazla para aktarabileceğini, dolayısıyla daha yararlı olacağını düşünmüştüm.

Bugünkü yardım faaliyetleriyle ise daha düşük oranlarda para biriktiren kişilerin ilgilenmesi daha doğru gelmişti.

Fakat bu teori aynı zamanda yapmak istediklerinizle de uyumluydu, öyle değil mi?

(*Kabkaba atıyor.*) Hem de nasıl! Hiç kuşkusuz. Yaptıklarımдан keyif alıyordum, hâlâ da alıyorum. Ayrıca bir süre Berkshire'ın denetimi açısından da düşündüm. Berkshire'ın etkin kontrolünü 1970'lerin başında Buffett Partnership'i feshettiğimde elime geçen 15 milyon doları kullanarak almıştım. Berkshire dışında çok az param vardı, bir milyon doların çok altında. Maaşım yılda 50.000 dolardı. Dolayısıyla eğer o tarihte ciddi yardım faaliyetlerine girmiş olsaydım Berkshire hisselerini bağışlamak zorunda kalacaktım. Onları hemen bağışlamak için satın almamıştım.

Buna rağmen Susie ile birlikte Buffett Vakfı'nı 1960'larda kurdunuz, bu da bir gün bağış yapmayı açıkça beklediğiniz anlamına geliyor. O tarihte nasıl düşünüyordunuz?

1952 yılında evlendiğimizde Susie'ye zengin olacağımı söyledim. Bu, herhangi bir özel meziyetim olduğu veya çok çalışacağım için değil, doğru yer ve doğru zamanda doğru becerilerle doğduğum için gerçekleşecekti. Sermaye tahsisı konusunda doğuştan yetenekliydim ve başarıya etrafımda bunu yapmama yardımcı olacak yeterince insan -annem, babam, öğretmenlerim ve Susie- olması nedeniye şanslıydım.

Her neyse, zengin olacağımızı söylediğimde Susie pek heyecanlanmadı. Ya aldırış etmedi ya da bana inanmadı, muhtemelen aslında her ikisi de doğru. Fakat servetimiz biriktikçe onunla ne yapacağımız konusunda tamamen aynı şekilde düşünüyorduk ve düşüncemiz onu topluma geri vermektir. Bu konuda, toplumun büyük bölümünden akan büyük servetlerin büyük ölçüde topluma iade edilmesi gerektiğini söyleyen Andrew Carnegie ile aynı fikirdeydik. Bana gelince, muazzam miktarda pazarlanabilir menkul kıymetin bazen saçma denilecek yanlış fiyatlarla alınıp satıldığı zengin, kalabalık nüfuslu bir ülkede yaşamasa ydım sermaye tahsis kabiliyetim pek yararlı olmayacaktı. Benim şansına, söylediklerim geçen yüzyılın ikinci yarısındaki ABD'yi tanımlıyor.

Kesinlikle ne Susie ne de ben çocuklarımıza büyük miktarlarda para bırakmayı düşündük. Muhteşem çocuklarımız var. Fakat çocuklarımız her türlü olanağa zaten sahip olduğundan, yani büyüme tarzları ve evde öğrendikleri de dahil eğitim olanakları açısından, onları paraya boğmak ne doğru ne de akılcı olur. Aslında meritokrasiyi (bireysel üstünlüğe ve liyakate dayalı yönetim biçimi) arzulayan bir toplumda muazzam bir başlangıç olanağına sahiplerdi. Aileden kalan mega servet eşitlemeye çalıştığımız oyun sahasını daha çok dengesizleştirecektir.

Çocuklarınıza vakıf kurmaları için önceden para verdiğiniz ve şimdi de vermeyi planladığınızı dikkate alarak, onlara bu şekilde para akıtmanın yanlış olmadığını düşündüğünüzü anlıyorum.

Hayır. Düşünmüyorum. Vakıflarında yaptıkları şey parayı topluma geri vermek, tam da Susie ile birlikte gitmesi gerektiğini düşündüğümüz yere. Ayrıca yalnızca çek yazmıyorlar: Sürece muazzam miktarda kafa yoruyor ve çaba harcıyorlar. Bütün bunları yapma tarzlarından gurur duyuyorum ve doğru yolda yürümeye devam edeceklerinden hiç kuşku yok.

Peki, ya Susan Thompson Buffett Vakfı, bütün bunlar bu vakıf için ne anlama geliyor?

Bildiğiniz gibi, vakfın yakından tanıdığınız başkanı Allen Greenberg yönetme konusunda mükemmel ve dikkatli bir iş çıkardı. Aldığı sonuçların maliyetlere oranı şimdiye kadar gördüklerimin en iyisi. Artık yoluna yalnızca Susie'nin parasıyla değil benimkiyle de devam edecek. Aslında, Susie'den önce ölseydim ve Susie servetimizi dağıtmaya başlasaydı, bu vakıf çok daha büyüyecek -şu anda yalnızca beş çalışanı var- ve Susie'nin temel bağış aracı haline gelecekti. Ayrıca vakıf benim planlarımın da dayanağı oldu. Bağış yapma zamanı konusundaki fikrimi değiştirmeye kadar ben de servetimin bu vakfa gitmesini düşünüyordum.

Fikrinizi değiştiren ne oldu?

Kısa yanıtlım şu: Zaten büyümüş olan ve paramı şu anda üretken biçimde kullanabilecek -üstelik mega büyüklüğe ulaşmak için Buffett Vakfı gibi gerçek anlamda bir sıkıntı çekmesi gerekmeyen- mükemmel bir vakıf olduğunu fark ettim. Uzun yanıt ise, yıllar içinde Bill ve Melinda

Gates'i yakından tanıma olanağı buldum, onlarla çok keyifli zaman geçirdim ve işlerine akıttıkları heyecan, tutku ve enerjiye daima hayranlık duydum. Bu işe hem başlarını hem de yüreklerini koyduklarını görebiliyordunuz. Bill her yıl tıptaki ilerlemelerle ve yardım araçlarıyla ilgili bilgilerini güncel tutmak için binlerce sayfa okur. Melinda, çoğunlukla Bill ile birlikte, iyi niyetlerin iyi sonuçlara nasıl dönüştürüldüğünü görmek için dünya seyahatlerine çıkar. Hayat, dünyanın değişik yerlerinde kelimenin tam anlamında milyarlarca insana korkunç bir kader çizmiştir ve Bill ile Melinda bu eşitsizliği yapabildikleri ölçüde azaltmaya kararlılar.

Bunun üzerinde düşünürseniz -amacınız gerçekten önemli ve aynı oranda finansman tabanına sahip olmayan sorunlarla mücadele etmek üzere topluma iade etmekse- paranızı genç, müthiş parlak, fikirleri kanıtlanmış, vakfı büyütme kabiliyetlerini ve bu işi doğru yaptıklarını çoktan göstermiş birkaç kişiye vermekten daha iyi ne yapabilirsiniz? Her zaman böyle bir fırsatınız olmaz. Bir konuda muazzam başarılı iki insan buluyorum, daha önce ne yaptıklarını görme şansım oluyor ve buna devam edeceklerini biliyorum -bu işi kendi paralarıyla yaptıkları için hayal dünyasında yaşamıyorlar- ve görüşlerine genel olarak katılıyorum. Amacım için doğru aracı buldum, beklemek için hiçbir neden yoktu.

Bunu Berkshire'da yaptıklarımla karşılaştırm, orada da işlerimizin başında yetenekli ve kendini kanıtlamış insanlar var. Yaptıkları işi benim yapabileceğimden çok daha iyi yapıyorlar. Her ne yapmak istiyorsanız, o konuda sizden daha donanımlı birilerini bulmaktan daha mantıklı ne olabilir? Büyük bir golf oyununda kendi yerine Tiger Woods'u seçmeyecek kimse var mıdır? Paramla ilgili kararım konusunda da böyle düşünüyorum.

Sanırım insanlar, kararınızın Bill Gates'in haziran ortasında Microsoft'taki sorumluluklarını aşamalı olarak azaltacağını ve zamanının çoğunu vakfa ayırmaya başlayacağını açıklamasıyla bir bağlantısı olup olmadığını merak edecektir. Bu konuda ne söyleyeceksiniz?

İki açıklamanın zamanlama olarak birbirine yakın olmasının ilişkiliymiş gibi düşünülmesine yol açacağını biliyorum. Ama aralarında hiçbir

ilişki yok. Zamanlama tamamen tesadüf. Bill böyle bir açıklama yapmamış olsaydı -ve hatta Microsoft'taki işlerinin tümünü sonsuza kadar yapmaya devam etseydi de- da planlarımı şimdi açıklayacaktım. Öte yandan vakfa daha fazla zaman ayıracağına memnun oldum. Sanırım o ve Melinda daha fazla kaynakla çalışacaklarını öğrenmekten memnun olacaklar.

Dünyanın en zengin ikinci adamının milyarlarca dolarını dünyanın en zengin birinci adamına vermesinde biraz ironik bir yan görüyor musunuz?

Cümleyi böyle kurduğunuzda kulağa oldukça komik geliyor. Ama gerçekte parayı ona değil onun -ve daha da önemlisi Melinda'nın- *aracılığıyla* insanlara bağışlıyorum.

Bazı insanlar Gates vakfının bürokratik olduğunu söylüyor ve bürokrasi neredeyse sizin en sevmediğiniz şey. Buna yönelik tepkiniz nedir?

Çoğu büyük kuruluş -Berkshire parlak bir istisna olsa da- bir dereceye kadar bürokratiktir. Yine de, Gates vakfının bürokratik olduğunu iddia eden bazı insanlar aslında büyük kararların Bill ve Melinda haricinde başka hiç kimse tarafından verilmiyor olmasını kastediyorlar. Bu benim için uygun. Büyük kararları ikisinin vermesini istiyorum.

Gates vakfının yönetim kuruluna girmenizin önemi ne?

Fazla bir önemi yok. Bunu yapmamın en büyük nedeni, başından beri birlikte aynı uçakta olmaları. Bunun ötesinde, zaman zaman yapıcı fikirler vermeyi umuyorum. Fakat yardım faaliyetlerine Bill ve Melinda kadar uygun olduğumu düşünmüyorum. Yardım faaliyetlerinin geribildirimini çok yavaş olduğundan bu beni rahatsız edecektir. İstemediğim kadar çok sayıda insanla ilgilenmek ve çok fazla görüşü dinlemek zorunda kalırım. Aynı zamanda yardım faaliyetlerinde bazı büyük hatalar yapabilirsiniz. Bunu biliyorum. Fakat hataları bizzat kendimin yapması beni genel olarak iyi iş yaptığına güvendiğim başka birilerinin yapmasından daha fazla rahatsız eder. Bill ve Melinda'nın vuruş ortalaması benden iyi olacaktır.

Planı devreye sokmaya karar vermeden önce bu muazzam kararı başkalarına anlattınız mı?

Evet, çocuklarıma, Allen Greenberg'e ve oğlum Howard ile Charlie Munger'ın de aralarında olduğu dört Berkshire yöneticisine anlattım. Birçok soruyla karşılaştım, bazıları beklediklerinden çok farklı ani bir değişiklik olduğu için başlangıçta biraz kuşkucu yaklaştı. Fakat herkesin, ki bunlar arasında tabii ki -Buffett Vakfı'nı büyütmenin nasıl bir yük olacağını bilen- Allen de vardı, yapmayı önerdiğim şeyin mantığını anlamaya başladığını söyleyebilirim. Şimdi ilgili herkes -özellikle de ben- başlamak için sabırsızlanıyor.

Açıkçası, yaptığım şeyin yardım faaliyetlerinde bulunmayı düşünen çok zengin diğer insanları cesaretlendireceği yönünde bazı küçük umutlarım var. Onlar da yardım faaliyetleri için mutlaka kendi vakıflarını kurmaları gerekmediğine, etrafa bakıp paralarını bu işi en iyi yapan ve yürütenlere bağışlamaya karar verebilirler. İnsanlar yatırımları konusunda bunu daima yapıyor. Paralarını kendilerinden daha iyi iş çıkaracağını düşündükleri insanlara yatırıyorlar. Ölümünüzden sonra bir takım yaşlı iş ahabları veya sonunda gündemi belirleyecek personelin yöneteceği bir vakıf kurmak yerine bu yaklaşımı servetinize de uyarlamak gerçekten değerli. Benimki gibi bir plan arkalarında 1 milyar dolar veya daha fazlasını bırakarak ölecek 20 kişiden bazıları için çılgınca bir şey değil. Çoğu zengin insanın karşısındaki sorunlardan biri yaşlılık, kendi çağdaşları da oldukça ileri yaşlarda, önlerinde fazla zaman olmayan kişiler. Daha genç insanlardan yardım isteyebildiğim için şanslıyım.

Peki, bu Berkshire için ne anlama geliyor?

Aslında hiçbir anlamı yok. Beni tanıyan herkes Berkshire'ı mümkün olan en yüksek düzeye çıkarmayı ne kadar istediğini bilir ve bu hedef hâlâ aynı. Farklı bir şey yapmayacağım, çünkü farklı şeyler yapamıyorum. Hisse sertifikalarının üzerindeki isim dışında hiçbir şey değişmeyecek.

Berkshire hissedarlarına şirketten kazandığım servetin yardım faaliyetlerine gideceğini her zaman söylemişimdir, dolayısıyla bu sürece başlamam esas olarak onlar için yeni bir durum değil. Ayrıca bilirsiniz, bu bazı insanları şaşırtsa bile, benim için de bazı açılardan yeni bir durum

değil. Yardım faaliyetlerine büyük hayranlık duyduğum Ted Turner bir zamanlar bana 1 milyar dolarlık bir bağış taahhüdünü imzalarken ellerinin titrediğini söylemişti. Bende bunun zerresi yok. Benim açımdan bunun hiçbir olumsuz duygusal yanı bulunmuyor.

Hisselerinizi alan vakıflar satma ihtiyacı duyacak mı?

Bazı durumlarda, evet. Buffett Vakfı ve çocukların vakıfları hisselerini aldıktan sonra görece kısa bir zaman içinde satmak zorunda kalacaklar. Çünkü bunlar onların tek varlığı ve nakit elde etmek için satmak zorunda olacaklar. Çok sayıda başka varlığa sahip olduğu için Gates Vakfı'nın daha fazla seçeneği olacak, dolayısıyla neyi nakde çevirmesi gerektiğini seçerken biraz esnek davranabilecek. Bu kararı Bill ve Melinda verecek. Vakıflarının vereceği hiçbir yatırım kararına kesinlikle karışmayacağım, böylece makûl olduğunu düşündükleri şeyleri yapmakta özgür olacaklar. Muhtemelen diğer varlıkların satışına ağırlık verip Berkshire hisselerinin bir bölümünü ellerinde tutmaya karar verecekler. Farklı şirketlerden oluşan büyük bir karışım ve bir vakıf için uygunsuz bir varlık olmayacak. Fakat vakfı hiçbir şekil veya biçimde bağlamayacağım.

Yani her yıl vereceğiniz hisselerin tümü borsada satılabilecek mi?

Evet, bu pekâlâ olabilir. Doğal olarak insanlar bu satışların Berkshire'nin fiyatını aşağı itip itmediğiyle ilgilenecektir. Böyle olacağını zerre kadar düşünmüyorum ve bu Berkshire'nin piyasa değeri büyük şirketler için aşırı düşük olan % 15 civarındaki yıllık işlem hacmi oranı için bile geçerli. Beş vakfın da bu yıl aldığı hisselerin tümünü sattığını varsayalım. İşlem hacmi aynı şekilde devam ederse, bu satışlar hisselerin tedavülünü % 17'den daha az artıracaktır. Yeni satışların fazla olmasının hissenin fiyatını etkileyebileceğini düşünmek saçma olacaktır. Aslında ilave arz, hissenin likiditesinin artması için yararlı bile olabilir ve bu sonunda Berkshire'nin S&P 500'e dahil edilme ihtimalini yükseltir.

Şunu söylemeliyim: Berkshire hissedarlarına herhangi bir şekilde zarar verecek olsaydı bu bağışları yapmazdım. Zarar vermeyecekler.

Planın uzun vadede tüm Berkshire hisselerinizin kaderini belirleyeceği anlaşıyor. Peki bu ailenize gerçek hibe şeklinde hiçbir şey vermediğiniz anlamına mı geliyor?

Hayır, her zaman ailemin net varlığımdan *muazzam* miktarlar almayacağını söyledim. Fakat bu hiçbir şey almayacakları anlamına gelmez. Çocuklarım zaten benden ve Susie'den bir miktar para aldılar ve daha da alacaklar. Yine aynı felsefeye inanıyorum, *Fortune* bu söylediklerimi 20 yıl önce alıntılarlaştı. Bana göre çok zengin insanlar çocuklarına her şeyi yapmaya yetecek ama hiçbir şey yapmamalarına yol açmayacak kadar para bırakmalı. (*Fortune* makalesi "Hepsini Çocuklara mı Bırakmalı?" başlığını taşıyordu, bkz. sayfa 101)

Berkshire'ı satın alırken elimde 1 milyon doların altında nakdim olduğunu söylediğimi hatırlıyor musunuz? O zamandan bu yana geçen yıllar içinde o parayla birkaç makûl yatırım yaptım; Berkshire için çok küçük olan pozisyonlar aldım, sabit getirililerde bazı arbitrajlar yaptım ve Berkshire haricindeki menfaatlerimi bir bankaya sattım. Dolayısıyla artık elimde oldukça fazla nakdim olduğunu söylemekten memnuniyet duyuyorum. Genelde Berkshire hisselerimi yardım faaliyetlerinde kullanabileceğim -ve kullanacağım- ayrıca elimde tüm yakınlarıma fazlasıyla yetecek bol miktarda para kalacak.

Efsaneler Ne Verdi

Dönemlerinin küçük ekonomik dünyaları veri alındığında yardımseverlikleri muazzamdı. Fakat Buffett'ın katkısı kat be kat fazla.

YARDIMSEVER	BAĞIŞ ARALIĞI	MİKTAR	CARİ \$ KARŞILIĞI
ANDREW CARNEGIE	1902-1919	350 milyon dolar	7,2 milyar dolar
JOHN D. ROCKEFELLER	1889-1937	530 milyon dolar	7,1 milyar dolar
JOHN D. ROCKEFELLER JR.	1927-1960	475 milyon dolar	5,5 milyar dolar

Fortune tablosu/Kaynaklar: Amerikan Yardımseverleri. Robert H. Bremner, *Fortune* araştırması

Buffett'in bağış planı nasıl uygulanacak

10 Temmuz 2006

CAROL LOOMIS

Bu serveti biriktiren zekâ onu bağışlamak için de karmaşık bir plan hazırladı.

Warren Buffett'ın elinde yalnızca Berkshire Hathaway A hisseleri var (474.998 hisse), fakat bağışlar A grubu hisselerin 1'e 30 oranıyla dönüştürüldüğü Berkshire B hisseleriyle yapılacak. Buffett, bağışlar için ihtiyaç duyduğu B hisselerini elde etmek için A hisselerini dönüştürecek.

Buffett bağışları için seçtiği beş vakfa belirli sayıda B grubu hisse ayırıyor. 2006 yılında bu beş vakfın her birine belirlenen hisselerin % 5'ini verecek. Ertesi yıl bağışlar kalan hisselerin % 5'i kadar olacak ve vakıflar önceden belirlenmiş koşullara uydukları sürece bu kademeli plan Buffett'ın ölümüne kadar böyle devam edip gidecek. Buffett öldüğünde ayrılan hisselerin geri kalanı şu anda kesinleşmemiş bir yöntemle dağıtılacak.

Kendilerine B grubu hisse tahsis edilen alıcıları ve hisse sayılarını kısaca özetleyelim.

Bill ve Melinda Gates Vakfı

10 Milyon Hisse

Dünyanın en büyük vakfı olan bu kuruluş halen 30 milyar dolar civarında varlığa sahip ve kuruluşundan bu yana geçen 12 yıl içinde elindeki fonun 8 milyar dolarını bağışlamış durumda. Vakfın parasının çoğu (genel olarak ortaklar tarafından verilen) dünya sağlık programlarına ve ABD eğitim sektörüne harcandı. Buffett'ın bu vakfa yaptığı bağışlar yalnızca Bill veya Melinda Gates yaşadığı ve vakıf işlerinde aktif olduğu sürece devam edecek.

Susan Thompson Buffett Vakfı

1 Milyon Hisse

Eskiden yalnızca Buffett Vakfı olan ve 2004'te Buffett'ın o yıl ölen eşinin adının verildiği bu vakıf 270 milyon dolarlık varlığa sahip. Fonların çoğu Susan T. Buffett'ın mirasından geldi ve bu kaynaktan 2,1 milyar dolar daha bekleniyor. Vakıf üreme sağlığı, aile planlaması ve kürtaj hakkını savunan hareketler ile nükleer silahların yaygınlaşmasını önlemeye odaklanmış durumda.

Susan A. Buffett Vakfı

350.000 Hisse

Bu vakıf Buffett'ın Omaha'da yaşayan 52 yaşındaki kızı Susan A. Buffett'ın adını taşıyor. Vakfa bizzat başkanlık eden Susan A. Buffett, annesinin ölümünden beri Susan Thompson Buffett Vakfı'nın başkanlığını da yürütüyor. Buffett'ın kızının bugün 118 milyon dolarlık varlığa sahip olan vakfı düşük gelirli ailelerin okul öncesi eğitimini finanse ediyor. Susan Buffett babasının yaptığı yeni bağışlarla bu işe devam etmeyi ve kamu eğitimine uzanarak bağış ödeneklerini artırmayı umuyor.

Howard G. Buffett Vakfı

350.000 Hisse

Halen 129 milyon dolarlık varlığı bulunan bu vakıf Warren Buffett'ın Decatur, Illinois yakınlarında 340 hektarlık tarım arazisi işleten 51 yaşındaki büyük oğlu tarafından kuruldu. Howard, Berkshire da dahil çeşitli şirketlerin yönetim kurulunda yer alıyor. (Bu arada göbek adı Graham, ünlü yatırımcı Ben Graham'ın anısına.)

Howard Buffett'ın 42 ülkede faaliyet gösteren vakfı büyük çapta uluslararası nitelik taşıyor ve çoğunlukla Afrika'daki vahşi yaşam alanlarının korunması gibi koruyucu hedefler gözetiyor. Fakat vakıf gelen yeni parayla temiz su projelerine, gıda desteğine, yasadışı göçe zorlanan çocukların dramı ile diğer insani alanlara daha fazla ağırlık vermeyi planlıyor.

NoVo Vakfı

350.000 Hisse

İsmini Latince novo (“değiştireceğim” anlamında) kelimesinden alan bu vakıf New York City’de yaşayan 48 yaşındaki müzisyen ve besteci Peter Buffett ile eşi Jennifer tarafından yönetiliyor. Halen 120 milyon dolar varlığı bulunan vakıf eğitim olanakları sağlamak, çevreye verilen zararı gidermek, insan haklarını savunmak, çeşitli kültürler ve etnik gruplar arasında karşılıklı anlayış ve saygıyı artırmak için çalışan kişi ve kuruluşlara finansman sağlamaya odaklanmış durumda.

11 milyar doları yirmilikler halinde ister miydiniz?

24 Temmuz 2006

CAROL LOOMIS

Warren Buffett 3 Temmuz günü arabasıyla şehir merkezine gitti; U.S. Bank'ın Omaha'daki kocaman ve ıssız denecek kadar boş merkez şubesine yürüdü; merdivenlerden aşağı indi ve büyük bir kiralık kasayı açtı. Kasadan 1979 tarihli bir hisse senedi sertifikası çıkardı. Berkshire Hathaway A hissesinin 121.737 payı için düzenlenmiş bu sertifikanın o günkü değeri 11 milyar dolar civarında, yani Berkshire'daki şahsi servetinin yaklaşık dörtte biriydi. Arabasına binip ofisine döndü ve bir sonraki adımı düşündü: Bu sertifikayı da diğerleriyle (onlarca milyon değerinde sadece) birlikte 1'e 30 oranıyla 3,75 milyon Berkshire B hissesine dönüştürülmeleri için Minneapolis'teki Wells Fargo'ya gönderecekti. Aklına FedEx geldi, ama vazgeçip Berkshire genel merkezinde çalışan 16 kişiden biriyle göndermeyi seçti.

Fortune'da geçtiğimiz ay yayınlanan haberde de belirtildiği gibi Buffett parasını yardım faaliyetlerine vermeye başladı. Müthiş bir değeri olan 1979 tarihli sertifikasını dönüştürmesi bu süreçteki ilk adımı. Sertifika bütünüyle dönüştürüldüğünde Buffett bu yıl Bill & Melinda Gates Vakfı ile daha küçük diğer dört vakfa vermeyi taahhüt ettiği 602.500 pay için -muazzam yardım programının birinci adımı- ihtiyaç duyduğu B hisselerine sahip olacak. Sertifikanın muazzam değeri nedeniyle bu dönüştürme gerçekleştiğinde eline geçecek olan B hisseleri, önümüzdeki on yılın neredeyse tamamında taahhüt ettiği bağışları karşılayacak. (Fazlası ise ihtiyaç oldukça kullanılmak üzere bir broker'lık hesabında tutulacak.)

Buffett 3 Temmuz günü yaşadıklarının kendisini geçmişe götürdüğünü, neredeyse 70 yıl önce, altı yaşındayken babası Howard Buffett ile

birlikte 20 dolarlık bir tasarruf hesabı açtırmak için aynı bankaya gidişlerini hatırladığını söylüyor. Babasının harçlık olarak verdiği 20 doları, o tarihte unvanı Omaha National olan bankaya yatırıp bordo renkli küçük hesap cüzdanını almışlar. Buffett, o günden sonra harçlıklar ve küçük işlerden elde ettiği bütün paralarla birlikte hesabın 120 dolara çıkmasının beş yıl aldığını söylüyor. Bu serveti biriktirdikten sonra, 11 yaşındayken üç adet Cities Service hissesi satın almış, bu tercihinin sebebi ise üç adet hissenin 114 dolar olmasıymış.

Eğer 44 milyar dolar biriktirecekseniz, bir yerden başlamanız gerekiyor.

Buffett'tan Gates'e: Harca!

19 Mart 2007

JIA LYNN YANG

Buffett geçen yaz *Fortune*'a Berkshire Hathaway'deki 44 milyar dolarlık şahsi servetinin çoğunu yardım faaliyetlerine bağışlayacağını söylediğinde iş dünyasında bir sarsılma oldu.

Şimdi sıkı durun... Berkshire'ın son yıllık raporunda, Warren Buffett öldüğünde elinde kalacak Berkshire hisselerinin vakıflara nasıl aktarılacağı açıklanıyor. Buffett bu konuda katı kurallar getiriyor. Buffett'ın koyduğu kurallar yardım faaliyeti yürüten çoğu vakfın işleyiş tarzına aykırı. Daha önce de söylediği gibi bu hisseler yardım kuruluşlarına gidecek; fakat şimdi yeni koşullar getiriyor. Buffett'ın getirdiği yeni koşulların hepsi bağışların hızıyla ilgili. Terekesi kapandığında, ki bunun üç yıl süreceğini tahmin ediyor, bağışladığı her doların on yıl içinde kullanılması gerekiyor.

Buffett hazırladığı bu takvimle kendisini uzun sürecek bir tartışmanın içine çekiyor: Vakıflar kaynaklarını harcamaya mı yoksa kalıcılaştırmaya mı odaklanmalı? Namı ve servetinin boyutları nedeniyle Buffett'ın ikincisini desteklemesi, yardım faaliyetlerinde gerçekten de çığır açan bir an.

Çoğu büyük vakıf sonsuza kadar varolma niyetiyle faaliyet gösterir ve bu nedenle vergiden muaf statüsünü korumak için gereken (kurumun önceki yıl sahip olduğu varlıkların değeri üzerinden hesaplanan) % 5'lik minimum harcama oranını nadiren aşar. Buffett'ın kadrosunun topladığı verilere göre 2005 yılında en büyük 30 vakfın 28'i varlıklarının % 5'inden azını hibe etti. (% 5 eşliğine işletme giderlerini hesaba katarak ulaşılar.)

Ancak geçmişte olduğu gibi günümüzde de az sayıda vakıf harcama modelini izliyor. Niçin mi? Çünkü çoğu vakıf, parasının nasıl kullanıldığı konusunda daha fazla söz sahibi olmak istiyor. Buffett ise Berkshire'ın

yıllık raporunda şöyle yazıyor: “Paranın yetenekli, enerjik ve motivasyonu yüksek olduğunu bildiğim insanlarca daha hızlı harcanmasını istediğim için bu programı hazırladım.” Buffett’ın bağışları Bill & Melinda Gates Vakfı’na, çocuklarınca yönetilen üç vakfa ve rahmetli ilk eşinin adını taşıyan Susan Thompson Buffett Vakfı’na gidiyor. (Gates’ler de kendi bağışlarının harcanmasına bir zaman sınırı koymuş durumda, vakıflarının tüm parayı ölümlerinden sonra 50 yıl içinde dağıtmasını şart koşuyorlar.)

New York Üniversitesi Ulusal Yardım Faaliyetleri ve Hukuk Merkezi’nin direktörü Harvey Dale, “zaman içinde vakıflar büyüdükçe bürokrasi ve misyon tıkanması riskinin de büyüdüğünü” söylüyor. Aynı zamanda, harcama yapan modern vakıflara örnek gösterilen Atlantic Philanthropies’in eski başkanı, CEO’su ve şu andaki direktörü olan Dale şöyle diyor: “Harcamak, zihni odaklar.”

Fakat Ford Vakfı’nın çılgın bir harcama cümbüşüne girişmesini veya kısa süre içinde kepenk kapatmasını beklemeyin. Indiana Üniversitesi Yardım Faaliyetleri Merkezi yürütme kurulu üyesi Gene Tempel, “Kârlılık kaydıyla kurulan vakıfların böyle bir şeyin peşinde olmadığını” söylüyor. Tempel’a göre, “Bu daha çok, yeni vakıf kuran daha genç bağışçılar arasında yaygın.”

Veya ruhu genç bağışçılar arasında. Buffett 76 yaşında ve boyutu giderek büyüyen bir yardım taahhüdüne nezaret ediyor. Buffett geçen haziranda Berkshire hisselerinin % 85’ini bağışlama planını açıkladığında, söz konusu bağışın değeri 37 milyar dolardı. O tarihten bu yana hisse yaklaşık % 15 artış kaydetti.

Efsaneye göre değerleme

3 Eylül 2007

WARREN BUFFETT

Fortune finans alanının 13 tanınmış düşünürüne giderek kritik bir bal alan kredi krizine yönelik tepkilerini sordu ve önümüzdeki yıl konusunda görüşlerini paylaşmalarını istedi. Buffett'ın yorumları aşağıda yer alıyor:

Ellerindeki CDO ve CMO'ların kesin piyasa değerlerini açıklayan çoğu kuruluş aslında hayali rakamlar bildiriyor. Piyasaya değil modele göre değerleme yapıyorlar. Son dönemde borç piyasasının büyük bölümünde görülen erime daha çok "efsaneye göre değerleme" sürecine dönüştü.

Bu kuruluşların çoğu yüksek düzeyde kaldıraç kullandığından "model" ile "piyasa" arasındaki fark hissedarların öz sermayesine büyük darbe vurabilir. Aslında, birkaç kuruluş için değerlemelerdeki fark, sağlıklı olma iddiası ile ödeme aczi arasındaki farktır. Bu kuruluşlar için piyasa değerlerini belirlemek zor olmayacaktır: Yapmaları gereken yalnızca ellerindeki tüm büyük pozisyonların % 5'ini satmaktır. Bu tür satışlar gerçek bir değer oluşturacak, hiç kuşkusuz aşırı büyük veya likit olmayan bir pozisyonun % 100'ü için gerçekleşebilecek olandan daha yüksek olacaktır.

Bir açıdan, şirketlerin bedel ödemek konusundaki isteksizliğini anlayışla karşılıyorum. Ağırlığımı "piyasa"dan çok "model"e göre değerlemek için çok şey verirdim.

Kâhinin kredi krizi

31 Mart 2008

TELİS DEMOS

Warren Buffett dünyanın en zengin adamı olabilir, ama kredi notunun sizden kötü olması muhtemel. Kısa bir süre önce kredi geçmişini kontrol etmek isteyen Berkshire Hathaway'in CEO'su bir raporda Buffett'ın FICO puanının* 718 (ABD ortalamasının biraz altında bir puan) olduğunu görmüş. "Aileme yıllardır kredi notumun biraz sallantıda olduğunu söylüyorum," diyor Buffett. Bu arada, tabii ki çocuklarına yönelik kendinden menkul pintiliğine de değinip dalga geçiyor. Aslında Buffett'ın bu düşük kredi notu sahtecilikten kaynaklanıyor olabilir. Bankanın raporunda Buffett'ın asla hesap açtırmadığını söylediği Nevada'daki bir HSBC şubesinden alınmış 294 dolarlık kredinin 23 dolarlık ödemesinin aksatıldığı belirtiliyor. 2004 yılında yapılan bir araştırmaya göre banka raporlarının % 25'i ciddi hatalar içeriyor ve bu nedenle de gözlemciler düşük puanların bir kredi başvurusunu reddetme gerekçesi olmaması gerektiğini söylüyor. Neyse ki Buffett son arabası Cadillac DTS'nin ödemesini nakit yapabildi.

* Banka kredi notu (Çn)

Warren ne düşünüyor...

28 Nisan 2008

NICHOLAS VARCHAVER

Bu haberin giriş cümlesi "Wall Street kaos içinde olduğundan Fortune doğal olarak akıl almak için Omaha'ya gitti," diyordu ve bu ifade bazı sapmalarla makalenin hareket noktasını da tarif ediyordu. Bear Stearns, JP Morgan Chase'in kollarına henüz düşmüştü ve ABD'de hükümet de ekonomi de sallantıdaydı. Fortune'un genel yayın yönetmeni Andy Serwer böyle bir ortamda Buffett'in piyasalar ve ekonominin durumu hakkındaki görüşlerini almayı önerdi. Andy gibi ben de Buffett'in hisse fiyatlarının yönünü öngörmeyi reddedeceğini ve normal olarak ekonomiye ilişkin makro sorunlara eğileceğini bildiğim için bu temelde bir makaleyi yazabileceğimizden kuşkuluydum.

Bu yüzden farklı bir yaklaşım önerdim: Buffett yıl boyunca kendisiyle görüşmek için Omaha'ya gelen işletme fakültesi öğrencileriyle sohbet edip sorularını yanıtlar, sonra da onlarla öğle yemeği yer. Çok yakında bir öğrenci grubu Berkshire'ı ziyaret edecekti. O halde Fortune yazarlarından biri bu oturumu yerinde izleyip Buffett'in öğrencilere söylediklerini yazabilirdi. "Niçin olmasın?" dedim. Aynı zamanda öğretmen Buffett'i -en çok hatırlanmak istediğini söylediği rol- iş başında görmüş olacaktık.

Sonuçta Andy'nin fikriyle benimkinin karışımı bir yazı ortaya çıktı. Bu haberi yazmak için etkinliğe on bir saat kala görevlendirilen Fortune yazarı Nick Varchaver alelacele Omaha'ya gitti ve Buffett'in 150 Wharton School öğrencisiyle dört saat süren sohbetini dinledi. Ardından arabasının direksiyonuna geçen Buffett -asla dikkatini tamamen yola vermez- Nick ile bir Fortune fotoğrafçısını özel bir röportaj için Berkshire genel merkezine götürdü. Nick o günkü izlenimlerini anlatırken, Buffett'in öğrencilerle nasıl rahat ve öğretici bir tarzda konuştuğunu görün-

ce şaşırdığını ve onun konuları açıklama yeteneğine hayran kaldığını söylüyor.

Nick bir muhabir olarak kendi yorumunu da ekliyor: "Bir keresinde neredeyse Buffett kadar akıllı bir işadamıyla günlerce röportaj yapmıştım, geçmişime veya Fortune'a nasıl girdiğime ilişkin en ufak bir merak belirtisi göstermemişti. Fakat Buffett arabadan ininceye kadar bana kendi hakkımda arka arkaya sorular sordu. Röportaj yaptığımız insanlar arasında bu tarz bir ilgiye pek sık rastlamıyorsunuz."

Buffett o Nisan günü 150 öğrenciyle konuşmuştu, ama 2007-2008 ders yılında Berkshire'ı 31 farklı okuldan 2400 öğrenci ziyaret etmişti. 2011-2012 ders yılına gelindiğinde Buffett kendisinden zaman talep edenlere karşı koymuş ve rakamı yaklaşık 1450 öğrenciye indirmişti. Ancak yine de ayda bir Cuma gününü her biri 20 kişilik bakka sahip 8 okuldan 160 öğrenciye ayırıyordu. Önceki ziyaretçilerinin ağırlıklı olarak erkek olduğunu fark eden ve bir cinsiyet ayrımcılığından kuşkulanan Buffett her okuldan gelecek grupların en az üçte birinin kız öğrenci olması kuralını koymuştu.

Bu arada yardımcılarından biri 2012-2013 ders yılında seçilmeyi uman 200'ü aşkın okulun yer aldığı bekleme listesiyle ilgileniyordu. — CL.

Wall Street kaos içinde olduğundan *Fortune* doğal olarak akıl almak için Omaha'ya gitti. Berkshire Hathaway'in bu yıl 3 Mayıs'ta yapılması planlanan yıllık hissedar toplantısı Kapitalizmin Woodstock Festivali olarak biliniyorsa, CEO Warren Buffett'ın yılda yaklaşık 15 kez bir grup işletme öğrencisini yoğun bir eğitim programı için Omaha'ya davet etmesi Bob Dylan'ın kendi evinde yaptığı özel gösteriye eşdeğer. Yıl boyunca düzenlenen bu etkinliklerde öğrenciler şirketin işletmelerinden bir veya ikisini gezdikten sonra Omaha şehir merkezindeki Berkshire genel merkezine giderler. Burada Buffett iki saatlik soru cevap oturumu için bir kat tahsis eder. Daha sonra hep birlikte Buffett'ın en sevdiği restoranlardan birine gidilir ve Buffett orada öğrencilere öğle yemeği, ardından da dondurmali tatlı ikram eder. Günün sonunda öğrenciler onunla fotoğraf çekirme fırsatı bulur.

Mega milyarder nisan ayı başında Pennsylvania Üniversitesi Wharton

School'dan (kendisi de orada okumuştı) 150 öğrenciyi ağırladı. Fakat bu kez *Fortune*'a da ender bir fırsat vererek etkinliği başından sonuna izlemesini kabul etti. Buffett Bear Stearns'ın kurtarılmasından, ekonomiyle ilgili tahminlerine ve GE'nin CEO'su olup olmayacağına -yoksa gazete dağıtımıcılığına mı başlayacağına- kadar her şeyi bir bir anlattı. Öğrencilerle yaptığı soru-cevap oturumundan derlediğimiz alıntılar, Wharton School öğrencileriyle Piccolo Petes'te yediği öğle yemeğinde parmesanlı tavuk üzerine yaptığı sohbeti ve *Fortune* ile kendi ofisinde gerçekleştirdiği söyleşiyi aşağıda okuyabilirsiniz.

Buffett öğrencileri Coca-Cola'nın bir dizi ürünüyle karşıladı. ("Berkshire Coca-Cola'nın % 8'inden biraz fazlasına sahip, dolayısıyla 12 kuttudan bir tanesinden kâr ediyoruz. İçip içmemeniz önemli değil, ama lütfen kutuları açın.") Sonra daha ağırlıklı konulara girdi:

Sorulara başlamadan son dönemde yapmakta olduğumuz bir şeyden söz etmek istiyorum. Eğer okulunuzda size hâlâ 25 yıl önce standart bir prosedür olan etkin piyasa teorisi öğretiliyorsa, anlatacağım bir anlam ifade edebilir. Kısa süre önce bu teorinin niçin yanlış olduğunu burada gösterdik. Berkshire son yedi-sekiz ya da dokuz hafta içinde değişken oranlı (faiz oranları ihalelerde periyodik olarak yeniden belirlenen tahviller) menkul kıymetlerden yaklaşık 4 milyar dolarlık bir pozisyon oluşturdu. Burada gördüğümüz şey gerçekten olağanüstü. Her gün fiyat teklif listeleri alıyoruz. İşin ilginç yanı, bu teklif listelerinde aynı alacak sık sık bir kereden fazla görünüyor.

Burada düne ait bir tane var. Bu özel kâğıda, Florida eyaletinin ihraç ettiği Citizens Insurance tahviline teklif verdik. Kasırga sigortası olarak oluşturulan ve sigorta primlerine uygulanan vergilerle desteklenen bir kâğıt. Eğer büyük bir kasırga olur ve fon yetersiz kalırsa prim vergileri artırılıyor. Alacakla ilgili hiçbir sorun yok. Dolayısıyla o gün üç farklı Citizens'e teklif verdik. Birini % 11,33 faiz oranıyla aldık. Satın almadığımız biri % 9,87'den, bir diğeri ise % 6'dan gitti. Aynı tahvil, aynı zaman dilimi, aynı satıcı ve büyük bir sorun. Akademik camianın kendi teorilerine aykırı bir şey buldukları zaman kullandıkları tabirle, küçük bir anomali değil.

Demek ki piyasalarda çılgın şeyler oluyor ve piyasalar yıllar içinde daha fazla rasyonelleşmemiş. Daha *izlenir* hale gelmiş. Fakat insanlar

paniğe kapıldığında, korku veya açgözlülük egemen olduğunda tıpkı eskiden olduğu gibi akıl dışı tepkiler gösterirler.

ABD finans piyasalarının rekabet üstünlüğünü kaybetmekte olduğunu düşünüyor musunuz? Sizce doğru denge nedir, yani güven telkin edici standartlar ile ...

Kurallar ile Vahşi Batı arasındaki denge mi? Pekâlâ, üstünlüğümüzü kaybettiğimizi düşünmüyorum. Sarbanes-Oxley'in* bir maliyeti var, bir kısmı çarçur edilen bir maliyet. Fakat bu 20 trilyon dolarlık toplam piyasa değerine kıyasla devasa bir rakam değil. Bu ülkede harika sermaye piyasalarımız olduğunu düşünüyorum ve onları daha da harika yapmaya yetecek kadar sık altüst oluyorlar. Yani, benim yaptığım işi yapıyorsanız mükemmel işleyen bir sermaye piyasası istemezsiniz. İnsanlar kurallara aldırış etmeksizin aptalca şeyler yapmaya devam ediyorlar ve bu hep böyle olacak. Kuralların başarabileceği şeylerin ciddi sınırları var. Bunun çarpıcı bir göstergesi olarak son on yıl içindeki en büyük muhasebe felaketlerini ele alalım: Freddie Mac ve Fannie Mae. Her ikisinde de milyarlarca dolarlık yanıltıcı mali beyandan söz ediyoruz.

Şimdi, bunlar inanılmaz ölçüde önemli kurumlar. Yani, birkaç yıl önce ipotekli konut kredilerinin % 40'ından fazlası onların sorumluluğundaydı. Şu anda sanırım % 70'in üzerindeler. Yapıları gereği yarı devlet kuruluşu durumundalar. Bu yüzden hükümet OFHEO diye bir örgüt kurdu. Harflerin ne anlama geldiğinden emin değilim. [Warren'e not: Harfler Office of Federal Housing Enterprise Oversight'ın (Federal Konut Yatırımları Denetim İdaresi) baş harfleri.] Fakat eğer OFHEO'nun web sitesini ziyaret ederseniz amacının yalnızca bu iki şirketi izlemek olduğunu görürsünüz. OFHEO'nun 200 çalışanı vardı. İşleri yalnızca bu iki şirkete bakıp, "Bu adamlar gerektiği gibi davranıyorlar mı?" demektir. Tabii ki bu 200 kişi işlerini yaptıkları sırada olan şey, tarihin en büyük iki yanıltıcı muhasebe beyanıydı. İnanılmaz bir durum. Yani, ikiye iki!

İnsanları denetlemek çok, çok, çok zordur. Denetçi olarak ben

* Enron, Tyco gibi skandallardan sonra 30 Temmuz 2002'de yürürlüğe giren "Halka Açık Şirketler Muhasebe Reformu ve Yatırımcı Koruma Yasası" diye de bilinen yasa. (Çn.)

atansaydım -bana birlikte çalışmam için dünyanın en zeki 100 kişisini verseydiniz ve en büyük kurumların pozisyonlarının, tüm türev pozisyonlarının, tüm hisse senedi ve döviz pozisyonlarının bilgisini her gün alsaydım- neler yaptıklarını söyleyemezdim. Yüzlerce karşı tarafın bulunduğu çok karmaşık araçlar söz konusu olduğunda denetlemek çok ama çok zordur. Hazine ile Fed'i bir hafta sonu Bear Stearns'a girmek zorunda bırakan neden büyük ölçüde karşı taraf davranışları ve riskiydi. Aklıma gelmişken, yaptıklarının doğru olduğunu düşünüyorum. Binlerce karşı taraf ve bir yerde okuduğuma göre 14 trilyon dolarlık itibari değere sahip sözleşme söz konusu olduğunda neyin zincirinden boşanacağını hiç kimse bilemezdi. Bir iflas olsaydı bu insanlar tüm o sözleşmeleri elden çıkarmaya çalışacaktı. Bunun piyasalara yapacakları, başka karşı taraflara yapacakları düşünüldüğünde iş fazlasıyla karmaşılaşıyor. Dolayısıyla, denetleme sistemin önemli bir parçası. Etkili olması ise gerçekten zor.

Buffett Microsoft'un lideri Gates'ten New York Yankees'in ünlü oyuncusu Alex Rodriguez'e kadar herkesle yemek yediği Piccolo Petes'te 12 Whar-ton öğrencisiyle ile yemek yedi. Yemekte sohbet birçok konuya uzandı.

Seçimlerle ilgili ne düşünüyorsunuz?

Her ikisi de adaylığını koymadan çok önce Hillary'ye aday olursa kendisini destekleyeceğimi söyledim ve Barack'a da aday olduğu takdirde onu destekleyeceğimi söyledim. Dolayısıyla ben siyasi olarak iki eşliyim. Fakat ikisinin de muhteşem olacağını düşünüyorum. Aslında, eğer bir Cumhuriyetçi kazanırsa tercih edeceğim kişinin John McCain olacağını düşünüyorum. Sanırım bu sefer olağanüstü iyi üç adayımız var.

Hepsinin yaklaşımı ılımlı.

Barack konusunda kesin bilgimiz yok. Diğer yandan, dönüştürücü olma anlamında en büyük şansa sahip olan da o.

Gazete dağıttığınızı biliyorum. İlk işiniz neydi?

Dedemle birlikte (ailemin) bakkal dükkânında çalıştım, gerçekten zor bir işti. Ama eğer bana General Electric, IBM veya General Motors'un CEO'su olmak ile gazete dağıtıcılığı arasında seçim yapma hakkı ver-

seydiniz, gazete dağıtıcılığı derdim. Evet, böyle derdim. Bu işi yapmak hoşuma gidiyordu. Canım ne isterse düşünebilirim, yapmak istemediğim hiçbir şeyi yapmam gerekmez. GE'nin başında olmak muhteşem bir şey olabilir, Jeff Immelt dostumdur. Muhteşem bir adamdır. Fakat yapmak zorunda olduğu bütün o işleri yapmak isteyip istemediğini düşünün.

Fikirlerinizi nasıl edirsiniz?

Yalnızca okurum. Bütün gün okurum. Mesela PetroChina'ya 500 milyon dolar yatırdık. Yaptığım tek şey yıllık raporunu okumaktı. [Editörün notu: Berkshire hisseleri beş yıl önce aldı ve 2007'de 4 milyar dolara sattı.]

Profesyonel olmayan bir yatırımcıya ne gibi tavsiyelerde bulunurdunuz? Parasını nereye yatırmalı?

Eğer aktif bir yatırımcı olmayacaksa -ve çok az sayıda insan bunu yapmaya çalışmalıdır- o zaman endeks fonlarıyla yetinmeli. Düşük maliyetli herhangi bir endeks fonu. Bunu zaman içinde satın almalı. Doğru zamanda doğru fiyatı seçemeyecektir. Yapması gereken yanlış fiyat ve yanlış hisseden kaçınmaktır. Amerikan işletmelerinin bir kısmına sahip olduğunuzdan emin olun ve hepsini bir anda satın almayın.

Buffett fotoğraf için poz vermeye hazır olduğunu söylediğinde 150 öğrenci birkaç saniye içinde dışarı çıkıp kalabalık bir kuyruk oluşturdu. İzleyen yarım saat boyunca her biri Buffett ile çoğunlukla abartılı pozlar verdi (cüzdanı için güreştikleri poz en çok rağbet gören oldu). Ardından, Buffett veda ederken A Hard Day's Night'ın (Zor bir Günü Akşamı) 77 yaşındaki versiyonu kendisini gösterdi ve 30 öğrenciden oluşan bir grup altın Cadillac'ına kadar peşinden gitti. Serbest kalan Buffett bu yazıyı kaleme alan Fortune yazarını arabasıyla ofisine götürüp bu kez onun sorulara yanıt vermeye devam etti.

Mevcut kargaşa geçmişteki krizlere göre nasıl görünüyor?

Bunu söylemek zor. Bu meselede herkes için çok sayıda değişken söz konusu. Fakat bu sefer hiç kuşkusuz aşırı kaldıraç kullanımı var ve bazı durumlarda, konutlar veya şirket satın almalarında fiyatlar aşırı tırmanmış durumda. Yirmi trilyon dolarlık konut gayrimenkulünüz ve 11

trilyon dolarlık ipotekli konut krediniz var, bunların birçoğu sorunsuz ama bir kısmı da sorunlu. 2006'da Birleşik Devletler'de ipotekli konut kredilerinin yeniden finansmanı için elinizde 330 milyar dolar nakit vardı. Bu muazzam bir miktar; şunu demek istiyorum, şu anda 150 milyar dolarlık bir canlandırıcı teşvikten söz ediyoruz, fakat o dönemde bu miktar 330 milyar dolardı ve bu yalnızca üst gelir grubu ipotekli konut kredilerinden geliyordu. Alt gelir grubundan değil. Dolayısıyla, kaldırma kullanımı ekonomi için korkunç bir teşviktir.

Eğer bu çok büyük bir canlandırıcı itkiyse, hükümetin 150 milyar dolarlık teşvik planının bir etkisi olacağını düşünüyor musunuz?

Şöyle... aksi halde bir 150 milyar dolar daha olurdu. Fakat teşvikimiz yok da değildi. Sonra, aşağı yukarı eş zamanlı olarak LBO* patlaması geldi, bu kez özel sermaye adı altında. Bu suiistimaller sürekli tekrarlanıyor ve şartlar korkunç hale geldi. Buna muazzam miktarlarla saplanıp kalmış bir bankacılık sisteminiz var. Kaldırma oranını azaltmakta olan bir ipotekli konut kredisi sektörünüz var ve bu sancılı olacak.

Anlattığınız senaryo önümüzde köşeyi dönmek için çok uzun bir yol olduğunu gösteriyor.

Öyle sanıyorum. Yani, herkes kısa tarafta ve yüzeysel takılacağını söylüyor, ama durum bunun tam tersi gibi görünüyor. Bilirsiniz, kaldırma oranını azaltmak doğası gereği çok sancılı, çok fazla zaman alan bir şeydir. Sonuçları değişik şekillerde her yere uzanır. Makro tahminlere dayanarak bir kurşun yatırım yapmam; o yüzden de insanların bu nedenle hisse satması gerektiğini düşünmüyorum Bu nedenle hisse satın alması gerektiğini de düşünmüyorum.

OFHEO örneğiniz denetim konusunda çok iyimser olmadığınızı gösteriyor.

Finans çok zorlaştı, karşılıklı bağımlılıklar çok fazla. Don Graham'ın (Washington Post yönetim kurulu başkanı) verdiği yemekte bunların bazılarını Alan Greenspan ile tartıştım. Bu araçlarla riski bütün dünyaya yaydınız

* Kaldırma alım (Ç n)

ve artık tümü sizin bankalarınızda yoğunlaşmış değil dedi. Fakat kuruluşların ödeme kabiliyetini kimsenin beklemediği ölçüde birbiriyle bağlantılandırdınız. Bunu kontrol etmek çok zor. Bence Bear Stearns'ın yüklü türev pozisyonları olmasaydı, Fed onu kurtarmak için bu kadar çaba harcamazdı.

Bankaların sürekli yatırımlarına bakıp da ellerinde ne olduğunu bilmemelerini çarpıcı buluyor musunuz?

İpotekli konut kredileriyle desteklenen menkul kıymetler konusunda birkaç inceleme okudum, onları destekleyen binlerce ipotekli kredi var ve bunların tümü yaklaşık 30 dilime ayrılmış. Bunun ve buna benzer 50 tanesinin alt dilimlerinden bir CDO^{**} yaratıyorsunuz. CDO'nun ne olduğunu anlamak istiyorsanız 50 kere 300 sayfa, yani 15.000 sayfa okumanız gerekir. CDO'nun alt dilimlerinden birini ve bunlardan 50'sini alır ve bir CDO kare yaratırsanız, bir menkul kıymeti anlamak için 750.000 sayfa okumanız gerekir. Bunu yapmak mümkün değil. Başka enstrümanların dilimlerini satın almaya başladığınızda, bunların ne alıp ne verdiğini hiç kimse bilmiyor. Bu saçma. Tabii ki ipotekli konut kredisi destekli bir menkul kıymetten alt dilim aldınız ve bunlardan 100 tane yaparak riski çeşitlendirdiğinizi düşündünüz. Halbuki bunların hepsi aynı şeye tabi. California'da veya Nebraska'da oluşlarına göre biraz farklılık içerebilirler; ama fikir bunun birbiriyle ilişkisiz riskler olduğu fikri, bu nedenle CDO'yu alıp % 50'sine süper üst düzey adını verebilirsiniz. O ne süper üst düzey ne de başka bir şeydir. Bir araya getirilmiş bir grup alt düzeydir. Ve alt düzeylerin hepsi birbiriyle ilişkilidir.

Büyük finans kurumları portföylerinde ne olduğunu bilmiyorlarsa, yatırımcılar nasıl güvenecekler?

Bilemeyecekler, bu mümkün olmayacak. Aslında bu şirketleri yöneten insanların DNA'sını okumaya çalışmaları gerekiyor. Fakat ben her büyük finans kuruluşunda CEO'nun risk direktörü olması gerektiğini söylüyorum. Berkshire'de risk direktörü benim. Süreci ne kadar düzenleyebile-

^{**} CDO Teminatlandırılmış Borç Yükümlülükleri -Collateralized Debt Obligations Menkul kıymetten elde edilecek olan nakit akımlarının, borçlanma enstrümanının performansına bağlı olduğu yapılandırılmış sabit getirili menkul kıymet (C n)

ceğime ilişkin sınırlarımı bildiğimi sanıyorum. Bu konuda sahip olabileceğiniz en kötü şey modeller ve özel bilgisayar yazılımlarıdır. Mesela Salomon'da bütün bu modeller vardı ve bildiğiniz gibi hayatları karardı.

Bu durumda yatırımcılara ne söylemeliyiz?

Yatırımcılara bugün okudukları şeylerin yatırım stratejileri açısından önemli olduğunu düşünmemelerini söyleyin. Yatırım stratejisi belirlerken şu faktörleri hesaba katsınlar: (a) ekonomide neler olacağını bilseler bile bu mutlaka borsada neler olacağını bilecekleri anlamına gelmez. (b) ortalamadan daha iyi hisse senetleri seçebilirler. Hisse senedi sahibi olmak uzun vadede iyi bir şeydir. Yapılabilecek yalnızca iki yanlış vardır: Yanlış hisseleri satın alabilirsiniz ve onları yanlış zamanda alabilir veya satabilirsiniz. Gerçek şu ki, esas olarak onları asla satmanız gerekmez. Amerikan sanayinin bir kesitini satın alabilirler, eğer Amerikan sanayinin kesiti işe yaramazsa, şuradan buradan nadide parçalar seçmeye çalışmak da kesinlikle işe yaramayacaktır. Sonra, yalnızca açgözlü davranmaya başlamak konusunda kaygılanmaları gerekir. Bilirsiniz, daima diğerleri korktuğunda açgözlü davranmanız, diğerleri açgözlü davrandığında korkmanız gerektiğini söylerim. Çok şey mi bekliyorum? Tabii ki diğerleri açgözlü davrandığında açgözlü davranmamalı, korktuklarında korkmamalısınız. En azından bundan uzak durmaya çalışın.

Sizin kuralınıza göre şu anda açgözlü davranmak iyi bir şeymiş gibi görünüyor. İnsanlar oldukça korkmuş durumda.

Haklısınız. O yöne doğru gidiyorlar. Hisseler bu yüzden daha ucuz. Bugün hisse senedi satın almak bir yıl veya üç yıl öncesine göre daha iyi.

Buna rağmen uzun vadede ABD için hâlâ iyimser misiniz?

Amerikan ekonomisi iyiye gidecek. Fakat her yıl, her hafta ve her ay iyi gitmeyecek. Yani, eğer böyle düşünmüyorsanız her koşulda hisse senedi almayı unutmamalısınız. Fakat bu akla yatkın görünüyor. Her yıl daha üretken hale gelmemizi kastediyorum. Bu uzun vadede pozitif toplamı bir oyun. Bir yatırımcı yalnızca yüksek ücretler nedeniyle veya piyasayı kurnazlıkla yenmeye çalışırsa başarısız olabilir.

Buffett'in büyük bahsi

23 Haziran 2008

CAROL LOOMIS

On yıllık yatırım performansı için oynanan bu bahis 2017'ye kadar devam edecek. 2011 yılı sonunda -bu kitap baskıya girmeden önceki son hesap kesim tarihi- iki taraf fiilen başa baş durumdaydı. Bir tarafta Protégé Partners adında New York merkezli bir varlık yönetimi firması var; Protégé'nin bahisteki başarısı kendi renklerini taşıması için titizlikle seçtiği beş hedge fonundan oluşan fon sepetinin ortalama performansına (tüm ücretlerden sonra) bağlı. Diğer taraftaysa kendi kaderini düşük maliyetli bir S&P endeks fonuyla -özellikle Vanguard'ın Amiral hisseleri belirleyen Buffett bulunuyor.

Temel sorun, tabii ki maliyetler. Hâlâ "Kazançlarınızı Azaltın!" (bkz. sayfa 367) makalesinde ortaya koyduğu fikri savunan Buffett sepet içindeki hedge fonlarının aldığı yönetim ücretleri ve teşvik primleri nedeniyle, yatırımcıların genel olarak bir borsa endeks fonunun kazandırdığından daha az kazanç elde ettiğini düşünüyor. Protégé ise fon sepetinin yatırımcılara borsadan daha iyi bir net getiri (ücretlerden sonra) sağlayacağına inanıyor.

2011 yılı boyunca iki yaklaşımın da yatırımcılara hiç katkısı olmadı. Bahis berbat geçen 2008 yılında başlamıştı; Protégé'nin fonları ortalama yüzde 23,9 düşmüş, Buffett'in Amiral hisseleri daha da berbat bir performansla yüzde 37 değer kaybetmişti. Daha sonra Fortune'da Buffett'in şu sözlerine yer verildi: "Umarım kaplumbağanın tavşanı geride bırakacağını düşünen Ezop baklı çıkar."

Bu hemen hemen oynanmış bir senaryo. Buffett'in tarafı -namı diğer kaplumbağa- izleyen üç yılın hepsinde kazandı ve 2011 yılı sonunda kıl payı öndeydi. Fakat her iki taraf da, korkunç başlangıçlarından sonra,

bâlâ düşüktü. Protégé fonları yüzde -5,89 ve Amiral hisseleri yüzde -6,27 seviyesindeydi.

Bir anlamda, o kavşakta bahsin yegâne kazananları, yatırımcıları -sınırlı ortakları- para kaybetmiş olmasına rağmen, yönetim ücretlerini almış olan fon sepeti yöneticileriydi. Protégé ortağı Ted Seides bu yazının değerlendirmesini duyduğunda “Ah!” dedi.

Ancak olası bir belirleyici faktöre işaret etti: Ortalama getiriye -ekskat katkıda bulunan beş fon sepetinden biri veya daha fazlası, yatırımcılarını kaybeden taraftan çıkaracak pozitif bir getiri elde etmiş (ve muhtemelen bir yönetim ücreti ödediği için bu kişinin kendisini daha iyi hissetmesini sağlamış) olabilirdi.

Bu nokta, konuyla kesinlikle ilgili olmasına rağmen, açıkça kanıtlanamaz, çünkü bahsin şartları gereğince beş fon sepetinin isimleri hiçbir şekilde kamuoyuna açıklanmadı. Ancak, hep bu beş fondan birinin Protégé tarafından yönetildiği varsayıldı.

Bu konuyla ilgili bir diğer nokta da, Buffett'ın çok eskiden Buffett Partnership adlı bir hedge fonunu yönetmiş ve sınırlı ortaklarından bir ücret almış olması. Fakat Buffett şu anda standart olan uygulamayı, yani varlıkların yıllık yüzde 2'si oranında yönetim ücreti ve kârlardan yüzde 20 pay anlamına gelen standartlaşmış “2-20”lik yolu izlemedi. Bunun yerine, hiç yönetim ücreti almadı ve sermaye üzerinden her yıl kazanılan ilk yüzde 6'nın bütünüyle sınırlı ortaklarına gitmesini şart koştu. Bunun sonrasında kârların yüzde 25'ini aldı.

Ve daha önce belirtildiği gibi, bu hedge fonu Buffett kapatma kararı verinceye kadar tam 13 yıl boyunca kâr etti. Sınırlı ortaklarına aktardığı ortalama yıllık getiri -Buffett'in yüzde 25'i ödendikten sonra- yüzde 23,8 idi. — CL.

Uzmanların dikkatle seçtiği bir hedge fonu koleksiyonu önümüzdeki 10 yıl içinde yatırımcılara S&P 500'den daha fazla kazandıracak mı? Bu bir bahis. Bahse girenler ise bir yanda Berkshire Hathaway CEO'su Warren Buffett, diğer yanda hedge fonlarından oluşan bir fon sepetini yöneten -diğer bir deyişle, varlığı müşterilerinin parasını en iyi hedge fonuna yatırarak düşük performans gös-

termemesini sağlama kabiliyetine bağlı olan- New York'lu fon yönetimi firması Protégé Partners LLC. Hangi tarafın hangi yanda olduğunu tahmin edebilirsiniz. Protégé bahse hedge fonlarından oluşan beş fon sepetiyle girdi; daha açık bir ifadeyle, bu araçların tüm ücret, gider ve harcamalarından sonra sağladıkları ortalama net getiriyi masaya koydu. Diğer tarafta, uzun zamandan bu yana, ücretleri külfetli olduğu için hedge fonları ve fon sepeti gibi “yardımcılar”ın tavsiyelerinden kaçınılması gerektiğini iddia eden Buffett, Vanguard'ın sattığı düşük maliyetli bir S&P 500 endeks fonunun Protégé'nin seçtiği beş fonun kazandıracığı getiriyi geride bırakacağına dair bahse girdi.

Burada teorinin çok ötesindeyiz. İlk kez bu makalede açıkladığımız bahis (ki yazarı hem Buffett'ın eski bir dostu hem de Berkshire yıllık raporlarında yer alan başkanın mektubunun editörü) bu yıl 1 Ocak'ta başladı ve ortada ciddi bir para var. Her iki taraf da yaklaşık 320.000 dolar koydu. 640.000 dolar civarındaki bu toplam fon, bahis sona erdiğinde değeri 1 milyon dolar olacak sıfır kuponlu bir Devlet tahvili alımında kullanıldı. Bahsin sonunda bu 1 milyon dolar hayır işlerine gidecek. Protégé kazanırsa para Absolute Return for Kids (Çocuklar için Mutlak Getiri-ARK) unvanlı Londra merkezli bir uluslararası yardım kuruluşuna verilecek. Buffett kazanırsa, parayı Omaha'da faaliyet gösteren ve kızı Susan Buffett'ın da yönetim kurulunda görev yaptığı Girls Inc.'e vermeyi düşünüyor.

Peki, bu sıfır kuponlu tahvilin sahibi olarak para kimin elinde? Çoğu makale okurunun adını hiç duymadığı olağandışı bir yerde, San Francisco'da kurulu Long Now Vakfı'nda. Vakfın amacı uzun vadeli düşünceyi teşvik etmek ve kurucularından Steward Brand'in (*Whole Earth Catalog*'dan) “patolojik ölçüde kısa dikkat süresi” dediği, dünyanın başına bela olan şeye karşı mücadele etmek. Vakıf altı yıl önce -bilin bakalım neden?- Uzun Vadeli Tahminler için bir mekanizma oluşturmuş. Vakıf bahisleri bağış olarak alıyor, sonuçlanıncaya kadar bütün sürece nezaret ediyor ve sonra kazananın belirlediği yardım kuruluşuna ödeme yapıyor. Bu iş için normalde her iki taraftan 50'er dolar ücret alan vakıf elindeki fonlardan kazandığı getiriyi bahsin galibinin seçtiği yardım kuruluşuyla yarı yarıya paylaşıyor. Ancak Buffett-Protégé iddiasında böyle bir pay-

laşım olmayacak; iki taraf daha farklı bir anlaşma yaparak Long Now Vakfı'na 20.000 dolar bağışladı.

Bugünkü Uzun Vadeli Bahis listelerini (bu makalenin yayınlanmasının ardından Buffett-Protégé bahsi de listeye eklenecek) görmek için www.longbets.org sitesini ziyaret edebilirsiniz. Biz şöyle bir göz attık ve bazı bahislerin spor barlarında yapıldığını gördük: Aktör Ted Danson, ABD'de bir erkek futbol takımı Dünya Kupası'nı kazanmadan önce Red Sox'un Beysbol Ligi'nde şampiyon olacağına dair girdiği bahsi kazanmış ve desteklediği hayır kurumuna 2.000 dolar gitmiş. Daha kozmik bir cephede, Lotus'un kurucusu Mitchell Kapor ile mucit ve fütürist Ray Kurzweil, "2029'a kadar hiçbir bilgisayarın -veya 'makine zekâsının'- Turing Testi'ni geçemeyeceği", yani bir bilgisayarın bir insanı başarıyla taklit edemeyeceği üzerine 20.000 dolarlık bahse girmiş. İddiayı Kapor ortaya atmış, Kurzweil de ona karşı bahse girmiş. Her ikisi de Long Bets'in kurallarına uyararak kurumun web sitesinde yayınlanmak üzere görüşlerine dair kısa birer açıklama metni yazmış. Buffett ve Protégé'nin iddiaları da burada yer alacak.

Kapor-Kurzweil'in 20.000 dolarlık bahsi 2007'ye kadar Long Bets'teki en büyük bahisti. Ortadaki paraya baktığımızda Buffett ve Protégé'nin tuttuğu bahis çitayı bir anda stratosfere fırlatıyor. Aslına bakarsanız bahsin geçmişi Berkshire'ın Mayıs 2006'daki yıllık toplantısında başlamış bulunuyor. O hafta sonunu yatırımcıların üstlendiği işlem ve yönetim giderlerini izah etmekle geçiren Buffett, 10 yıl içinde ve ücretler düşüldükten sonra, bir S&P endeks fonunun performansının aksini iddia eden herhangi birinin seçebileceği 10 hedge fonunu yeneceğini iddia etti ve bu konuda 1 milyon dolarına bahse girmeye hazır olduğunu söyledi. Bir süre sonra bu önerisini tekrarladı ve o ana kadar kendisiyle bahse giren hiç kimse çıkmadığını, düşüncesinde haklı olduğunu ekledi.

Fakat Temmuz 2007'de, Protégé'nin yöneticilerinden Ted Seides Buffett'a bir mesaj yazdı: O noktada kendi adına konuştuğunu özellikle belirten Seides bahse (veya en azından bu tür bir bahse) girmek istiyordu. Seides ile Buffett arasındaki düzensiz görüşmeler aylarca sürdü. Sonunda iki taraf Seides'in bahse beş fon sepeti ile girmesi konusunda anlaşmaya vardı. Fakat ortadaki para Seides'in o zamana dek girdiği

iddiaların -mesela yemeğine- çok ötesinde olduğu için Seides yapılacak yatırımın 100.000 dolar ile sınırlanmasını önerdi (bu paranın Buffett'ın bir yıllık maaşı olduğunu da özellikle belirtti). O dönemde Long Bets'in varlığından bile haberi olmayan Buffett yaşını -şimdi 77 yaşında- ve on yıllık bahsin mirasının dağıtımında sorun yaratabileceğini düşünerek en az 500.000 dolarlık bir iddiaya girebileceğini söyledi. O tarihte Seides'e, "mirasıyla ilgilenen avukatım işleri karmakarışık edecek kadar çıldırdığımı düşünecek," diye yazdı.

Seides için 500.000 dolar fahiş bir rakamdı, fakat Buffett (ki bu iddianın onun için daha çok bir oyalanma olduğu açıktı) Seides'e yardımcı olacak ortaklar bulmakta sorun yaşamadı. Böylece Seides'e karşı değil Protégé Partners LLC'ye karşı iddiaya girecekti. Yaklaşık 3,5 milyar dolar yöneten Protégé'in başlıca sahipleri 37 yaşındaki Seides, 52 yaşındaki CEO Jeffrey Tarrant ve 45 yaşındaki Scott Bessent. Üçünün de yatırım geçmişleri oldukça güçlü; Seides ve Bessent borsanın iki tanınmış ismiyle birlikte çalışmışlar. Seides Yale'den David Swensen'in yönetiminde alternatif yatırımlar dünyasını öğrenmiş, Bessent ise hem George Soros hem de açığa satışı Jim Chanos ile birlikte çalışmış.

2002'de Tarrant ve Seides tarafından kurulan Protégé bir fon sepeti oluşturarak kurumlar ve zengin bireylerden oluşan tecrübeli yatırımcıları bünyesinde toplamış. ABD Sermaye Piyasası Kurulu'nun hedge fonları ve fon sepetleri tarafından yapılan geniş ölçekli pazarlama faaliyetini yasakladığını gayet iyi bilen Seides ve Tarrant'ın bırakın performans kayıtlarını, şu anda yönettikleri fonların tam isimlerini bile açıklamaları beklenemez. Fakat hedge fonlarıyla ilgili veritabanı yöneten bir şirketin kardeş kuruluşu tarafından Londra'da yayınlanan *InvestHedge* adlı dergi, *Fortune*'a şirketin ABD'deki en önemli fonu olan Protégé Partners LP'nin birkaç yıllık getirisine ilişkin bilgi verdi. Derginin verdiği bilgiye göre, Protégé fonu kurulduğu Temmuz 2002'den 2007 sonuna kadar (tüm ücretlerden sonra) % 95 kazanmış ve aynı dönemde % 64 kazanan Vanguard S&P 500 endeks fonunu açık ara geçmişti. Protégé'nin bu performansı büyük ölçüde, firmanın 2006 yılı ortasında CDO'lar da dahil olmak üzere alt gelir grubu ipotekli konut kredilerinde aşırı kötümser olmasından ve bu bakış açısıyla yatırımlarını hedge fonlarına dağıtmasın-

dan kaynaklanmıştı. En önemlisi de, John Paulson'ın yönetiminde faaliyet gösteren ve 2007 yılında alt gelir grubu kredileriyle bağlantılı kâğıtları açığa satarak elde ettiği büyük kazançla fazlasıyla tanınan Paulson & Co.'s hedge fonlarına yatırım yapmıştı.

Tabii ki bütün bunlar geçmişten ibaret, dolayısıyla biz şimdi geleceğe bakarak bahse geri dönelim: Buffett ve Seides bahis ile ilgili gelişmeleri ve sonuçları periyodik olarak açıklamak konusunda anlaştı. Hedge fonlarının meziyetlerinden birinin zor dönemleri savuşturma kabiliyetleri olduğunu düşünen Seides, bahisle ilgili bu “son durum” açıklamasının borsada kaydedilen her % 10'luk düşüşün ardından yapılmasını istedi. Gerçekten de, bu yılın ilk çeyreğinde borsa düşük seyrederken, Vanguard fonu % 9,5 geriledi, Protégé Partners LP ise yalnızca % 1,9 düştü. Fakat Buffett açıklama için mantıklı dönemin Berkshire'ın her ilkbahar yapılan yıllık toplantısı olduğunu söyledi ve bu fikrinde ısrarcı davrandı; sonunda taraflar bu konuda anlaştı.

Buffett'in her yıl bahis hakkında yapacağı açıklamalara şart getirildi: Protégé'nin seçtiği beş fon sepetinin adları gizli tutulacaktı. Buffett bu fonların isimlerini tabii ki biliyor, çünkü Protégé söz konusu beş fonun denetçi onayından geçmiş sonuçlarını her yıl ona vermek zorunda. İsimleri saklı tutmalarının bir nedeni, seçtikleri beş fon sepetinin bu şartı getirmiş olması. Bahse katıldıklarını açıklamamanın hiçbir avantaj sağlamayacağını (en azından şimdilik) düşünerek gizlilik sözü verilmesini istemişler. Protégé'nin dahil etmeye çalıştığı ilk fon, o durumda bile katılmayı kabul etmemiş.

Seides ve Tarrant'ın seçtikleri beş fon konusunda söyleyecekleri birkaç genel şey var. Seçtikleri fonlar, hisse senedi odaklı (tahvil yerine hisse senetlerini tercih ediyorlar), al-sat işlemlerinden kaçınan hedge fonlarına yatırım yapma eğiliminde ve çoğunlukla toy yatırımcılar yerine görmüş geçirmiş, deneyimli yatırım uzmanları tarafından yönetiliyor. Ayrıca niçin kendi hedge fonlarının yaptığı seçimlerin başarısı üzerine bahse girmediğini yatırımcılarına açıklamakta zorlanacağını düşünerek, Protégé Partners LP'nin muhtemel beş fondan biri olduğunu varsayabiliriz.

Yatırımcıların hedge fonu aleminde ödedikleri ücretler -tabii ki Buffett'in iddiasının düğüm noktası burası- hem pahalı hem de karmaşık. Bir

fonlar fonu normal olarak yılda % 1 oranında yönetim ücreti alır. Yatırım yapılan hedge fonları da kendi yıllık yönetim ücretlerini tahsil ederler, ki bu fonlar fonu için genel olarak % 1,5'tir. (Ücretler yatırımcı tarafından üç ayda bir ödenir ve portföyün o tarihteki hesabının değeri üzerinden hesaplanır.) Dolayısıyla bir yatırımcının sermayesinin % 2,5'i, o yıl kazanılan getirilere bakılmaksızın sürekli bu ücretlere gider. Vanguard'ın S&P endeks fonunun gider oranı ise geçen yıl sıradan hisseler için 15 baz puan (% 0,15) ve büyük yatırımcılara sunulan Amiral hisseleri için ise yalnızca yedi baz puandı. Buffett'ın bu bahis için "satın aldığı" kâğıtlar Amiral hisseleri.

Hedge fonları genel olarak yönetim ücretleri dışında, elde ettikleri her türlü kazanç üzerinden % 20 alırlar. Böylece yatırımcılara kazancın % 80'i kalır. Fonların fonu ise bu % 80'lik kazançtan % 5 (veya daha fazla) pay alır. Sonuçta yatırımcının parasından elde edilen yıllık getirinin en fazla % 76'sı onun hesabında birikir, geri kalan kısım Buffett'ın tabiriyle "yardımcılar"a gider. Bu arada yatırımcı sermaye üzerinden % 2,5'lik acımasız bir yönetim ücreti ödemektedir. Ortaya çıkan tablo oldukça açık. Protégé'nin bahsi kazanması için seçtiği beş fon sepetinin S&P'den çok ama çok daha iyi performans göstermesi gerek.

Belki gösterecekler. Buffett kazanma şansının % 60 olduğunu düşünüyor, genellikle sahip olmak istediği üstünlük düzeyinin daha azına razı görünüyor. Protégé ise kendi kazanma olasılığını % 85 gibi çarpıcı bir rakam olarak hesaplıyor. Elbette bazıları Protégé'nin bu bahse girerek paha biçilmez bir şöhret kazandığını söyleyecek. Fakat Protégé gerçekten kazanmak istiyor ve hayatında çok sayıda bahis kaybetmemiş bir adama karşı mücadele veriyor. Seides güçlü bir ışık görüyor: "Neyse ki Buffett'a değil S&P'nin performansına karşı bahse girdik."

Tahmin ve iddialar

Tahmin: 1 Ocak 2008'de başlayıp 31 Aralık 2017'de sona erecek on yıllık dönemde S&P 500, performans ücretleri, maliyetler ve masraflardan sonra net olarak ölçüldüğünde bir fon sepetinden daha iyi performans gösterecek.

Warren Buffett'in iddiası

Menkul kıymet borsalarında çok sayıda fazlasıyla zeki insan ortalamanın daha iyi sonuçlar almaya çalışır. Bunlara aktif yatırımcı diyoruz.

Bunların zıttı olan pasif yatırımcılar, tanım gereği ortalama civarında sonuçlar alacaktır. Toplamda pozisyonları aşağı yukarı bir endeks fonununkinden yakın olacaktır. Bu nedenle evrenin dengesinin -aktif yatırımcıların- alacağı sonuçlar da aynı şekilde ortalama civarında olacaktır. Ancak bu yatırımcılar çok daha büyük maliyetlere maruz kalacaklardır. Dolayısıyla, her şey hesaba katıldığında, bu maliyetlerden sonra aldıkları toplam sonuçlar pasif yatırımcılara göre daha kötü olacaktır.

Yüksek yıllık ücretler, büyük performans ücretleri ve aktif işlem giderleri aktif yatırımcının denkleminde eklendiğinde maliyetler birdenbire yükselir. Hedge fonu fonları bu maliyet sorununa önem verir, çünkü ücretleri pozisyon aldıkları hedge fonlarının yüksek ücretlerinin üstüne bindirilir.

Hedge fonlarını bir takım akıllı insanlar yönetmekte. Fakat bunların çabası büyük ölçüde kendilerini nötrleştirmektedir ve IQ'ları yatırımcılara dayattıkları masrafların üstesinden gelemeyecektir. Düşük maliyetli bir endeks fonuna yatırım yapan yatırımcılar, ortalamada ve zaman içinde bir grup fon sepetinden daha iyi sonuçlar alacaktır.

Protégé Partners LLC'nin iddiası

Bay Buffett S&P 500 gibi dar tanımlı bir evrendeki aktif yönetimin ortalamada borsa endekslerinden düşük performans göstermeye mahkûm olduğu şeklindeki iddiasında haklı. Fakat bu iddiayı hedge fonlarına uyarlamak biraz elmalarla portakalları kıyaslamaya benziyor.

Hem uzun pozisyona girme hem de açığa satma esnekliğine sahip olan hedge fonları borsayı yenmeye çalışmazlar. Daha çok borsa ortamından bağımsız olarak zaman içinde pozitif getiri üretmeye çalışırlar. Hedge fonları için başarı sıkıntılı dönemlerde üstün performans, en iyi dönemlerde ise düşük performans göstermek anlamına gelebilir. Bununla birlikte üst düzey hedge fonu yöneticileri bir döngü aracılığıyla daha

az risk alırken, tüm ücretlerden sonra borsa getirilerini aşmışlardır. Biz bu sonuçların devam edeceğini düşünüyoruz.

En iyi hedge fonları ile ortalama fonların getirileri arasında çok büyük bir fark var. Bu farklılık aralarında fon sepetlerinin de bulunduğu tecrübeli kurumsal yatırımcıları, bu yatırımcılara ortalamaları geçeceklerini düşündüren stratejileri ve yöneticileri seçme fırsatı temin eder. Sapla samanı ayırma yeteneği olan fon sepetleri müşterilerinin ödediği ekstra ücretleri fazlasıyla telafi eden getiriler kazanacaktır.

Obama'nın iş dünyası için anlamı

2 Temmuz 2008

Nina Easton'un makalesinden alıntı

Obama'nın danışmanlar topluluğu akademisyenlerden oluşan küçük bir grup olmaktan çıkarak son derece deneyimli kapitalistleri de Demokrat Parti içine dahil edecek şekilde genişledi... Obama finans sektörünü ve zenginlere uygulanan vergi istisnalarını eleştiren ve aynı zamanda sermaye piyasalarını diğer herkesten daha iyi anlayan milyarder CEO Warren Buffett ile sık sık telefonda konuşuyor (Obama, Buffett için "en beğendiğim insanlardan biri," diyor, "ayakları bütünüyle yere basıyor ve çok akıllı").

Buffett'in borsametrosi "al" diyor

16 Şubat 2009

CAROL LOOMIS VE DORIS BURKE

2009 yılının ilk günlerinde borsa aralıksız düşmeye devam etti ve Fortune'da Buffett'in borsametrosini -ABD hisselerinin toplam değerinin GSYİH ile ilişkisi- güncelleme tam zamanı olabileceğini düşündük. 2001 sonunda "Warren Buffett'tan Borsaya Dair" başlıklı makalede bu ölçüm yöntemiyle ilgili bir grafik yayınlamıştık. (bkz. sayfa 291). O tarihte mesaj açıktı: "Satın Alma!"

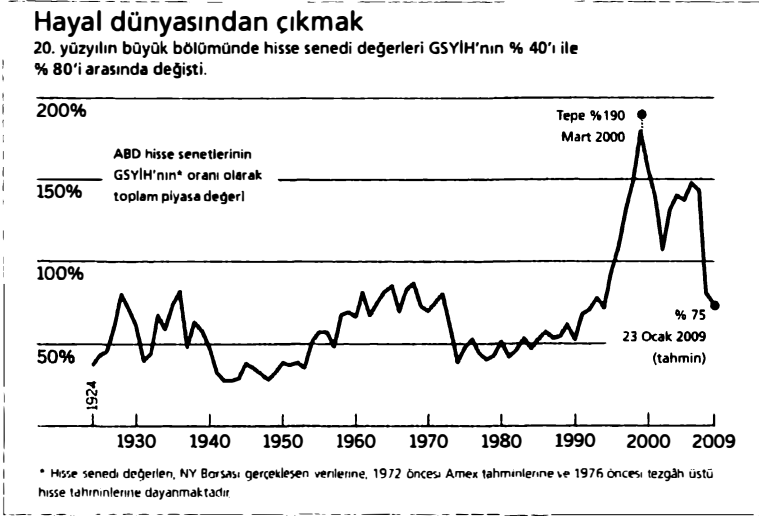
Fakat bu sefer makaleyi birlikte yazdığımız Doris Burke'ün getirdiği rakamlar, borsanın tam olarak Buffett'in satın alma aralığında olduğunu gösteriyordu. Dolayısıyla yazıyı ve grafiği 1 Şubat gibi abonelere ulaşan sayımızda yayınladık.

Tamam, bu alım sinyali mükemmel değildi: S&P 500 1 Şubat'tan itibaren fena halde düşerek 9 Mart'ta dibe vurmadan önce yüzde 18 daha kaybetti. Buna rağmen, eğer o 1 Şubat günü bir S&P toplam getiri Borsa Yatırım Fonu (ETF) almış ve 2012 yıl ortasına kadar elinizde tutmuş olsaydınız, yüzde 78'lik bir toplam getiri kazanacaktınız ve Buffett bu metriği paylaştığı için çok mutlu hissedecektiniz. — CL.

Hisse senetlerinde alım zamanı mı? Hem bu 85 yıllık grafiğe hem de ünlü yatırımcı Warren Buffet'a göre, tam zamanı olabilir. Grafik, ABD hisselerinin toplam piyasa değeri ile ABD ekonomisinin çıktıları -GSYİH'sı- arasında rasyonel bir ilişki olması gerektiğini söylüyor.

Fortune bu grafiğin ilk versiyonunu 2001 yılı sonunda yayınlamıştı. O tarihte hisse senetleri internet balonunun çılgın düzeylerinden hızla geri çekilmişti. Fakat yine de çok yüksekti, hisse değerleri GSYİH'nın

% 133'ündeydi. Buffett için kesinlikle hisse senedi alınacak zaman değildi.



Fakat alımların hangi noktada mantıklı olabileceğini gözünde canlandırırken, “Eğer yüzde ilişkisi % 70 ile % 80 arasındaki alana düşerse, alım yapmak muhtemelen sizin için çok iyi olacaktır,” demişti.

Ocak sonunda oran % 75 olduğunda hisse senetleri işte bu alandaydı. *Fortune*'a yaptığı açıklamada, bu akliselime geri dönüşte hiçbir şeyin kendisini şaşırtmadığına işaret eden Buffett, orandaki değişimin kendisine Ben Graham'ın borsayla ilgili bir sözünü hatırlattığını söyledi: “Borsa kısa vadede bir oylama makinesidir, ancak uzun vadede bir tartıdır,”

Buffett grafiğin teorik mesajından hoşlanmakla yetinmeyip uygulamış görünüyor; 17 Ekim tarihli *New York Times* için yazdığı makalede, uzun zamandan bu yana portföyünde ABD devlet tahvilleri dışında hiçbir kâğıt (Berkshire Hathaway hisseleri haricinde) bulundurmadığını, fakat şimdi kendi şahsı adına Amerikan şirketlerinin hisse senetlerini satın aldığını söyleyerek yaptığı işlemi kayda geçirdi. Buffett o yazıda fiyatlar düşmeye devam ettiği takdirde kısa süre içinde net varlığının % 100'ünü ABD hisse senetlerine yatırmayı beklediğini söyledi. Fiyatlar düşmeye devam etti -Dow Jones sanayi endeksi 17 Ekim'den bu yana yaklaşık % 10 düştü- dolayısıyla da Buffett muhtemelen alıma devam etti. Ne aldığını söylememesi meraklı yatırımcılar için gerçekten üzücü.

Fırtınada koşanlar

20 Nisan 2009

Adam Lashinsky'nin makalesinden alıntı

Warren Buffett, Berkshire Hathaway'in Wells [Fargo] ile bankacılık ilişkisi hakkında bir anekdotu anlatmaktan keyif alıyor. 2001 yılında Berkshire bir ortakla beraber müflis bir banka olan Finova'yı satın alırken bir kredi konsorsiyumu oluşturulması gerekiyordu ve bunun için de bankalara teklif götürülüyordu. O dönemde 315 milyon hisseye karşılık gelen % 7,4'lük payla Wells'in en büyük hissedarı olan Buffett, "Wells ilgilenmedi," diyor. Oysa diğer bankalar Berkshire'a maliyetlerin üzerine yalnızca 0,2 puan gibi oldukça düşük bir faiz ekleyerek kredi vermeyi önermişlerdi; baştan zarar anlamına gelen bu teklifi yaparken Berkshire'dan yatırım bankacılığı işi almayı amaçlıyorlardı. Wells ise teklif vermemiştir. Buffett, içten bir kahkahayla, "Tam olarak böyle düşünmelerini istediğim için teklif vermemelerinden büyük bir keyif aldım," diyor... "Bir bankerle ilgili gerçek izleniminizi bankacılık yapma tarzından edebilirsiniz. Konuşmaları arasında fark yoktur, aynı şeyleri söylerler. Önemli olan ne yaptıkları ve ne yapmadıklarıdır. Wells'in büyüklüğünü belirleyen şey yapmadıklarıdır."

Buffett sorumluluğu üstleniyor

27 Nisan 2009

MARC GUNTHER

Bu haberin başlığındaki kelime oyunu işlevini gayet güzel yerine getiriyor, fakat Berkshire'in yıllık toplantısında Çinli araba ve pil şirketi BYD'ye yapılan % 10'luk hisse yatırımını soran bir hissedar karşısında Buffett'ın sergileyeceği davranışı tam olarak resmettiği söylenemez. Buffett bu gibi durumlarda topu hep Berkshire'in başkan yardımcısı Charles Munger'a atar. "Charlie BYD uzmanımızdır," der. Munger ise bu konudaki uzmanlığını büyük ölçüde, Çin'de doğan ve 1989'da Tiananmen Meydanı'ndaki demokrasi yanlısı göstericilerden biri olan Pasadena yatırım müdürü Li Lu'ya borçlu.

Berkshire 2008 sonunda, finans krizinin ortasında BYD'ye hisse başına yaklaşık 1 dolardan -BYD hisselerinin yaygın biçimde kote edildiği Hong Kong parasıyla 8 HK doları- 230 milyon dolarlık yatırım yaptı. Berkshire'in tabloya dahil olmasıyla BYD hissesi Mart 2010'a kadar bir bız treni gibi yükselerek 77 Hong Kong dolarına çıktı ve sonra elektrikli arabalarla ilgili beklentiler kötüleşip BYD'nin kârları düşünce Mayıs 2012'de 11 Hong Kong dolarına geriledi. Eylülde hisse 16 Hong Kong dolarına çıkmıştı. Bu fiyat Berkshire'in parasını ikiye katladığını göstermesine rağmen, BYD'nin Munger'ın düşündüğü kadar başarılı olmadığı açıktı.

Munger bugün, "BYD'nin kurucusu ve CEO'su Wang Chuan-Fu'ya olan büyük hayranlığımı da, şirkete yönelik yüksek beklentilerimi de koruyorum," diyor. Fakat kategori olarak elektrikli araba satışlarından elde edilen kazançların bızı konusunda kötümser. BYD'nin uzun vadeli beklentilerinin iyi olduğunu düşünen Munger, bunu "şirketin büyük ve aşırı modern tesislerine, binlerce mühendisin de aralarında olduğu ye-

tenekli çalışanlarına ve bir-iki kusurla ürün teslim eden düşük maliyetli operasyonlarına," bağlıyor.

"Bir-iki kusur" ifadesi, BYD'nin arabalarının sağlam yapılmadığını düşünen bazı insanların itirazına neden olabilir. Ancak Munger şirketin ürünlerine yönelik şikâyetlerin çok az olduğunu ve BYD'nin genel tablosunda yalnızca önemsiz bir sorun oluşturduğunu söylüyor. — CL.

Warren Buffett'tan birkaç yatırım kuralı: Parlaklığıyla ün yapmış bir yönetim, ekonomisinin kötülüğüyle şöhret yapmış bir işle uğraştığında değişmeden kalan genellikle işin şöhretidir. Bir ahmağın bile yönetebileceği bir işe yatırım yapmalısınız, çünkü bir gün bir ahmak onu yönetecektir." Ve muhtemelen en bilinen kural şudur: Anlamadığınız bir işe asla yatırım yapmayın.

İşte bu yüzden kadim dostu ve Berkshire Hathaway'deki ortağı Charlie Munger geçen yılın başlarında Çinli pil, mobil telefon ve elektrikli araba şirketi üreticisi BYD'ye yatırım yapmayı önerdiğinde Buffett 3 numaralı kuralı hatırlamış olmalı. Ne de olsa kendisi 1990'larda ABD'nin gürleyen teknoloji sektöründen uzak durmuş bir yatırımcı.

Fakat Munger'ın ortak bir dostları aracılığıyla tanıştığı BYD'nin arkasındaki girişimci Wang Chuan-Fu hakkında anlattıklarının 78 yaşındaki Buffett'ın aklını çeldiği belli. Munger BYD'nin liderinden oldukça etkilenmiş görünüyor. *Fortune*'un sorularını yanıtlarken, "Bu adam," diye anlatıyor, "Thomas Edison ile Jack Welch'in bileşimi, teknik sorunları çözerken Edison gibi, yapması gerekenleri yaparken Welch gibi. Bugüne dek böyle birini görmedim."

BYD'ye yatırım önerisinin Munger'dan gelmesi de çok anlamlı. Berkshire Hathaway'in 85 yaşındaki başkan yardımcısı Munger çoğu yatırım fikrine olumsuz yaklaşır ve aksi biri olarak tanınır. Buffett'ın Munger için söylediklerini anımsayalım: "Ne zaman Charlie'yi arayıp bir fikrimi anlatsam, 'Bu gerçekten aptalca bir fikir' der. Bunun anlamı net varlığımızın % 100'ünü o işe yatırmamız gerektiğidir. Eğer, 'Bu şimdiye kadar duyduğum en aptalca fikir' derse, o zaman net varlığımızın % 50'sini o işe yatırmalıyız. Yalnızca 'Seni sorumlu tutacağım,' derse fikirden gerçekten hoşlanmamış demektir." Bu defa fikir Munger'dan geldiği için Buffett

harekete geçmek için beklememişti. Bu tür işlerde fikirlerine güvendiği bir başka ortağını, Berkshire'a bağlı MidAmerican Energy unvanlı şirketin yönetim kurulu başkanı David Sokol'u devreye sokmuş ve ondan Çin'e gidip BYD'ye daha yakından bakmasını istemişti.

Berkshire Hathaway geçen sonbaharda 230 milyon dolar karşılığında BYD'nin % 10'unu satın aldı. Çin hükümetinden nihai onay bekleyen anlaşma o tarihte fazla dikkat çekmedi. Eylül sonunda, piyasalar uçurumun dibinde bocalarken anlaşma açıklandı. Fakat Buffett, Munger ve Sokol bunun aslında çok büyük bir anlaşma olduğunu düşünüyor. BYD'nin, hızla büyüyen güneş enerjisi sektöründe lider olmanın yanı sıra, öncelikle elektrikli araba satarak dünyanın en büyük otomobil imalatçısı olma ihtimali var.

Wang Chuan-Fu BYD'yi (harfler şirketin Çince adının baş harfleri) 1995 yılında Çin'in Shenzhen şehrinde kurdu. Kimyager olan ve kamu sektöründe araştırmacı olarak çalışan Wang akrabalarından yaklaşık 300.000 dolar topladı, 2.000 metre karelik bir yer kiraladı, Sony ve Sanyo marka ithal ürünlerle rekabet etmek için şarj edilebilir pil imal etmeye başladı. 2000'e gelindiğinde BYD en büyük cep telefonu pili üreticilerinden biri olmuştu. Şirket Motorola, Nokia, Sony Ericsson ve Samsung'un mobil telefon ahize ve parçalarını tasarlayıp imal etmeye başladı.

Wang 2003'te Çin devletinin sahip olduğu, her şeyiyle hazır olmasına rağmen faaliyette olmayan bir araba şirketini satın alarak otomobil işine girdi. Araba yapımı konusunda çok az bilgisi vardı ama hızla öğrendi. Ekim ayında F3 adı verilen bir BYD sedan, Volkswagon Jetta ve Toyota Corolla gibi tanınmış markaları geçerek Çin'de en çok satan sedan araba oldu. BYD aynı zamanda benzin motoru destekli prize takılabilir bir elektrikli araba satmaya başladı. Bu hamle onu GM, Nissan ve Toyota'nın önüne geçirdi. BYD'nin prize takılabilen F3DM ("dual mod") adlı aracı tek şarjla diğer elektrikli araçlardan çok daha uzun gidebiliyor -62 mil- ve yaklaşık 22.000 dolardan satılıyor ki bu rakam 2010 sonunda piyasaya çıkacak prize takılabilen Prius ve reklamı çok fazla yapılan Chevy Volt'un beklenen fiyatlarının çok altında. Kısacası, başlangıçta pek tanınmayan bu şirket uygun fiyatlı bir elektrikli araba imalatı için çok daha büyük rakipleriyle girdiği yarışta hızla önce geçti.

BYD bugün sekizi Çin'de, biri Hindistan'da, biri Macaristan'da ve biri Romanya'da olmak üzere 11 fabrikasında 130.000 kişi istihdam ediyor. ABD'deki faaliyetleri az; Motorola yakınlarındaki Elk Grove Village, Illinois'te bulunan satış ve pazarlama biriminde yaklaşık 20 kişi görev yapıyor, 20 civarında insan da San Francisco'da, Apple'dan çok uzak olmayan bir yerde çalışıyor. BYD Motorola'nın RAZR ahizelerinin yaklaşık % 80'ini imal etmenin yanı sıra iPod'lar ve iPhone'lar ile düşük maliyetli bilgisayarlar da yapıyor; buna Nicholas Negroponte tarafından dağıtılan Cambridge, Mass. merkezli kâr amacı gütmeyen Her Çocuğa Bir Laptop modeli de dahil. Şirketin son beş yıl boyunca yılda % 45 artış gösteren gelirleri 2008'de 4 milyar dolara ulaştı.

Buffett BYD'den hisse alarak kendi kurallarından birkaçını ihlal etmiş oldu. "Cep telefonları veya pillere ilişkin hiçbir şey bilmiyorum," diyor. "Arabaların nasıl çalıştığını da bilmiyorum." Fakat, "Charlie Munger ve Dave Sokol akıllı adamlar ve bu işten anlıyorlar. BYD'nin 1995'ten bu yana başardıklarının olağanüstü olduğu kuşkusuz," diye ekliyor.

Buffett'in kuşkularını gideren bir şey daha vardı. Berkshire Hathaway önce BYD'nin % 25'ini almaya çalışmış, fakat Wang teklifi geri çevirmişti. Buffett ile iş yapmak istiyordu -söylediğine göre, markasını büyütme ve ABD kapılarını açmak için- fakat BYD hisselerinin % 10'undan fazlasının satılmasına izin vermemişti. Buffett, "Karşınızda şirketini satmak istemeyen bir adam vardı," diyor. "Bu iyi bir işaretti."

Shenzhen'de kaybolduk. Wang ile buluşmak için 8000 mil uçmuştum ve görüşmeye giderken şoförüm arabayı tozlu bir otoyolda kenara çekti. Telefonda Kanton Çincesiyle bağırıyor ve GPS navigatörün dokunmatik ekranındaki Çince harfleri çılgınca büyütüyordu. Yanımdaki Halkla İlişkiler görevlisi hanım kaygıyla bana baktı. "GPS çalışmıyor," dedi. "Çok fazla yeni yol var."

Şoförü veya GPS'i suçlayamam, öyle tahmin ediyorum ki GPS cihazı muhtemelen yakınlarda yapıldı. Çünkü Shenzhen küresel elektronik sanayinin imalat merkezi, cep telefonunuzun, dijital kameranızın ve muhtemelen laptopunuzun geldiği yer. Hong Kong'daki bir nehrin tam karşısında bulunan Shenzhen, çoğu Amerikalının haritada bulamadığı, dünyanın en büyük ve en hızlı büyüyen şehri. Aynı zamanda Amerika'ya

en çok benzeyen Çin şehri, çünkü burada yaşayanlar oraya daha iyi bir yaşam arayışıyla başka yerlerden gelmişler.

Deng Xiaoping 1980'de Shenzhen'i Çin'in ilk "özel ekonomik bölgesi" olarak belirleyip kapitalizmi kök salmaya davet ettiğinde burası bir balıkçı köyüymüş; bugün ise çoğu ayda 1,300 renminbi (190 dolar) karşılığında BYD gibi muazzam fabrikalarda çalışan göçmen işçilerden oluşan 12 ila 14 milyon nüfusuyla hızla büyüyen bir mega kent.

BYD'nin yeni genel merkezini -Silikon Vadisi'nde olsa abes kaçmayacak gümüş rengi bir ofis binası- bulduğumuzda, şirketin kısa geçmişinde üretilen ürünleri ve köşe taşlarını tanıtan bir şirket "müzesi" gezisine çıkarıldım. Sonra masanın üzerinde tabaklar dolusu elma, muz ve çeri domatesin bulunduğu bir toplantı salonuna götürüldüm. Wang karşımdaki koltukta oturuyordu -43 yaşında siyah saçlı, gözlüklü ufak tefek bir adam- ve bir tercüman aracılığıyla bana öyküsünü anlatmaya başladı.

BYD'yi mütevazı bir amaçla kurmuştu: Japonların egemenliğindeki pil sektörüne girmek. Wang, "Japonya'dan pil ithal etmek çok pahalıya mal oluyordu," diyor. "İthalat vergileri vardı ve teslimat süreleri çok uzundu." Sony ve Sanyo patentlerini incelemiş ve nasıl yapıldıklarını anlamak için pilleri parçalarına ayırmıştı. "Çok fazla deneme yanılma içeren bir süreçti," diyor. (Sony ve Sanyo daha sonra patentlerine tecavüz ettiği iddiasıyla BYD'ye dava açtı, ama ikisi de davayı kaybetti.)

BYD'nin atılımı Wang makinelerin yerine göçmen işçileri geçirmeye karar verdiğinde gerçekleşmişti. BYD Japon montaj hatlarında kullanılan ve tanesi 100.000 dolar veya daha fazlasına mal olan robotik kolların yerine yüzlerce, sonra binlerce insan istihdam ederek maliyetleri fiilen düşürmüştü.

Hong Kong'ta Merrill Lynch bünyesinde teknoloji analisti olarak çalışan ve Japonya ile Kore'deki bütünüyle otomatik üretim bantlarını gören Daniel Kim, "BYD fabrikasını ilk ziyaret ettiğimde şok oldum," diyor. "Bu bütünüyle farklı bir iş modeli." BYD kaliteyi denetlemek için her işi temel görevlere ayırmış ve katı test protokolleri uygulamıştı. Harvard İşletme Fakültesi'nin şirket hakkında yaptığı vaka araştırması, 2002 yılında BYD'nin şarj edilebilir pil teknolojilerinin üçünde de (Li-Ion, NiCad ve NiMH) dünya çapında ilk dört imalatçıdan biri -ve en büyük Çinli

imalatçı- haline geldiğini ortaya koyuyor. Wang, BYD'nin Sony ve San-yo'nun tersine, pilleriyle ilgili asla bir geri toplama sorunu yaşamadığını vurguluyor.

BYD'deki işçi orduları ürünleri icat edip tasarlayan bir yöneticiler ve mühendisler müfrezesi komutasında çalışıyor. Şirket şu anda kendi eğitim programlarından mezun olan -bunların yaklaşık % 40'ı ya ayrılmış ya da işten çıkarılmış durumda- 10.000 civarında mühendis istihdam ediyor. Ayrıca 7.000 yeni üniversite mezunu halen şirket içinde eğitim alıyor. Wang mühendislerin Çin'in en iyi okullarından mezun olduğunu söylüyor. "Onlar en iyilerin en iyisi," diyor. "Çok çalışkanlar ve herkesle rekabet edebilirler." BYD çok sayıda mühendis istihdam edebiliyor, çünkü maaşları yalnızca aylık 600 ila 700 dolar civarında; kendilerine aynı zamanda şirkete ait apartmanlarda lojman tahsis ediliyor ve BYD kantinlerinde ucuz yemek yiyebiliyorlar. BYD'yi inceleyen ABD'li bir üst düzey yönetici, "Esas olarak nefes alıyor, yiyor, düşünüyor ve 7/24 şirkette çalışıyorlar," diyor.

Wang genellikle haftada beş veya altı gün gece 11'e veya gece yarısına kadar çalışıyor. İki çocuğu var ve onları büyütme sorumluluğunu eşinin üstlenmiş olduğunu belirten CEO, "Çin'de benim kuşağımdan insanlar önceliklerini işlerine verir, yaşamı ikinci plana atarlar," diyor.

Wang, bu "insan kaynağı avantajının" BYD stratejisinin "en önemli kısmı" olduğunu söylüyor. Mühendisleri pille çalışan otomobil klima sistemlerinden güneş enerjili sokak lambalarına kadar geniş bir dizi teknolojiyi araştırıyor. BYD çoğu otomobil üreticisinin tersine neredeyse tüm arabalarını kendisi imal ediyor; yalnızca motorunu ve kaportasını değil, klimasını, farları, emniyet kemerlerini, hava yastıklarını ve elektronik aksamı da üretiyor. Wang, "Diğerlerinin bizimle rekabet etmesi zor," diyor. "Personelimizi Japonya veya ABD'de çalıştıracak olsaydık gücümüz bunu yapmaya yetmezdi."

Wang aşırı yoksulluk içinde büyümüş. İki de çiftçi olan anne ve babası o ortaokula başlamadan önce ölmüş ve ağabeyi ile ablası tarafından büyütülmüş. Büyüdüğü köyden kimyagerlik diplomasını aldığı Orta Güney Sınai Teknoloji Üniversitesi'ne gitmek için bindiği tren doğa yürüyüşçüleri ve turistler için popüler bir yer olan Huangsan Dağı'ndan

geçmesine rağmen oraya hiç gitmemiş: “O tarihte hiç param olmadığı için gitmedim, şimdi de hiç zamanım olmadığı için gidemiyorum.”

Ya servet sahibi olmak? diye soruyorum. “İlgilenmiyorum,” diyor. Kesinlikle çok harcama gerektiren bir yaşam tarzı yok. 2008’de yaklaşık 265.000 dolar para almış ve diğer mühendisler gibi BYD’nin lojmanlarından birinde oturuyor. Tek tutkusu bir Mercedes ve bir Lexus, bunların da pratik bir amacı var: Nasıl çalıştıklarını görmek için motorlarını söküyor. ABD’ye yaptığı bir yolculukta kendisine etrafı gezdiren üst düzey yönetici Fred Ni’nin Toyota’sının bir koltuğunu parçalarına ayırmaya çalışmış. BYD halka arz edildikten kısa bir süre sonra Wang olağandışı bir şey yapmış: BYD’deki hisselerinin yaklaşık % 15’ini alıp şirketteki 20 civarında üst düzey yönetici ve mühendise dağıtmış. Hâlâ hisselerin yaklaşık % 28’ini elinde tutuyor, bunların değeri 1 milyar dolar civarında.

Şirket çok tutumlu. Üst düzey yöneticiler kısa süre öncesine kadar işe otobüsle gidip geliyorlarmış. Konuştuğum üst düzey yöneticilerden biri, geçen yıl milyarlar kaybeden Ford’un Paris’teki otomobil fuarı sırasında Otel George V’de gala düzenlediğini duyunca ne kadar şaşırdığını anlattı. BYD yöneticileri ise tam tersine, geçen sefer Detroit otomobil fuarına geldiklerinde tasarruf etmek için pahalı otel odaları yerine banliyöde bir ev kiralamışlar.

Giderler konusundaki bu titizlik, BYD’nin yeni işler yaparak genişlerken bile sürekli para kazanmasını sağlayan nedenlerden biri. 2008’de BYD’nin iş birimlerinin hepsi -pil, mobil telefon bileşenleri ve otomobilküçük ölçekte de olsa kârlıydı. Net kârlılık toplamda 187 milyon dolar oldu. Hong Kong borsasında işlem gören BYD’nin piyasa değeri 3,8 milyar dolar civarında. Bu Ford’dan düşük (Nisan başında 7 milyar dolardı), ama General Motors’tan fazla (1,3 milyar dolar).

Konuşmamızın sonuna doğru Wang’a şirketin adını sordum. BYD’nin “Build your dreams (Hayallerinizi büyütün)” ifadesinin kısaltması olduğu söyleniyor, ama Wang bunu şirket sloganı olarak daha sonra eklediğini belirtiyor. Kimileri de, Motorola, Apple ve Berkshire Hathaway Shenzhen’e gelince bu ismin yeni bir anlam kazandığını söylüyor: Bring your dollars (Dolarlarınızı getirin).

David Sokol geçen yaz BYD’nin faaliyetlerini görmeye geldiğinde

Wang onu bir pil fabrikasına götürüp BYD'nin pillerini % 100 geri dönüştürülebilir hale getirmek istediğini anlatmış. Şirket bu amaçla toksik olmayan bir elektrolit sıvı geliştirmiş. Wang bu noktanın altını çizmek için pil sıvısını bir bardağa koyup içmiş. Yüzünü buruşturup, "Tadı güzel değil," demiş ve Sokol'a bir yudum içmesini teklif etmiş.

Sokol kibarca reddetmiş, fakat mesajı almış: "Odaklandığı nokta, çevre sorunlarının çözümüne yardımcı olup olmayacağımızdı, kendi teknolojimizle yeni çevre sorunları yaratamayız."

Yönetim ilkeleri üzerine *Pleased but Not Satisfied* (Memnunum Ama Yetmez) başlıklı ince bir kitabın yazarı olan Sokol bu ziyareti sırasında Wang'ın nasıl biri olduğunu anlamaya çalışmış ve fevkalâde işinin ehli bir üst düzey yönetici olduğuna karar vermiş. Sokol, "Birçok iyi girişimci sıfırdan başlayıp birkaç milyonluk gelir elde eden ve birkaç yüz kişi çalıştıran bir iş sahibi olabilir. O 100.000'in üzerinde insan çalıştırıyor. Bunu çok az kişi yapabilir." Sokol ABD'ye döndüğünde Buffett'a, "Bu adam çok ilginç. Onunla tanışmak istersin," demiş.

Sokol, BYD'yi ziyaret etmeden önce de elektrikli arabalara inanıyordu. MidAmerican'daki çalışanları iklim değişikliği riski nedeniyle yıllardır pil ve rüzgâr enerjisi gibi temiz teknolojileri araştırıyordu. Sokol, enerji şirketlerinin şu veya bu biçimde daha az karbon dioksit salınımı yaparken daha fazla enerji üretmesi gerekeceğini söylüyor.

Yanıtlardan biri elektrikli arabalar olacak. Bunlar benzin yakan arabalardan daha az sera gazı salınımı yapıyor ve petrol ucuz olduğunda bile yakıt giderleri daha düşük. Çünkü elektrik motorları içten yanmalı motorlardan daha randımanlı ve büyük ölçekte enerji üretmek (kömürlü veya nükleer santrallerde) bunu küçük ölçekte yapmaktan (içten yanmalı bir motorda benzin yakmak) daha az zararlı.

Rakamlar şöyle görünüyor: Yılda 12.000 mil araba kullandığınızı, benzinin bir galonunun 2 dolar olduğunu ve elektriğin çoğu Amerikalının yaklaşık olarak ödediği gibi kilovat başına 12 sent olduğunu varsayın. Benzinle çalışan ve bir galonla 20 mil giden bir arabanın -örneğin, bir Chevy Impala veya bir BMW X3- yıllık yakıt gideri 1.200 dolar olacak ve yaklaşık 6,6 ton karbon dioksit üretecektir. Bu arabalara elektrik motoru

taktığınızda yakıt gideri yılda 400 dolara, salınımlar ise yaklaşık 1,5 tona düşecektir.

Büyük sorun bunları üretmenin pahalı olması ve en büyük tek maliyet pil. Emniyetli, güvenilir, dayanıklı ve hızlı şarj olan bir araba pili imali karmaşık ve maliyetli bir iş. BYD lityum iyon demir fosfat teknolojisiyle çığır açan bir buluş yaptığını iddia ediyor, ancak bu buluşun vaat edildiği gibi çalışıp çalışmayacağından kimse emin olamıyor.

Kuşkucular BYD'nin pilinin rakiplerinkinden hem daha güçlü hem de daha ucuz olamayacağını söylüyorlar ve ABD Enerji Bakanlığı pili parçalarına ayırıp incelemek için bir F3DM satın almış bulunuyor. Singapur'daki Nomura Securities'te analist olarak çalışan ve şirketi yakından izleyen Chitra Gopal, BYD'nin "bütünüyle yeni teknolojiye ve hem büyük ölçekli hem de hâlâ benzersiz olan düşük maliyetli üretim kabiliyetine" oynadığını söylüyor. Elektrikli arabalarla ilgili web sitesi EV World'ün yayıncısı ve baş editörü William Moore, "İnsanları güvenilir, dayanıklı, kaliteli otomobiller sattıklarına inandırmaları gerekir," diyor.

BYD hayranları bile şirketin arabalarının estetik ve kalitesinin istenebilir çok gerisinde olduğunu söylüyor. Sokol, "Arabaları kesinlikle Toyota'nın çok gerisinde," diyerek durumu kabul ediyor. BYD şu anda Afrika, Güney Amerika ve Orta Doğu'ya benzinle çalışan arabalar ihraç ediyor, ama bunlar kaliteleriyle değil fiyatlarıyla rekabet ediyorlar.

BYD'nin dual mod otomobil adı verilen prize takılabilir ilk hibrid arabası, yedek bir içten yanmalı motora sahip olmakla birlikte esas olarak elektrik enerjisiyle çalışacak şekilde tasarlanmış. Bu yıl onu bütünüyle elektrikli otomobiller -E3 ve E6- izleyecek. Her ikisi de başlangıçta Çin'de, öncelikle filo kullanan kurumlara satılacak: Devlet, posta hizmetleri, kamu hizmetleri ve taksi şirketleri; bunların tümü hızlı şarj etme tesisleri kuracak. Avrupa yüksek benzin fiyatlarıyla BYD'nin elektrikli otomobilleri için en fazla gelecek vaat eden ihraç pazarı. Wang geçen yıl otomobillerini Hollanda ve beş Doğu Avrupa ülkesine dağıtması için Hollanda'dan bir dağıtım grubuyla anlaşma imzalamış.

Şirket elektrikli araba ekonomisinin henüz aynı ölçüde ilgi çekmediği ABD pazarına girip girmeyeceğine karar vermiş değil. Artık BYD yönetim kurulunda bir koltuğu olan Sokol, şirketin ABD pazarına girmek

yerine küresel otomobil imalatçılarının akü tedarikçisi haline gelebileceğini söylüyor. Ancak bazı Amerikalılar BYD ile iş yapmaya can atıyor. *Fortune*'un BYD ziyaretinin ertesi günü Orgeon Valisi Ted Kulongoski bir elektrikli otomobilin test sürüşüne geldi ve şirkete ısrarla Portland limanından ithalat yapmasını tavsiye etti. Bu arada BYD araştırmacıları Temiz Konut Enerjisi Çözümü adını verdikleri yeni bir büyük fikir üzerinde çalışıyor. Bu esas olarak çatı üzerine yerleştirilen bir dizi güneş pili; piller güneş olmadığında kullanılacak enerjiyi depolamak üzere geliştirilmiş ve bütünüyle BYD tarafından tasarlanıp imal edilecek. Wang, "Güneş enerjisi sonsuz bir enerji kaynağı," diyor. "Daha iyi teknolojiyle maliyetleri düşürebiliriz."

Wang, aynı zamanda şirketi ileri taşıyacak daha güçlü bir üst düzey yönetim takımı kurmaya odaklanmış durumda. Sokol, "İyi haber 42 yaşında olması," diyor. "Kötü haber ise kuruluşun arkasındaki tek beyin ve yönlendiricinin kendisi olması. Hızla bir takım kurması gerek, ama sanırım bunu biliyor." Wang geçen kış ABD'yi ziyaret ettiğinde ülkesini gezdirmesi Sokol'a gelmiş. Turlarına BYD arabalarının epey konuşulduğu Kuzey Amerika Otomobil Fuarı'na ev sahipliği yapan Detroit'ten başlayıp Wang'ın Charlie Munger ile ilk kez karşılaştığı Batı Sahili'nde bitirmişler. Arada Omaha'da mola vermişler.

Warren Buffett, Wang'a bir tercüman aracılığıyla, "BYD nasıl bu kadar ilerledi?" diye sormuş. Wang, "Şirketimiz teknolojik know-how üzerine kurulmuştur," demiş. Teknoloji faaliyetlerine karşı her zaman ihtiyatlı olan Buffett, BYD'nin öncülüğünü nasıl koruyacağını sormuş. Wang, "Asla, asla durmayacağız," diye cevap vermiş.

Buffett pillerden veya arabalardan ya da Çin edebiyatından anlamıyor olabilir. Ancak iş yapma isteği tercüme gerektirmiyor.

Hayranlık duyulanlar kime hayranlık duyar

22 Mart 2010

Anna Bernasek'in makalesinden alıntı

Fortune her yıl yayınladığı En Çok Hayranlık Duyulanlar özel sayısında, hayranlık duyulan şirketlerin başındaki altı CEO'ya en çok kime hayranlık duyduklarını sordu. Amerikan Express'ten Ken Chenault Buffett'ı seçti ve şunları söyledi:

Yüksek zekâ ile işle ilgili kararlar verme ve insanlarla duygusal bağ kurma yeteneğinin inanılmaz bir karışımını bünyesinde barındırıyor.

Buffett'in Mr. Fix'i*

16 Ağustos 2010

BRIAN DUMAINE

David Sokol hakkındaki bu övgü yazısını yayınladığımız dönemde, aradan bir yıl bile geçmeden Berkshire'dan istifa edeceği ve hasında çoğu kişinin gözünde "kötü bir aktör" olacağı kimsenin aklının ucuna gelmezdi. Bu yazıda Sokol dışında Berkshire'da Buffett'ın halefi olarak isimleri geçen beş üst düzey yöneticiye, MidAmerican Energy'den Greg Abel, Berkshire Reinsurance'dan Ajit Jain, General Re'den Tod Montross, GEICO'dan Tony Nicely ve demiryolu şirketi BNSF'den Matt Rose'a da yer verilmişti.

Sokol Mart 2011'de Berkshire'dan kendi isteğiyle istifa ederek yarış-tan çekildi. Ayrılma nedenini Buffett'a açıklarken artık kendisi için bir şeyler yapmak istediğini söyledi. Fakat gerek Buffett'ın istifayı duyuran basın açıklamasında, gerekse Sokol'un istifa mektubunda belirttiği gerekçede bir nokta dikkat çekiyordu: Berkshire için iyi fırsat olduğunu söyleyerek Buffett'a Lubrizol'ü satın almasını önermeden birkaç hafta önce Sokol bu şirketten kendi adına hisse almıştı. Buffett basın açıklamasında, Sokol'un Lubrizol'ü satın alma fikrini kendisine getirmeden önce, yani önerisine vereceği tepkiyi ve yanıtı henüz bilmiyorken Lubrizol'den hisse satın aldığını vurgulamaya özen gösterdi. Böyle de olsa, Sokol'un bu şirketten hisse satın almış olması -Buffett'ın alım kararıyla Lubrizol hisselerindeki yükseliş de düşünüldüğünde- bazı izleyicilerin gözüne içeriden ticaret olarak göründü, dolayısıyla da Sokol'un itibarı zedelendi.

* Mr. Fix: Yazar Mr. Fix benzetmesini hem "tamirci" anlamında kullanıyor, hem de Jules Verne'nin klasik romanı Seksen Günde Devri Alem'in kahramanı Dedektif Fix'e gönderme yapıyor. (C.n.)

Berkshire'in bütün bu olanları anlatan basın bülteni, yazarının, yani Buffett'in itibarı açısından da sorun yarattı. (30 Mart 2011 tarihinde yayınlanan basın bültenini Berkshire Hathaway'in websitesinde görebilirsiniz.) Çoğu kişi basın bültenini Sokol'un eylemine gösterilen tepki bağlamında zayıf buldu ve bugüne dek Berkshire'in itibarına en küçük gölge düşürecek birini anında teşhir edeceğini söyleyen Buffett'in garip bir şekilde bu sağlam tavrından yoksun olduğunu düşündü. Buffett'a yöneltilen eleştiriler aynı noktaya odaklanıyordu: Sokol bir noktada elinde Lubrizol hissesi olduğunu söylediğinde, neden üzerine gidip daha fazla bilgi almamıştı?

Sokol meselesi yalnızca basının mıknaş gibi yapıştığı bir konu olmakla kalmadı, Berkshire'in 30 Nisan'da gerçekleşen yıllık toplantısının da bir numaralı gündem maddesiydi.

Hissedarlardan e-posta yoluyla soru derleyen üç gazeteciden biri olarak mikrofon karşısına ilk ben çıktım ve suçlayıcı bir üslupla, Buffett'in Sokol'un yaptığı şeye neden daha sert tepki göstermediğini soran soruyu ben okudum. Sorunun ardından bir miktar alkış geldi. Sonra Buffett'in uzun cevabı izledi; Sokol'un davranışının "açıklanamaz" olduğunu ve kendisinin de bazı şeyleri daha iyi yapmış olması gerektiğini anlattı. Tam olarak, Sokol elinde Lubrizol hissesi olduğunu söylediğinde daha çok soru sormuş olması gerektiğini söyledi.

Berkshire'in yıllık toplantısından sonra Sokol meselesi basında büyük ölçüde gündemden düştü. Sokol da kurduğu yatırım yönetimi işinin başına geçmek üzere Omaha'dan ayrılarak Wyomining bölgesindeki Jackson Hole'a taşındı. SEC'in Sokol'un yaptığı bu hisse alımını balen incelediği düşünülüyor, fakat elinizdeki kitabın baskı aşamasında herhangi bir ceza açıklanmış değil.

Sokol olayı derginin baskıya girme aşamasında patlak verdiği için konuyla ilgili haber yapmamıştık. Fakat az sonra okuyacağınız Sokol makalesini yazan Brian Dumaine, Buffett'in basın açıklamasından bir gün sonra fortune.com'da bir haber yazmıştı. Brian haberinde "açıklanamaz" sözcüğünü kullanmamış olsa da Sokol'un hareketlerine bakışı böyleydi. Online haberin bir kopyasını fortune.com/buffettbook adresinde bulabilirsiniz. — CL.

David Sokol, Eylül 2008'de Lehman çöktüğünde Baltimore'da kurulu enerji şirketi Constellation Energy hisselerinin dibe vurmakta olduğunu gördü. Bunun üzerine patronu Warren Buffett'ı arayarak "Burada bir fırsat görüyorum," dedi. Buffett da aynı şeyi görmüştü ve kısa bir konuşmanın ardından kararını bildirdi: "Peşine düş."

Elinde çok büyük miktarlarda kötüye giden vadeli enerji sözleşmeleri (futures) bulunan Constellation iflasın eşiğinde görünüyordu. Berkshire'nın yan kuruluşu MidAmerican Energy Holdings'in yönetim kurulu başkanı David Sokol sektörü iyi tanıyordu ve o sağlam varlıkları kelepir fiyattan satın alma şansını görmüştü. Fakat anlaşmanın 48 saat içinde yapılması gerekiyordu, aksi halde şirket iflasa başvuracaktı.

Hemen telefona sarılan Sokol, Constellation CEO'su Mayo Shattuck III'ün ofisini aradı. Shattuck o sırada acilen bir araya gelen yönetim kuruluyla toplantıdaydı. Telefona asistanı cevap verdi, Sokol ona patronuyla görüşmek istediğini belirtti. Sekreter toplantıyı böldüğü takdirde işini kaybedebileceğini söyledi. Sokol da ona, "Eğer toplantıyı bölmezseniz işinizi kaybedebilirsiniz," yanıtını verdi.

Sokol bir Falcon 50 EX'e atladığı gibi Baltimore'a uçtu. Shattuck ile görüştü ve aynı akşam şirketi 4,7 milyar dolar karşılığında satın almak üzere bir anlaşma bağladı, böylece Constellation iflasın kıyısından döndü.

Birkaç hafta sonra, anlaşma henüz tamamlanmamışken, Constellation yönetim kurulu Électricité de France'dan %30 daha yüksek bir rakip teklif aldı. Yönetim kurulu bu teklifi beğendi, Sokol da beğendi, Berkshire'nın kasasına giren 1,2 milyar dolarlık vazgeçme bedelini alıp gitti.

Hiç kuşkusuz, Berkshire Hathaway deyince yatırımcıların aklına önce Warren Buffett gelir ve onun şirketlerini ne kadar dikkatli ve yakından izleyen, ama müdahaleden de aynı titizlikle kaçınan bir CEO olduğunu herkes bilir. GEICO'dan Dairy Queen'e, Benjamin Moore'dan Buffalo News'a, Netjets'e kadar büyük bir koleksiyon diyebileceğimiz şirketlerinin başındaki yöneticilere tam bir yönetim serbestliği verir. Fakat Buffett'ın imparatorluğunda bile bazen bir CEO sıkıntıda olabilir ve işlerin tekrar yoluna konulması veya bir anlaşma yapılması gerekebilir, üstelik süratle. İşte böyle bir durumda Buffett doğruca Sokol'a yönelir.

Her ne kadar Sokol bu spekülasyon karşısında omuz silkse de Berkshire'ın kurmayları arasında Buffett'ın halefi olarak en çok onun (53) adı geçiyor. Buffett ise Sokol'un şu andaki konumundan, anlaşmaları başarıyla sonuçlandırmasından, kârları güçlendirmesinden ve keyifsiz şirketlerin etrafında keşif turları atmasından gayet memnun. Sokol'un yazdığı "*Pleased but Not Satisfied*" (Memnunum ama Yetmez) adlı kitabın önsözünde Buffett şöyle diyor: "David Sokol bize Ted Williams'ın .406'lık vuruş ortalamasının iş dünyasındaki karşılığını getiriyor."

Buffett Sokol'u ilk kez 1999 yılında, Berkshire Iowa'da kurulu enerji şirketi MidAmerican'ı satın alırken tanımıştı. Sokol 1991 yılında Buffett'ın eski arkadaşı Walter Scott ile birlikte yılda 28 milyon dolar cirosu olan küçük bir jeotermal şirketini satın almış ve onu sektöründe büyük bir güç haline getirmişti. Merkezi Des Moines'da bulunan MidAmerican şu anda Berkshire'ın kazançlarında 11,4 milyar dolarlık bir dilimi (yaklaşık % 10) temsil ediyor ve Sokol da yönetim kurulu başkanı. Buffett 2007'de bir süredir yakından takip ettiği, performansının altında faaliyet gösteren çatı kaplama ve izolasyon şirketi Johns Manville'i almasını istedi, Sokol da aldı ve şimdi onun da yönetim kurulu başkanı. 2008 yılında Buffett'ın sağ kolu, Berkshire'ın yönetim kurulu başkan yardımcısı Charlie Munger Sokol'dan pilli ve elektrikli otomobil üreticisi BYD'nin durumuna bakması için Çin'e uçmasını istedi. Sokol orada gördüklerini beğendi ve Berkshire şirketin yüzde 10'u karşılığında 230 milyon dolar yatırdı. Bu payın bugünkü değeri 1,8 milyar dolar. Berkshire ile diğer şirketlerin mevcut türevlerine karşılık milyarlarca dolar teminat göstermelerini gerektirecek yasa önerisi konusunda kaygılanan Buffett, geçtiğimiz nisan ayında Senato'da düzenlenen oturuma kendisi adına görüşlerini savunması için Sokol'u gönderdi. Tartışmayı Buffett'ın tarafı kazandı.

Geçtiğimiz yaz Sokol'a belki de kariyerinin en büyük görevini veren Buffett ondan Netjets'in rotasını değiştirmesini istedi. Berkshire'ın hisse sahibi olduğu bu uçak şirketi geçen yıl vergi öncesi 711 milyon dolar zarar etmişti, bu Buffett'ın pek de sıcak karşıladığı bir performans değildi. Bugün ise şirket kârda ve *Fortune* Sokol'un bunu nasıl başardığına ilişkin ender rastlanan, kişiye özel bir tablo elde etti. Ama bu konuyu daha sonra ele alacağız.

Buffett'in bu çakı gibi Ortabatılıyı neden sevdiğini anlamak zor değil. Sokol onun yeteneklerini tamamlıyor. Buffett rahat ve esprili tavırlarıyla "sevgili amca" olarak sempati toplarken, Sokol daima yüksek viteste hız yapıyor. Sokol mühendislik eğitimi almış sıkı bir yönetici, doğrudan, etkin ve pratik. Her sabah saat daha beş olmadan kalkıyor; kısmen kilosunu korumak, fakat aynı zamanda aşırı yoğun günlük programının üstesinden gelebilmek için haftada beş gün ağırlık çalışması yapıyor. Yılın yarısını yollarda geçiriyor, biri Omaha'da diğeri Netjets'in merkezinin bulunduğu Columbus'daki iki evi arasında mekik dokuması da cabası. David ve Peggy Sokol çiftinin Kelly adında yetişkin bir kızları var. Ender boş zamanlarında balık tutmayı ve kayak yapmayı seviyor. "Bir günde çok iş bitiriyor," diyor Buffett, "belki benim bir haftada yapacağım işten bile fazlasını, şaka yapmıyorum."

Sokol'un bu çalışkanlığı gayet cömertçe ödüllendirilmiş. Sokol, Walter Scott ve MidAmerican'ın şimdiki CEO'su Greg Abel şu anda şirketin yüzde 19'una sahipler (payları eşit değil) ve bu hisselerin yaklaşık değeri 300 milyon dolar. Berkshire, MidAmerican'ı 2000 yılında almıştı. Sokol'u herhangi bir günde çalışanlarla birlikte uçakların koltuk başlarını ovarken, müşterilerle veya iş ortaklarıyla zaman geçirirken, Çin'de, Brezilya'da, Almanya'da ya da başka bir yerde yeni iş fırsatlarını kovalarken görebilirsiniz. Peki hem işten bu kadar uzun zaman uzak kalıp hem de üç büyük şirketi nasıl yönetebiliyor? Sokol'un bir formülü var ve bunu *Pleased but Not Satisfied* başlıklı kitabında anlatıyor. (Kendi parasıyla yayınladığı kitabını bütün yöneticilerin eline tutuşturuyor).

Toplam 129 sayfalık bu kısa ve özlü çalışma Sokol'un 6 kuralını anlatıyor: Operasyonda mükemmellik, dürüstlük, müşteri taahhüdü, çalışan taahhüdü, finansal güç ve çevreye saygı. Bunların yönetim işinin basmakalıp kuralları olduğu doğru; fakat Sokol bu kuralları elini uzattığı -gerekirse sıkıca kavradığı- her iş organizasyonuna öyle sert ve tutarlı uyguluyor ki, her seferinde Warren Buffett gibi birinin bile hoşuna gidecek sonuçlar elde ediyor.

Sokol aynı anda üç şirketi yönetmenin bir başka püf noktasının, birinci sınıf yönetici asistanlarını işe almak ve onlardan azami düzeyde yararlanmak olduğunu söylüyor. "Çoğu kişi asistanlarını telefon açmak,

mektupları yazdırmak ve dosyalamak için çalıştırıyor,” diyor ve şöyle devam ediyor: “Benimkiler bu işlere en fazla zamanlarının üçte birini ayırıyorlar. Onlar benim kafamın içini okuyorlar.” Sokol’un şirketler ve onların başındaki yöneticiler için koyduğu bütün hedefleri yakından takip ederek kendisine haftada bir kez güncelleme sunuyorlar.

Asistanları Sokol’un bir toplantıya geç kalmayı hiç sevmediğini, saygısızlık olarak gördüğünü de biliyorlar. Herhangi bir iş beklendiği gibi gitmediğinde ekstra zaman yaratıyorlar, fakat bir yerde yarım saat erken olması gerekirse bunu da sağlıyorlar.

Sokol’un çocukluğu böylesine başarılı bir kariyere dair pek az ipucu içeriyor. Omaha’da, kendi ifadesiyle, “kentin yanlış yakasında” büyümüş. Nebraska Üniversitesi’nde doktor olmak istemiş, fakat ilk kez bir kadavra gördüğünde bayılıp kafasını mermer bir masanın köşesine çarpmış. Babası nazikçe, ağabeyinin izinden gidip inşaat mühendisliği okumasını tavsiye etmiş.

Mezuniyetinden dört yıl sonra, 1982’de, Citicorp’un New York City bürosunda danışman olarak işe girerek, büyük çaplı atık-enerji projelerine yatırım yapmaları konusunda müşterilerine tavsiyeler vermeye başlamış. Çok geçmeden Ogden Martin adlı atık enerji şirketinin başına geçmesi teklif edilmiş ve bu fikir aklını çelmiş. İleride bugünkü MidAmerican haline gelecek olan Walter Scott’a katılincaya kadar da Ogden Martin’i NewYork Borsası’nda işlem gören bir şirket haline getirmiş.

Sokol’un sicili kusursuz, arada bir-iki atışı sayıya çevirememiş olsa bile. Sokol 2000’lerin başında, bugün muhtemelen kariyerinin en büyük hatası olarak gördüğü bir işe girişmiş. MidAmerican’ın California’daki jeotermal kuyularından birinde yeni bir çinko çıkarma yöntemini uygulamaya koymak için büyük bir yatırım yapmış. Laboratuvar deneylerinde gayet güzel sonuç veren bu teknoloji sahada uygulandığında başarısızlıkla sonuçlanmış ve MidAmerican’ı 200 milyon dolar zararla karşı karşıya bırakmış. Geriye dönüp baktığında, daha fazla pilot çalışma yapmış olması gerektiğini düşünüyor. “Yaptığım en kötü hata,” diyor, “içgüdülerimi dinlememek oldu. Projeyi onayladığım zaman bunun bir hata olduğunu midemin tam ortasında hissetmiştim. O zamandan beri de genç yöneticilere hep bunu öğretirim. Bedeninizin verdiği sesleri dinlemek

son derece önemlidir, özellikle de size bir şeyi yapmamanızı söylüyorlarsa.” Kötü haberi Buffett’a verdiğinde, patron “Bunu alışkanlık haline getirme,” demiş yalnızca.

Geçtiğimiz nisan ayında Omaha’da bir yargıç, şirketin 1990’larda Filipinler’de yürüttüğü bir hidroenerji projesinde azınlık hissedarlarını uzaklaştırmaya zorlamak için gelecekteki kârlarını “bilerek ve isteyerek” yanlış hesapladığına hüküm vererek MidAmerican’ı 32 milyon dolar tazminat cezasına çarptırdığında Sokol’un canı bir kez daha sıkılmış. Sokol karara şiddetle karşı çıkıyor ve şirket temyize gidiyor.

Fakat bu gibi aksiliklere rağmen Sokol, Buffett’ın Mr. Fix’i. Ne zaman Berkshire makinasının bir yeri arıza yapsa, Buffett tamire onu gönderiyor. Peki David Sokol paraşütüyle indiğinde ne mi oluyor? Netjets’in hikâyesini hatırlayalım.

2009 yılı Ağustos ayı ortalarında Netjets hem para hem de müşteri kaybediyordu. Şirketin kurucusu ve CEO’su Rich Santulli istifasını vermiş, Buffett da kabul etmişti. Buffett, Santulli’yi arkadaş olarak severdi, hatta Berkshire’nın 2003 yıllık raporunda onu “olağanüstü CEO” olarak tanımlamıştı.

Goldman Sachs’da çalışmış eski bir bankacı olan Santulli 1986 yılında hisseli jet mülkiyeti sektörünü yaratmıştı; 2009 yılı itibarıyla Netjets’in 842 uçağı, 3500 pilotu ve 3,1 milyar dolar kazancı vardı. Karşılıklı olarak eleştiri getirmeme anlaşması imzaladığını belirten Santulli bu makaleyle ilgili yorum yapmamayı tercih etti.

Çoğu kişinin özel uçağını yılda birkaç yüz saat kullandığını gören Santulli hisseli mülkiyet kavramını yaratmıştı. Neden olmasın diye düşünmüştü, hem uçak sahibi olmanın ağır maliyetini hafifletecek, hem de pilot çalıştırma ve uçağın bakımı gibi zorlukları çözecekti. Bugün bir Netjets müşterisi tipik olarak bir jetin sekizde birini belli bir süre için, örneğin beş yıllığına satın alıyor. Operasyonlar için de ayrıca bir saatine 5.000 dolar ödüyor. Netjets dev bir filo olduğu için uçak sahiplerinin yalnızca 4 saat önceden haber vermeleri yeterli. Kendi uçağı olmasa bile aynı model başka bir uçak tahsis ediliyor.

Buffett ve ailesi dışında Berkshire’nın pek çok üst düzey yöneticisi de uzun zamandır Netjets’in mutlu müşterileri arasında yer alıyorlar. Buffett

şirketi o kadar çok seviyor ki, Berkshire'ın yıllık toplantılarında uçakları sergileyip hissedarlarına pazarlamak hoşuna gidiyor. Aynı zamanda Fruit of the Loom'un da sahibi olan Buffett, 2001 yıllık raporunda "Bir uçağın bir bölümünü alırsanız, yanında üçlü don veya boxer paketi bile verebiliriz," diye yazmıştı. Fakat Buffett 1998 yılında 725 milyon dolar karşılığında Netjets'i girişimcisinden satın aldığı günden bu yana Berkshire'ın yatırdığı parayı geri alamadığı gibi, o rakamın yanına bile yaklaşamadı.

Hisseli-jet işi havayolu şirketi yönetmek gibi, sadece çok daha karmaşık. Uçuş haberini dört saat önce aldığınız bir yolcuyu gideceği varış noktasına uçurmanız gerektiğini düşünün. Yalnızca elinizde uçak olması yetmiyor, pilotların, uçuş görevlilerinin, bakım ekibinin ve yiyecek-içecek servislerinin de doğru zamanda doğru yerde bulunması gerekiyor. Netjets yalnızca pilotların eğitimine yılda 100 milyon dolar harcıyor. Columbus'daki merkez ofiste uçuşların iptaline neden olabilecek hava koşullarını belirlemek üzere meteorologlar çalışıyor.

Ayrıca Netjets'lerin hali vakti hayli yerinde müşterileri istediklerini almaya alışmış kişiler. Bir G-5 sahibi kahvesini yalnızca beyaz strafor bardakta içiyor ve mürettebatın bardakları çabucak bulup koltuğunun yanında hazır etmesi gerekiyor. Netjets'de görevli bir pilot, bir yolcusunu saç kesimi için Denver'dan Los Angeles'a götürüp getirdiğini anımsıyor. Yolcu bir kanişmiş. Uçuşun maliyeti ise 32.000 dolar.

Geçen yıl ağustos ayındaki finansal çöküş Netjets'i de vurdu. Bazı üst düzey yöneticiler 50 milyon dolarlık Gulfstream'e binerken görünmek istemediler (Detroitli CEO'lar Kongre'nin iflastan kurtarma planlarını ele aldığı oturumlara özel uçakla gitmenin bir faydasını görmediler.) Bazılarının da parası çıkmadı. Netjets sözleşmeleri bir hak sahibinin payını piyasa rayici üzerinden geri alma garantisi veriyor. Sıkışmış Wall Street titanları evlerini, sanat eserlerini veya atlarını satamadılar, fakat Berkshire jetlerini geri almayı garanti etmişti. Hak sahipleri hisselerini satmaya başladılar ve görülmemiş düzeyde bir satış furyası yaşandı. O dönemde görev yapmış olan eski bir üst düzey yönetici "Uçurumun kenarında durmuş aşağı bakıyorduk. Grafikler lunaparklardaki hız trenleri gibi baş aşağı inişe geçmişti," diyor. Netjets'in aktifinde çok sayıda uçak vardı ve uçakların değeri bazı durumlarda satın alırken ödenen fiyatın yüzde 40 altına inmişti.

Durum giderek daha da vahimleşirken Sokol CEO olarak Santulli'nin yerine geçti. Ağustos ayı başında durumu görmek için Netjets'in Columbus'daki merkezine acil iniş yapan Sokol şirket içinde iki büyük problem belirledi. Birincisi, çok fazla yeni uçak alınmıştı ve bu da borçların roket gibi fırlamasına neden olmuştu. İkincisi, Netjets yönetimi, Sokol'a göre etkin olamayacak kadar gayri resmi örgütlenmişti. Sokol yazmış olduğu yönetim kitabını tek tek ellerine tutuşturmaya başladı. Fakat Netjets'de işleri rayına koymanın düşündüğünden zor olacağını anlaması uzun sürmedi.

Santulli karizmatik bir liderdi ve 25 yıl boyunca Netjets'de güçlü bir kültür inşa etmişti. Çalışanların çoğu şirketi aile olarak görüyor, bu karmaşık işin her gün aksamadan devam etmesi için ekstra miller yapmaktan yüksünmüyordu. Yardıma ihtiyacınız varsa, yardım ediliyordu. Çalışanlar birbirinin yerine mesai yapıyordu.

Sokol'un önündeki zorluk, şirketi tanımlayan bu birlik ve beraberlik ruhunu bozmadan Netjets'i kökten değiştirmekti. Fakat üst yönetim işleri bu haliyle seviyordu. Sokol toplantılarda uçakları satmayı veya harcamaları kısmayı öneriyor, yöneticiler geri püskürtüyordu. Çok geçmeden Sokol hayal kırıklığına uğramaya başladı. O dönemde şirketin yan birimi Netjets Aviation'ı yöneten Bill Olsen, "David'in önerilere, eleştirel tartışmaya ve yapıcı eleştiriye açık olmadığı sır değildi. Bir toplantıda ona karşı gelseniz size öldürecek gibi bakardı ve hızla gözünden düşerdiniz." (Olsen yönetimden ayrılmış ve Netjets'de pilot olarak çalışmaya geri dönmüş.) Sokol yanıt veriyor: "Bu kesinlikle doğru değil. Benim yönetim tarzım işbirliğine dayanıyor."

Karşı saldırılara rağmen Sokol bildiği yolda yürüdü, yeni uçak siparişlerini iptal ettirip eskileri elden çıkardı ve borcu 1,9 milyar dolardan 1,3 milyar dolara indirdi. Operasyonları kârlı hale getirebilmek için maliyetlerden de 100 milyon dolar kesinti yaptı. İşe önce alt dallardaki meyvelerden başladı: Maliyetlerdeki kesintinin 30 milyon dolarını uçakların bedava kullanımını iptal ederek sağladı. Eski yönetim çoğu kez bir film yıldızı, şarkıcı veya şirkete yakın birinin promosyon amaçlı bedava uçuşuna ya da üyelikte sınıf atlamasına izin veriyordu. "Bu promosyonlarda 30 milyon dolarlık maliyete karşılık aldığımız değer 2 ila 3 milyon

dolar arasında değişiyordu,” diyor Sokol. Bir sonraki adımı şirketin her yıl Las Vegas’ta müşterileri için düzenlediği pahalı poker turnuvasını iptal etmek oldu.

Sonra işten çıkarmalar geldi. Santulli personel sayısını zaten yüzde 4 civarında azaltmıştı. Sokol yüzde 5 daha kesti, 500 pilotu süresiz izine gönderdi ve toplam personel sayısını 6.400’e indirdi. Sokol, Netjets’in daha az uçağı olduğu için artık bu kadar çalışana ihtiyacı olmadığını söylüyor. Fakat üst düzey yöneticilerin çoğu hizmet kalitesinin düşeceğini savunarak işten çıkarma operasyonunun boyutuna şiddetle karşı çıktı. Çok geçmeden üst düzey yönetim ekibinin yaklaşık yarısının gitmesine izin verildi. Diğerleri yeni görevlere atandı veya eski işlerinde bırakıldı.

Sokol şirkete yeni bir düzen getirme zamanının çoktan gelmiş olduğunu söylüyor. “İşlevini kaybetmiş bir yönetimde çok nazik olabilecek bir şey vardır, bu da insanları ölçmenin fazlasıyla zor olmasıdır,” diyor. “Karşınızdakiler kendi kendilerinin sırtlarını sıvazlayıp çok iyi iş çıkardıklarını söylerler, oysa gerçekte ne yaptıklarını ölçmenin yolu yoktur. Bir Netjets yöneticisinin kendi satış bölgesi para kaybetmekte olduğu halde hâlâ mülti milyon dolar ikramiye aldığını gördük.”

Üst yönetimi tasfiye eden Sokol üç üst düzey Netjets yöneticisini terfi ettirdi, üç tane de dışarıdan aldı. “Netjets’de üst kademe kalabalıktı ve iyi bir örgüt yapısı yoktu. Çalışanlara sorumluluk vermeli, hem açık hem de gerçekleştirilebilir hedefler belirlemeliydim. Kimin ne yaptığını netleştirmemiz gerekiyordu,” diyor.

Eski rejimde hizmet ve maliyetler bir noktaya kadar ölçülüyordu, fakat tüm organizasyon içinde tepeden tırnağa bir ölçüm gerçekleşmiyordu. Uzun zamandır Netjets’te çalışan ve Sokol’un Netjets Kuzey Amerika başkanlığına terfi ettirdiği Bill Noe şöyle açıklıyor: “Eskiden üst yönetimde herkes odasında oturuyor ve “Hedefimiz şu, yaptığımız da bu,” diyordu. Fakat ikinci kattaki alacaklardan sorumlu çalışan neler olduğunu biliyor muydu? Muhtemelen hayır.”

Sokol ekibini şirketin yaptığı her işi, uçuş zamanlarından fatura kesmeye, yiyecek-içecek kalitesine kadar her şeyi tek tek ölçmek üzere eğitti. “Bir hata yaptığımızda,” diyor, “o hatayı neden yaptığımızı inceliyoruz ve düzeltmenin bir yolu varsa, sorunu çözecek bir sistemi devreye

sokarak düzeltiyoruz.” Bir süre önce, Fort Lauderdale’de küçük bir özel hava alanına iniş yapmakta olan bir Netjets müşterisi Fort Lauderdale International’da bir kiralık arabaya ihtiyacı olduğunu söylemiş. Müşterinin hatası, ama sonuç olarak Netjets servis görevlisi arabayı temin edememiş. Sokol’un ekibi o günden sonra yazılım sistemini düzeltmiş, böylece araba ve havaalanı eşleşmediği zaman hizmet görevlisi artık o rezervasyonu yapamıyor. Sokol şöyle diyor: “Uçuşlarımızda rezervasyonlarla ilgili hata oranımız yüzde 0,5’in altında. Bu oran yüzde 0,5’e çıkarsa çok yüksek demektir.”

Sokol müşteri hizmetleri satış ve pazarlamayı da tek bir grup haline getirerek, pay sahiplerinin ihtiyaçlarını çok iyi bilen ve birimler arası çalışan ekipler oluşturmuş. Sık sık alan toplantılarına katılan veya müşterileri karşılayan hizmet görevlileri, Bay X’in havyar veya Zero Cola sevdiğini biliyor ve bu bilgiyi şirketin her müşteri için tuttuğu dosyaya ekliyor. Netjets başkan yardımcısı Adam Johnson şöyle diyor: “Pay sahibini tanımak, yıldönümlerini, doğum günlerini bilmek bile güçlü ilişkiler kurmamızı sağlıyor.”

Sokol Netjets’in eski şirket kültürünün uzun vadeli planlamadan ziyade kısa zamanda hızlı büyümeye odaklanmış olduğunu söylüyor. Kendisi ise gelecekteki yeni uçak ihtiyacından uçak yakıtı fiyatlarına, enflasyona ve Çin gibi yeni piyasalara kadar her şeyi içeren beş ve 10 yıllık kapsamlı planlar oluşturmuş. Netjets baş hukuk müşaviri Jordan Hansell bu planların faydasını şöyle anlatıyor: “Ekonomi, iş planlama, yönetmelikler hakkında bir dizi açık ve net varsayım belirliyorsunuz. Bu sizi bazı kararlarınızı değiştirebilecek önemli faktörleri sorgulamaya zorluyor. Sürprizlerin azalmasını sağlıyor.”

Bazı eski Netjets yöneticilerinin kendisine duydukları kinle bir söz dalaşı başlatmaları -kısmen Buffett’ın biyografisini yazan Alice Schroeder’in websitesinde- Sokol’u şaşırtıyor. En sert eleştirenlerden biri de Netjets’in kurucu ortaklarından Jim Jacobs. Yönetim kurulu başkan yardımcılığı görevinden ocak ayında ayrılan Jacobs, Sokol’un maliyet kesme operasyonunun hizmet kalitesinden ödün vermek anlamına geldiğini ve müşterilerin bundan yakındığını, çoğunun da ayrıldığını öne sürüyor: “Biz franchise değerimizi ve altın yumurtlayan kaz olma yeteneğimizi

koruyorduk. Biz paniklemedik ve geri getirmenin bir servete malolacağı pilotlarımızı işten atmadık. Filomuzun yaşlanmaması ve onları uçurmanın daha pahalıya malolmaması için yeni uçak siparişlerini iptal etmedik. Etkili insanlar ağımıza* son vermedik. Netjets'de hiç kimse şirketi nasıl yöneteceği hakkında hiçbir şey bilmiyor.”

Personel kesintisini eleştiren Jacobs 2009'daki 711 milyon dolar zararın büyük bölümünün nakit olmadığı söylüyor ve şirketin yeni bir mülkiyet hissesi satamasa dahi 2010 yılında 70 milyon dolar pozitif nakit akışına doğru gitmekte olduğuna işaret ediyor. Kesintilerin Netjets'i “eski halinin zayıf bir gölgesi”ne dönüştürdüğünü söylüyor.

“Gülünç,” diye karşılık veriyor Sokol. “Yaptığım bütün şirket alımlarında ve şirketlere gerçekleştirdiğim gezilerde, bulundukları pozisyonlardan ayrıldıklarında dışarı çıkıp dedikodu yaymaya, müşterileri aramaya ve şirkete zarar vermeye çalışan üst düzey insanlar görmedim. Bu korkunç bir şey, çünkü kendilerine ve şirketin çalışanlarına zarar veriyorlar.”

Burada önemli olan kuşkusuz Buffett'ın verdiği hüküm, o da sonuçtan memnun ve tatmin olmuş görünüyor. “Dave şimdi çok iyi para kazanıyor, üstelik bu paralar elden çıkardığı uçaklardan gelmiyor,” diyor Buffett. “Netjets bu yıl vergi öncesi 200 milyon dolar kazanacak gibi duruyor. Bu, bugüne dek görmediğim olağanüstü bir yönetim başarısı. Havacılık sektörü toparlandığında yılda 500 milyon dolar kazanan bir şirket olabilir.”

Sokol bu şirket turunu da büyük ölçüde tamamladığını düşünüyor. Yeni yönetim ekibindeki 6 üst düzey yöneticiden birini yakında, belki de yıl sonundan itibaren CEO pozisyonuna terfi ettirmeyi umuyor. Şimdi soru şu: Omaha'dan bir daha ne zaman telefon gelecek ve Sokol bu kez nereye acil iniş yapacak?

* Etkili insan ağı: Etkili veya nüfuzlu kişilerden bir ağı oluşturarak herhangi bir ürün veya hizmetin kulaktan kulağa yayılması esasına dayanan satış ve pazarlama stratejisi. (Cn.)

BAĞIŞ TAAHHÜDÜ

Warren Buffett'ın Haziran 2010'da Bill ve Melinda Gates Vakfı ile diğer dört vakfa (bkz. sayfa 377) yaptığı büyük bağışı açıklamasından tam dört yıl sonra, Buffett ve Gates'ler başlattıkları Bağış Taahhüdü kampanyasıyla -servetlerinin ne kadarını bağışlayacakları konusunda milyarderlerin düşünce ufkunu genişletmeyi amaçlayan girişim- yardımseverlik sahnesine görkemli bir dönüş yaptılar. Fortune bu büyük haberi kapağa çıkardı. Kapak dosyasında aşağıda okuyacağınız makale ile Buffett'ın kişisel bağış taahhüdü (bkz. sayfa 455) yer alıyordu. Buffett'ın kişisel taahhüdü Fortune ile eş zamanlı olarak kampanya için hazırlanan çiçeği burnunda web sitesine de yerleştirilmişti.

Haberin yayınlanmasından üç ay önce, Bağış Taahhüdü kampanyasının nasıl ve ne zaman başlatılacağı kesinlik kazanmamışken, hatta o noktada henüz bir adı bile yokken, Bill Gates ve Warren Buffett fikir alışverişinde bulunmak üzere Omaha havaalanı yakınlarında bir öğle yemeği yemişlerdi. Planlarından biraz haberim vardı, dolayısıyla da fotoğraf almanın uygun olacağını düşündüm. Bu fikrimi genel yayın yönetmenim Andy Serwer ile paylaşarak insanlığa yardım yolunda önemli bir köşe taşı olabileceğini söyledim ve habere onay çıktı. Böylece haziran ayında bu kapak dosyasını yayınladık; Warren ve Bill'in Omaha yakınlarındaki bir lokantada, Hollywood Diner'da öğle yemeği yerken çekilmiş fotoğrafını da kapağa yerleştirdik. Bir süredir ülke dışında bulunan Bill bu buluşma için çok uzun yol katetmiş, Warren ise kent merkezindeki ofisinden kendi kullandığı otomobiliyle gelmişti.

Eylül 2012 itibarıyla Bağış Taahhüdü kampanyasında 92 imza vardı (eşleri hariç). Buffett ve Gates çiftinin kafasındaki hedefin çok daba

geniş bir süper zenginler koleksiyonu -yani Forbes 400- olduğunu düşünürsek imza sayısı epey artacak görünüyor. Fakat Buffett kendi adına, şu anda imza vermiş olan grubun bile Bağış Taahhüdü kampanyası için büyük bir başarı olduğuna inanıyor. "Ben 92 imzanın çok altını bile başarı görürdüm," diyor. "Hatta servetlerinin ne kadarını bağışlamaları gerektiği konusunda bazı insanların düşünce biçimini değiştirdiğimizi biliyorum, hatta birkaç örnekte epey değiştiler."

Buffett ve Gates Bağış Taahhüdü kampanyasını mirasın kan bağı yoluyla intikâl ettiği ve insanlığa yardım konusunun yoksula yardım düzeyinde kaldığı topraklara da yaymak için Hindistan ve Çin de de yemekler düzenlediler ve o davetlere şahsen katıldılar. Mart 2011'de Hindistan'da düzenlenen yemekte iş dünyasından ve devlet makamlarından kalabalık bir grup bir araya geldi. Bu yüzden de bulunduğumuz noktada Bağış Taahhüdü felsefesinin nerelere kadar yayılabileceği hiç belli değil. — CL.

600 milyar dolarlık çağrı

5 Temmuz 2010

CAROL LOOMIS

Bir yıl kadar önce, Mayıs 2009'da basına bir haber sızdı: Amerika'nın iki süper zengini Bill Gates ve Warren Buffett New-York'ta özel bir milyarderler yemeği düzenlemişler ve bizzat katılmışlardı. Habere göre ev sahipliğini David Rockefeller'ın yaptığı, Belediye Başkanı Michael Bloomberg ile Oprah Winfrey'in de katıldığı yemeğin ana teması insanlığa yardımdı.

Basının bütün ısrarlarına rağmen Buffett da Gates de söylentilerle ilgili yorum yapmadı. Fakat onların bu sessizliği basının geceyle ilgili bazı yorumlar üretmesine kesinlikle engel olmadı: *The Chronicle of Philanthropy* buluşmayı "tarihte ilk" olarak tanımladı; gerek *ABC News*, gerekse *Houston Chronicle* bunu "gizli kapaklı bir iş" olarak tanımlamayı

tercih ettiler; bir New York dergisinde Oprah'ın karşısında mest olmuş George Soros'un karikatürü vardı. Bir radyo karanlık bir tablo çizmişti: "Hanımefendiler, Beyefendiler, burnumuzun dibinde bir yaramazlık yapılıyor ve bu hiçbirimiz için iyiye işaret etmiyor." Bill&Melinda Gates Vakfı'nın eski CEO'su Patty Stonesifer, "Hayır, hayır," dedi gülerek. New York'taki yemeğe katılan ve söylentilerle mücadele etmek için istemeyerek de olsa öne çıkmak zorunda kalan Stonesifer *Seattle Times*'a yaptığı açıklamada toplantıyı, "sadece bir grup dost ve iş arkadaşının insanlığı yardım konusunda 'fikirlerini paylaştığı' bir etkinlik," olarak tanımladı.

Gerçekten de öyleydi. Fakat fikirlerin paylaşıldığı bu tartışma ortamı -ilk kez bu yazıda her yönüyle anlatılacak- bağışların düzeyini artırarak Amerikalıların yardımseverlik davranışını büyük çapta değiştirme potansiyeli içeriyor. Gates çifti ve Buffett o yemekle tarihteki en büyük fon toplama kampanyası olarak adlandırabileceğimiz çok büyük bir girişimi başlattılar. Her türden bağışçıya kollarını açıyorlar. Fakat doğrudan hedefleri milyarderler ve bu kampanyanın onların her türden bağış ve yardımlarını büyük ölçüde artırmasını diliyorlar. New York'taki buluşmada bu dilek rakamsal olarak ifade edilmedi. Fakat o ilk buluşmanın ardından gelen iki yemek davetinde (bu kez basına sızmadı) Warren Buffett, Bill Gates ve eşi Melinda hedefi belirlediler: Süper zenginlere ulaşmak istiyorlar ve *Forbes* 400'den başlayarak Amerika'nın en büyük servet sahiplerinin yaşarken veya vefatlarında net varlıklarının en az yüzde 50'sini bağışlamayı taahhüt etmelerini -kelimenin gerçek anlamında *taahhüt*- hedefliyorlar.

Hiç kuşkusuz bu plan bağış ve yardımlara akan dolarlarda çok büyük bir sıçrama yaratacak, fakat gerçekleşecek sıçramanın boyutu şu anda hepimiz için bir bilmece ve sonucu zaman içinde göreceğiz. Şu anda okumakta olduğunuz habere ilişkin birkaç sözle başlayalım. Buffett ile Melinda-Bill Gates çiftinin başlattıkları girişim ilk kez bu yazıyla halka açıklanıyor. *Fortune* projenin dışarı sızmasını izleyen son birkaç ay içinde, hem bu dev girişimin üç mimarıyla hem de Gates/Buffett kampanyasına imza veren bir grup milyarderle söyleşiler gerçekleştirdi.

Bu yazı bir anlamda Buffett'ın kapakta yer aldığı diğer iki *Fortune* makalesinin bir yankısı. İlk yazı 1986 yılında "*Hepsini çocuklara mı bı-*

rakmalı?” başlığıyla yayınlanmıştı. 2006 yılında yayınlanan ikinci yazı ise Buffett'ın Berkshire Hathaway'deki servetini kademeli olarak Bill&Melinda Gates Vakfı başta olmak üzere beş vakfa aktarma niyetini açıklıyordu. (Buffett'ın servetini nasıl dağıtacağına ilişkin düşüncelerini bu makaleyi izleyen (bkz. sayfa 455) *“İnsanlığa yardım taabbüdüm”* başlıklı yazısında görebilirsiniz.)

O günden bu yana geçen 4 yılda Buffett vakfa 6,4 milyar dolar bağışladı ve önümüzdeki yaz yapacağı 2010 bağışı bu rakamın dışındaydı. Bill ve Melinda Gates Vakfı aynı dönemde Buffett'ın parasına Gates'lerden gelen çok büyük bağışları da ekleyerek yıllık bağış miktarını 3 milyar dolara çıkardı ve bunun büyük bölümü dünya sağlığına ayrıldı. Küçük bir örnek: Gates Vakfı'nın büyük destek verdiği Sıtma İlaçları Girişimi, tadı güzel sıtma haplarının üretilmesinde ve 24 ülkede milyonlarca çocuğa -hastalığın bir numaralı kurbanları- dağıtılmasında ilaç şirketi Novartis ile birlikte çalıştı.

2006 tarihli Buffett makalesiyle ilgili ikinci nokta, uzun zamandır *Fortune* editörü olan bendeniz Carol Loomis tarafından yazılmış olması. Ayrıca Buffett'ın çok eski dostuyum ve Berkshire hissedarlarına yazdığı yıllık mektupların da editörüyüm. Eşim John Loomis ve ben Buffett aracılığıyla tanıştığımız Melinda ve Bill Gates ile sosyal ortamlarda da bir araya geliyoruz. Loomis takımı olarak zaman zaman Warren ve Bill'e karşı briç bile oynuyoruz.

Bütün bunları söyledikten sonra, Gates/Buffett kampanyasının insanlığa yardım anlamında neler kazandıracağına bakalım. Bu kazanımın boyutu, her şeyden önce bir gizem perdesinin kaldırılmasına bağlı: Amerika'nın zenginleri şu anda ne kadar bağış yapıyor? Çoğu rakam vermiyor ve dışarıdan birilerinin de örtüyü aralayıp ardındaki sırrı açığa çıkarması mümkün değil.

İşte bu yüzden *Forbes* 400 listesi hem cesur bir deneme, hem de bize karakterler ve net varlıkları konusunda iyi bir tahmin imkânı sağlıyor. (Buffett listede olması gereken ama görünmeyen en az iki Berkshire hissedarı olduğunu söylüyor). Bill Gates daha kısa bir cümleyle özetliyor: “Liste tam doğru değil.”

Derginin listede yer alan kişilerin beyanlarına dayanarak verdiği bilgi-

ye göre, *Forbes* 400'ün 2009'daki net varlıkları yaklaşık 1,2 trilyon dolar civarında. Dolayısıyla da, eğer bu 400 kişi yaşarken veya vefatları halinde net varlıklarının yüzde 50'sini bağışlasalar rakam 600 milyar dolar olur. Buffett ile Gates çiftinin nasıl devasa bir miktara öncülük ettiğini düşünebilirsiniz, üstelik onlar bu rakama minimum gözüyle bakıyorlar.

Forbes 400'ü bir kenara bırakıp ABD İç Gelir İdaresi'nin hem yıllık bağış hem de veraset ve intikâl verilerine baktığımızda büyük servet sahiplerinin halen bu 600 milyar dolarlık rakamdan ne kadar uzak olduklarını gösteren bir tablo çıkıyor karşımıza. Genel olarak Amerikalılarla ilgili hayranlık duyulacak bir olguyla başlayalım: Amerikalılar yılda 300 milyar dolar civarında bağış yaparak yardımseverlikte tüm ülkeleri geride bırakıyorlar.

Bu miktarın bir bölümü kişilerin doldurduğu vergi beyannamelerinde bağış olarak belirtiliyor. Fakat alt gelir düzeylerinde vergi mükellefleri standart yolu seçerek madde madde döküm yapmıyor. 2007 yılından bir örnek verirse (elimizdeki son veri) 10 milyon dolar veya üzerinde brüt gelir bildiren 18.394 bireysel vergi mükellefi toplamda 32,8 milyar dolar bağış beyan etmiş; bir başka ifadeyle, bu kesim 562 milyar dolarlık toplam brüt gelirinin yüzde 5,84'ünü bağış ve yardımlara aktarmış.

Peki ya milyarderler? Bu soruya cevap verecek en güzel tablo -kusursuz olmasa da- ABD İç Gelir İdaresi'nin neredeyse 20 yıldır açıkladığı en çok vergi veren 400 bireysel vergi mükellefi ile ilgili istatistiklerde ortaya çıkıyor ve elbette bu bambaşka bir dünya. *Forbes*'un her yıl yayınladığı liste hükümetin bu özel sayıda vatandaşı takibe alma kararını hızlandırmış olabilir de olmayabilir de. Her koşulda, 400'lük iki liste örtüşse bile aynı olamaz elbette. Çünkü Gelir İdaresi'nin (IRS) verileri gelirleri içeriyor, net varlığı değil.

Gelir İdaresi'nin verilerine göre 2007 yılında 400 büyük vergi mükellefinin düzeltilmiş toplam geliri 138 milyar dolar ve bu toplamdan 11 milyar dolar, yani yaklaşık % 8 gibi bir oran bağış ve hibe olarak düşülmüş. Ancak hemen eklemeliyiz ki, düşülen bu miktarın yukarı doğru düzeltilmesi gerekir, çünkü istatistik Buffett'ın o yıl Gates Vakfı'na bağışladığı 1,8 milyar dolar dahil bazı büyük bağışlarla sınırlı tutulmuş olabilir.

Fakat böyle bile olsa, 11 milyon doların 15 milyar doların üzerinde

çıkabileceğini düşünmek çok zor. Eğer 15 milyar doları makûl bir tahmin olarak kabul edersek, bu rakam bize 400 büyük vergi mükellefinin gelirlerinin yüzde 11'ini bağış ve yardımlara verdiklerini gösterir; yüzde 10'dan bir çentik* yukarıda.

Yıllık bağışlarla ilgili bu veriler büyük resmi kaçırıyor olabilir mi? Büyük servet sahiplerinin net varlıklarını ömürleri boyunca oluşturduklarını ve sonra da vasiyetnamelerinde büyük çaplı bağışlara yer verdiklerini düşünebilirsiniz. Ancak veraset ve intikâl vergisi verileri, 2008 istatistiklerinin de gösterdiği gibi o senaryoyu ne yazık ki öldürüyor. Veriler 2008 yılında 38.000 kişinin veraset ve intikâl beyannamesi verdiğini ve mükelleflerin beyan ettiği brüt intikâl tutarının 229 milyar dolar olduğunu gösteriyor. Bu vergi mükelleflerinin beşte dördü vefatlarında hibe veya bağış yapmamış. Vasiyetname yoluyla bağış yapan 7.214 kişi 28 milyar dolar hibe etmiş. Bu da 38.000 kişiden intikâl eden 229 milyar dolarlık toplam brüt miktarın yalnızca % 12'sini oluşturuyor.

Bu veriler, büyük servet sahiplerinin şu anda vermekte oldukları miktar ile Gates çifti ve Buffett'ın düşündüğü miktar arasında -net varlığın yüzde 50'si veya fazlası- çok büyük bir uçuruma işaret ediyor.

Buffett ve Gates çiftinin başlattığı kampanyanın ilk etkinliği Mayıs 2009'da düzenlenen milyarderler toplantısıydı, isterseniz ilk akşam yemeği” de diyebilirsiniz. Gates çifti yemeğin temasını belirleme işini Buffett'a bırakmıştı. Tema çabucak belirlenmişti: Kendini bu işe adanmış bir grup yardımsever kampanyanın kulaktan kulağa yayılmasını sağlayacak stratejileri tartışmak üzere bir araya geliyordu. Organizasyon işini ise Gates çifti üstlenmişti. “Bu yemeği organize etme işi Warren'a kalsaydı hiçbir zaman gerçekleşmeyebilirdi” diyor Bill Gates muzip bir gülümsemeyle. Buffett ise ofisinde yeni bir dosyaya şimdiden bir isim karalamış bile: “Büyük Bağışçılar.”

Buffett'ın yeni dosyaya yerleştirdiği ilk şey, Gates ile birlikte yazdıkları ve yardımseverlerin duayeni David Rockefeller'den toplantıya ev sa-

* Yazar burada Musevilikte “sadaka” olarak bilinen dini şarta gönderme yapıyor. İslâm'ın beş şartından biri olan zekâtın Musevilikteki karşılığı olan sadaka, kişinin her yıl varlığının yüzde 10'unu ihtiyacı olanlara bağışlamasını öngörüyor. (Ç.n.)

** İlk Akşam Yemeği: Leonardo da Vinci'nin “Son Akşam Yemeği” adlı tablosuna gönderme yapıyor. (Ç.n.)

hipliği yapmasını istedikleri 4 Mart tarihli mektuptu. Şu anda 95 yaşında olan Rockefeller, *Fortune*'a bu ricanın "sürpriz ama zevk" olduğunu söyledi. Etkinliğin mekânı olarak 70 yıl boyunca yönetim kurulunda görev yaptığı New York'taki Rockefeller Üniversitesi'nin şık ve çok özel binasını, Başkan'ın Evi'ni seçmişti. Toplantıda kendisine 68 yaşındaki oğlu David Jr. eşlik edecekti.

Bill Gates'in özel ricasıyla etkinliğin tarihi 5 Mayıs saat 15.00 olarak planlandı. Ailesiyle birlikte üç aydır Avrupa'da olan Bill Gates bu toplantıyı ABD'ye yapacağı kısa bir seyahate denk getirmek istemişti. Melinda üç çocuğuyla Avrupa'da kalmayı tercih ettiği için bu ilk akşam yemeğine katılmadı, fakat kendini ikincisine mutlaka katılmak üzere ayarladı. (Gates'ler bu kampanyaya tamamen kişisel bir girişim olarak yaklaşıyorlar ve hiçbir şekilde Gates Vakfı'nın bir projesi olarak görmüyorlardı.)

Melinda ayrıca en başından itibaren yemeklere eşlerin de davet edilmesinde ısrarcı davrandı, konunun çiftlerin her ikisini de ilgilendirdiğini düşünüyordu: "Parayı sadece erkek kazanmış olsa bile kapı girişini tutan kadındır, giren çıkanı kadın denetler. Ayrıca her koşulda bir yardım planına kadının da dahil olması gerekir, çünkü sonuç hem kendisini hem de çocuklarını etkileyecektir."

24 Mart tarihli davetiyeler gönderilirken liste bilerek geniş tutulmuş ve gelmesi beklenmeyen kişiler de davet edilmişti. Fakat 5 Mayıs günü toplantıda hazır bulunan ev sahipleri ve konukların ekonomik değeri etkileyiciydi: Hepsinin net varlıklarını topladığınızda belki de 130 milyar dolar gibi bir rakam ortaya çıkıyordu ve her birinin ciddi bir bağış geçmişi vardı. Yarı gözlemci olarak tanımlayabileceğimiz Patty Stonesifer ve David Rockefeller Jr.'ı saymazsak, baba Rockefeller, Buffett ve Gates dışında 14 kişi katılmıştı yemeğe. Yerel konuklar arasında Belediye Başkanı Bloomberg; üç Wall Street'li, "Pete" Peterson, Julian Robertson ve George Soros; Duty Free Shoppers'ın büyük ortaklarından Charles "Chuck" Feeney de oradaydı. Bugüne dek Atlantic Philanthropies unvanlı vakıf aracılığıyla 5 milyar dolar bağışlamış olan Feeney 1997 yılında *Forbes* 400'de liste dışı kaldığı zaman dergi bu durumu her zaman kullanmadığı bir ifade ile açıklamıştı: "Varlıklarının büyük bölümünü yardım kuruluşlarına bağışladı."

Kent dışından gelenler arasında Oprah, Ted Turner, California'dan iki çift, Los Angeles'ın büyük yardımseverleri Eli ve Edythe Broad çifti ile servetlerini Cisco Systems ile yapmış olan Silicon Vadisi'nin tanınmış çifti John ve Tashia Morgridge vardı. Gerek Broad'lar gerekse Morgridges çifti bu seyahatin planlarına uygun olmadığını belirterek davete katılıp katılmayacakları konusunda net bir yanıt vermemişlerdi. Fakat mektubun altındaki imzalar yabana atılacak cinsten değildi; soldan sağa, Rockefeller, Gates, Buffett. "Etkileyici" diye düşünmüştü Eli Broad.

Böylece randevu günü kendilerini büyük bir konferans masasının çevresinde oturur bulan Broad'lar, şimdi ne olacak diye düşünüyorlardı. Mesaj esas olarak Buffett'tan gelmişti, Rockefeller Jr.'ın dediği gibi, Buffett mizah duygusu ve hazır cevaplığı ile toplantıya "renk katıyordu." Rockefeller Jr. o gün Buffett'ın ortamı "fazla kasvetli" olmaktan çıkardığını ve "fazla ego tatmini"ne izin vermediğini anımsıyor. Topu oyuna sokarken yardımseverliğin tanımıyla söze giren ve bu toplantının bir "keşif" buluşması olduğunu vurgulayan Buffett, masaları tek tek dolaşarak davetlilerin her birine insanlığa yardım konusundaki düşüncelerini ve bu hareketin nasıl gelişip büyüebileceğini sormuştu.

Sonuç 12 hikâyeydi, her biri 15 dakikadan 3 saat. Fakat *Fortune*'un görüşlerini aldığı katılımcıların hepsi bildikleri hikâyeleri bile ilginç ve heyecanlı bulmuşlardı. David Rockefeller Sr. yardımseverliği babasının ve dedesinin dizlerinin dibinde öğrendiğini söylemişti.

Ted Turner Birleşmiş Milletler'e 1 milyar doları hiç düşünmeden nasıl verdiğine ilişkin sık anlattığı hikâyeyi tekrarlamıştı. Bazıları küçük miktarlarda bağış yaparken birdenbire büyük çaplı bir taahhüde sıçramanın duygusal zorluklarından söz etmişlerdi. Bazıları da büyük bağışların çocuklarını olumsuz etkiyebileceğini anlatmışlardı (Buffett daha sonra bu toplantıyı hatırladığında kendisini psikiyatr gibi hissettiğini söyleyip gülmüştü).

Bu hikâyelerde dile getirilen bağış ve yardımlar geniş bir yelpazeye yayılıyordu: Eğitim, tekrar tekrar öne çıkıyordu; kültür; hastaneler ve sağlık; çevre; kamu politikası; ve yoksullar.

Etkinliği genel olarak "son derece ilginç" bulan Bill Gates, bağış ve yardım misyonlarının çeşitliliğinin hayranlık verici olduğunu söyledi: "Amerikalıların bağışlarının çeşitliliği, güzelliğimizin bir parçası," dedi.

Yemeğe geçildiğinde sohbet özellikle zenginlerin bağışlarının nasıl artırılabilirliği konusuna odaklandı. Fikirler geldikçe büyük yardımseverlerin ulusal düzeyde tanınması (başkanın madalya vermesi mesela), bir film çekilmesi, rehber kitap basılması, zenginler konferansı gibi görüşler ortaya atıldı. Kimse “taahhütten” söz etmiyordu. Oğul Rockefeller, “Babamın ve benim yemekten çıkardığımız en önemli sonuç, o odadaki kilerin çoğunun bağışlarını artırmaları için çok çaba harcamak gerekecekti.”

Yemeğin tabii ki beklenmeyen bir finali oldu: Sızıntı. Çok büyük olasılıkla haberi Chuck Feeney sızdırmıştı, sızıntıyı yayan da eski arkadaşı ve IrishCentral.com adlı tanınmamış bir sitenin New York’lu yayıncısı Niall O’Dowd idi. (*Fortune* Feeney’e ulaşamadı; O’Dowd ise “Teyit edemem” dedi.) Toplantıdan iki hafta sonra, 18 Mayıs günü IrishCentral.com DÜNYANIN EN ZENGİNLERİNİN NEW YORK’TAKİ GİZLİ BULUŞMASI başlıklı 14 kısa paragraflık bir yazı yayınladı. Bu yazıyla birlikte sitenin ünü aniden tavan yaptı ve bütün basın haberi kaptığı gibi dörtlüğe koşmaya başladı.

IrishCentral web sitesinde yayınlanan yazıda yemeğe hangi Rockefeller’ın katıldığı konusunda bir karışıklık sergileniyordu, ama biri hariç diğer tüm katılımcıların isimleri sıralanıyordu. İsmi geçmeyen kişi Feeney idi, anlaşılan adının geçmemesinin daha çok şüphe çekeceğini düşünmemişti. İsmi gizli kalması kaydıyla konuştuğu anlaşılan Feeney, Gates’i gecenin en etkileyici konuşmacısı; Turner’ı en açıksözlü (sürpriz!); Buffett’ı da gündemini değiştirmeye en istekli kişi olarak tanımlamıştı. İkinci cümle Feeney’in övgüyle söz ettiği diğer konuklar karşısında büyülendiğini gösteriyordu: “Hepsi oradaydı, büyük ve iyi adamlar.”

Sızıntının en büyük etkisi bağış kampanyasında ertesi yıl boyunca “hatların kesilmesi” oldu, Gates cephesi olayı böyle tanımladı. Fakat eylem devam ediyordu, yurt dışında birkaç küçük yemek organize edildi. Bill ve Melinda Gates Londra’da bir akşam yemeğine ev sahipliği yaptılar; Bill, Hindistan ve Çin’de birkaç yemek düzenledi. Yabancı ülkelerde bağış çitasını yükseltmek özellikle zor: Miraslar geniş ölçüde aile içinde paylaşılıyor; vergi yasaları bağış ve yardımlar için indirim sağlamıyor; ba-

ğış yapılacak kurum ve örgütlerin yetersizliğı insanları yardım yapmanın o kadar da gerekli olmadığını düşünmeye yöneltiyor. Fakat Gates çifti ve Buffett'ın ABD'de yürüttükleri kampanyada başarılı oldukları takdirde yurt dışındaki çabalarını da sürdürecekleri kesin.

Durum böyleyken geçtiğimiz yaz ve sonbahara girdiğimizde Buffett ve Gates'lerin kampanyanın nasıl yapılandırılacağı konusunda hâlâ somut bir planları yoktu. Bu boşlukta bağış "taahhüdü" fikri öne çıkarak güç kazandı. Yeni yemekler düzenlemek faydalı olacaktı. Melinda'nın ifadesiyle, kampanyanın üç öncüsü bu yemeklerle "bağış taahhüdü" fikrini suyun üzerinde tutup "yüzdürecekler" ve sonra da kanatlanıp kanatlanmayacağını hep birlikte görecektik.

Böylece ABD'de ikinci ve üçüncü yemekler yapıldı; fakat hat kesilmesi kulaklara küpe olduğu için konukların çoğunun isimleri gizli tutuldu. Gates'in bir sözcüsü, "Zengin ve nüfuzlu insanlar bağış konusunda fikirlerini paylaşmaya açık olabilirler, ama böyle bir taahhüde girmek istememeleri halinde isimlerinin ortaya çıkmasından utanacaklardır. Bu yüzden de gizlilik esas," dedi.

Yine de bazı katılımcıların isimleri biliniyor. Geçtiğimiz kasım ayında New York Halk Kütüphanesi'nde düzenlenen ikinci akşam yemeğinin tanınmış yardımseverleri arasında New Yorklu yatırım bankacısı Kenneth Langone ve eşi Elaine ile Philadelphia'dan H.F. "Gerry" Lenfest ile eşi Marguerite vardı. Pennsylvania'daki kablolu televizyon şirketini kendisi ve ailesi adına 2000 yılında 1,2 milyar dolara Comcast'a satan Lenfest, servetinin büyük bölümünü bu satışla edinmişti. Satışın hemen ardından da aldığı paranın büyük bölümünü yaşarken bağışlayacağına yemin etmişti. Bugün 80 yaşında olan Lenfest, şu ana kadar 800 milyon dolar bağışladı. Lenfest'in bağışlarının büyük bölümü kendisinin eğitim görmüş olduğu okullara (Columbia Hukuk Fakültesi, Washington ve Lee Üniversitesi ve Mercersburg Akademisi) aktarıldı.

Lenfest'i kasım yemeğinde en çok mutlu eden an Buffett'ın gecenin en iyi fikrinin Marguerite Lenfest'ten geldiğini açıklaması olmuştu. Marguerite Lenfest'e göre, zenginler önce oturup kendilerinin ve soylarından gelenlerin ne kadar paraya ihtiyacı olduğuna karar vermeli, sonra da kalanıyla ne yapmak istediklerini düşünmeliydi. Lenfest'in ifadesiyle:

“Buffett ve Gates’in en büyük değeri, insanları böyle oturtup düşünmelerini sağlamaları”.

Üçüncü yemek aralık ayında Menlo Park, California’daki Rosewood Sand Hill otelinde gerçekleştirildi; Körfez Bölgesi yemeği olarak bilinse de eğlence dünyasından bazı isimler de dahil ülkenin dört bir yanından konuklar vardı. Katılımcılar arasında Kleiner Perkins’den John Doerr ve eşi Ann ile yemeğin mekânını seçen Morgridges çifti gibi tanınmış yardımseverler bulunuyordu. Melinda Gates bu yemeğin ilk iki etkinlikten daha farklı olduğunu, birkaç kişi büyük servetlere görece yeni ulaşmış olduğundan bağış konusundaki fikirlerinin henüz oluşmakta olduğunu söylüyor. Sohbet saatler sürdü, o kadar uzadı ki yemek için hazırlanan biftek sofraya aşırı pişmiş geldi. Bu durumun Rosewood yönetimini korkuttuğu öğrenildi. Dogwood salonundaki kalabalığı kaybetmek istemeyeceklerini fark etmiş olabiliyorlardı.

Yemek insanların bağış ve yardımlar konusundaki bazı korkularını da ortaya çıkardı. Büyük bağışlarla halka gitmek huzurunuzu nasıl etkileyecek? Yardım kuruluşları sürekli kapınızı aşındırmayacak mı? Çoğu kez dipsiz bir kuyuya para atmak gibi görünen uluslararası bağışlarla nasıl başa çıkacaksınız?

Gates’ler bunların yerinde kaygılar olduğunu söylüyorlar, insanların paralarını kazanırken akıllı davrandıkları gibi, şimdi verirken de akıllı olmak istediklerini belirtiyorlar. Fakat bu sorular Gates çiftini insanlığa yardım getirdiği büyük tatmini anlatmaya devam etmekten ve bu konuda yılmadan çalışmayı sürdürmekten alıkoymuyor. “Bu yemeklerde” diyor Bill, “hiç kimse çıkıp da bu zamana kadar gerekenden daha fazla bağış yaptığını söylemedi.”

O yemeklerde “bağış taahhüdü” fikri eleştirilmedi de. Diğer bir deyişle, hoş bir biçimde “yüzdürüldü”. Böylece 2010 yılı geldiğinde “bağış taahhüdü” fikri bir strateji olarak şekillenmişti.

Bu fikrin mimarları daha fazlasını isteseler de, net varlığın yüzde 50’sini hedeflemek mevcut koşullarda ayakları yere basan bir fikirdi; alabilecekleri miktar bu görünüyordu, en azından başlangıçta. Bu arada bağış taahhütnameleri hiçbir zaman yasal sözleşmeler olarak görülmez, daha çok hem hatırlanmak hem de ciddiye alınmak için yazılı olarak ka-

yıt altına alınan ahlâki yükümlülüklerdir. Bugüne kadar açıklanmış bağış taahhütnamelerini Melinda Gates'in gözetiminde kurulan Givingpledge.org web sitesinde görebilirsiniz. Seattlelı dostları tarafından alt edilmezse şu anda % 99 ile Buffett'ın taahhütnamesi birinci sırada bulunuyor.

Gates'ler ve Buffett büyük bağışçıları arama misyonuna önderlik etmekten coşku duyuyorlar, ama kuvvetli destekçilere sahip, elbirliğiyle çalışan güçlü bir örgüt oluşturmak istiyorlar. Şu anda en az % 50'yi taahhüt edenler Broad'lar, Doerr'ler, Lenfest'ler ve Morgridge'ler. Bu makalenin online yayınlanmasıyla birlikte, kampanyanın üç öncüsü "muhtemel" milyarderlere e-postalar gönderecekler ve telefonla arayacaklar. Biraz daha sonra, bağış taahhüdünde bulunanların hepsi daha çok sayıda milyardere mektup göndererek büyümekte olan bu kalabalığa katılmalarını isteyebilirler. Sonbaharda Büyük Bağışçılar konferansı bile toplanabilir.

Bu girişimde başarıyı tanımlamak yıllar alabilir, fakat üç öncünün de konuyla ilgili düşünceleri var. Buffett her zenginin parasıyla ne yapacağını düşündüğünü biliyor: "Bu konuda henüz bir karar vermemiş olabilirler, ama kesinlikle düşünmüşlerdir. Bizim onlardan istediğimiz bağış taahhüdü bu konuyu bir kez daha enine boyuna düşüncelerini sağlayacak." Buffett paralarıyla ne yapacakları konusundaki kararı erteleyen zenginleri özellikle uyarıyor: "Nihai bir vasiyetname hazırlamak için 90'larını beklerlerse, beyin güçlerinin ve iradelerinin bugünkünden daha iyi olma şansı sıfır."

Bill Gates %50'yi daha yüksek katılımı teşvik edecek "düşük bir çıta" olarak görüyor. İnsanların şimdilik % 50 oranıyla başlayabileceklerini, sonra daha yüksek düzeylere çıktıklarını görüp şaşırabileceklerini söylüyor. "Bu başka bir aleme girmek," diyor Gates ve her şeyin rayına oturmasının zaman alacağını söylüyor.

Melinda Gates yakın ile uzak vadeyi birbirinden ayırıyor. İnsanların bağış yapmamaları için nedenleri olduğunu söylüyor: Ölümlemleri planlamak istemiyorlar; bütün bu işlerle ilgilenecek birini çalıştırmaları gerektiğini düşünüp endişeleniyorlar; bazen de bütün bunları düşünmek için acele etmek istemiyorlar sadece. Bu yüzden de bağış taahhüdü kampanyasının başlangıçtaki amacının bu güçlüklerin üstesinden gelmek ve insanları paralarını bağışlama yörüngesine sokmak olduğunu düşünüyor.

Peki ya sonra? “Yola çıkışımızdan üç veya beş yıl sonra önemli sayıda milyarderin imza vermiş olması gerek. O zaman başardık demektir.”

Toplum burada yardım eden değil yararlanan konumunda, küçük miktarlar bile bir yarayı saracak. Bu tür bir taahhüdün ne anlama geldiğini belki de yalnızca çok zenginler anlamayacak. Kim bilir belki de verecek daha az parası olanlar da birdenbire ne kadar doğru bir şey yaptıklarını düşünmelerini sağlayacak daha çok neden bulacaklar.

İnsanlığa yardım taahhüdüm

5 Temmuz 2010

WARREN BUFFETT

Berkshire Hathaway'deki hisselerimin tamamını kademeli olarak yardım vakıflarına aktaracağıma dair 2006 yılında bir söz verdim. Bu karar beni bundan daha fazla mutlu edemezdi. Şimdi, Bill ve Melinda Gates ile ben yüzlerce zengin Amerikalıdan servetlerinin en az %50'sini yardım kuruluşları ve sivil toplum örgütlerine bağışlama taahhüdünde bulunmalarını istiyoruz. Bu yüzden amaçlarımızı yinelemenin ve bunların arkasındaki düşüncelerimi açıklamamın uygun olduğunu düşünüyorum.

Önce taahhüdüm: Servetimin % 99'u yaşadığım süre içinde veya ölümünden itibaren insanlığa yardıma gidecek. Dolar olarak ölçüldüğünde, bu büyük bir taahhüt. Fakat bir karşılaştırma yapıldığında, birçok insan her gün toplamda daha fazlasını bağışlıyor.

Düzenli olarak kiliselere, okullara ve diğer kurumlara katkı sağlayan milyonlarca insan, aksi halde kendi ailelerinin yararlanacağı fonlardan feragat ediyor. Bu insanların bir yardım çanağına attıkları veya United Way'e verdikleri paralar sinemaya gitmekten, dışarıda yemek yemekten veya diğer kişisel zevklerinden vazgeçmek anlamına geliyor. Tersine, bu % 99'luk taahhüdü yerine getirirken ben ve ailem ihtiyaç duyduğumuz veya istediğimiz hiçbir şeyden vazgeçmeyeceğiz.

Dahası, bu taahhüt en değerli varlık olan zaman anlamında bir katkı yapmamı gerektirmiyor. Çoğu insan, üç çocuğum dahil -bunu söylemekten gurur duyuyorum- başkalarına yardım etmeye çok büyük zaman ve emek harcıyorlar. Bu tarz bağışlar çoğu kez paradan çok daha değerli. Yaşam mücadelesi veren bir çocuk şefkatli bir akıl hocasının sevgisiyle bakılıp büyütüldüğünde, bir çekle bahşedilebilecek olandan çok daha büyük bir armağan almış olur. Kız kardeşim Doris her gün kişiye özel teke tek yardımlara uzun zaman ayırıyor. Ben böyle bir şeyi pek az yaptım.

Fakat benim yapabileceğim, bir deste Berkshire Hathaway hisse senedini -nakde çevrildiğinde geniş yelpazeli bir dizi kaynak oluşturabilecek çekler- almak ve hayatta kısa çöpü çekme talihsizliğini yaşayan başka insanlara fayda sağlamalarına tahsis etmek. Bugüne dek hisselerimin %20'si dağıtıldı (rahmetli eşim Susan Buffett'ın bana verdikleri dahil) ve elimdeki hisselerin her yıl yaklaşık %4'ünü dağıtmaya devam edeceğim. Vasiyetimin yürürlüğe girdiği andan itibaren en geç 10 yıl içinde Berkshire'da bana ait olan bütün hisseler yardım amaçlı harcanacak.

Bu taahhüt benim de çocuklarımin da yaşam tarzını hiçbir şekilde etkileyemeyecek. Onlar şu ana kadar kişisel kullanımları için büyük miktarlar aldılar ve gelecekte yine alacaklar. Rahat ve üretken yaşamlar sürüyorlar. Ben de muhtemelen isteyebileceğim her şeyi bana veren bir yaşam sürmeye devam edeceğim.

Bazı maddi şeyler yaşamımı daha keyifli kılıyor; fakat birçoğu da hiç zevk vermiyor. Pahalı bir özel uçağım olduğu için mutluyum, ama yarım düzine ev sırtımda yük olurdu. Çoğu kez geniş bir mülkiyet koleksiyonunu, sonunda sahibini sahipleniyor. En değer verdiğim varlık, sağlığımın yanında, ilginç, farklı ve eski dostlarımdır.

Benim servetim Amerika'da yaşamak, biraz şans ve bileşik faizin kombinasyonuyla geldi. Gerek çocuklarım gerekse ben piyangoyu doğarken kazandık. (Yeni başlayanlar için söyleyeyim, 1930 yılında ABD'de doğma olasılığım 30'da 1'di. Erkek ve beyaz olmam Amerikalıların büyük çoğunluğunun karşı karşıya olduğu çok büyük engelleri ortadan kaldırdı.)

Benim şansım bazen çarpık sonuçlar üretse de genel anlamda ülkemize iyi hizmet eden bir serbest pazar sisteminde yaşamış olmamla arttı. Bir savaş alanında başkalarının hayatlarını kurtaranları madalyayla, bü-

yük bir öğretmeni velilerin teşekkür notlarıyla ödüllendiren, ama menkul değerlerdeki yanlış fiyatlanmayı belirleyenleri milyarlara varan toplam- larla ödüllendiren bir ekonomide çalıştım. Kısacası, kaderin insanlara uzun çöp dağıtımı aşırı derecede değişken.

Ailemle benim olağanüstü iyi talihimize duyduğumuz tepki suçluluk değil, daha ziyade minnettarlık. Yaşamlarımız boyunca paramızın % 1'in- den fazlasını kullanmış olsak, ne mutluluğumuz ne de refah düzeyimiz artardı. Kalan % 99 ise tam tersine diğerlerinin sağlık ve refahı üzerinde muazzam bir etki yaratacak. Bu gerçek bana ve aileme tek bir istikamet sunuyor: Makul bir düzeyde ihtiyacımız olanı kendimize ayırmak ve ka- lanını, ihtiyaçları için topluma dağıtmak. Bağış taahhüdümle bu istikame- te doğru yola çıkmış bulunuyoruz.

Genç Buffett Pekin'i fethediyor

17 Ekim 2001

BILL POWELL

2010 yapımı bir film “Çocuklar İyi” diyordu. Warren Buffett'in üç “çocuğu” da aynı şekilde gayet iyi. Susie 59, Howard 57 ve Peter 54 yaşında. Omaha'daki devlet okullarından mezun olan ve anne babalarının tüm servetlerini çocuklarına bırakmama konusundaki kesin tutumlarını erken yaşta öğrenen bu “çocuklar” çok uzun zaman önce büyüyüp kendi kariyer yollarında yürüten saygın birer yurttaş oldular. Bugün üçünün de anne-babalarının parasıyla finanse edilen vakıfları yönettiği doğru, ayrıcalıklılara mahsus bir uğraş. Fakat üçü de akıllıca bağış yapmanın olağanüstü zor olduğunu biliyor ve bu işe ciddi biçimde sarılmış durumda. Susie'nin vakfı öncelikle balen yaşamını sürdürdüğü Omaha'da okul öncesi eğitim faaliyetlerini destekliyor. Decatur, Illinois'teki evinin yakınlarında bir çiftlik işleten Howard Afrika'nın kırsal kesimlerinde yaşayan yoksulların yaşamlarını iyileştirmeye odaklanmış durumda. New York'ta yaşayan Peter ile eşi Jennifer ise dünyanın her yerinde çok sayıda kadının hayatını iyileştirmeye çalışıyor.

Fortune aşağıda okuyacağınız makaleyi Peter Buffett'ın 2010 yılında basılan *Life Is What You Make It* (Yaşamınızı Kendiniz Belirlersiniz) adlı kitabının Çin'de olağanüstü başarı kazanması üzerine yayınlamıştı. Makale yayınlandığı sırada kitabın çevirisi Çin'de 320.000 adet satmıştı, 2012 yılı ortasında ise bu rakam 400.000'e yükseldi. Peter'ın başarısı babasının Çin'deki itibarına kesinlikle gölge düşürmedi. Warren Buffett Çin'de “bisse senedi tanrısı” olarak tanınıyor ve her hamlesi yakından takip ediliyor. Fakat Peter'ın prestijli Stanford'dan ayrılıp cebinde çok da

* Filmin orijinal adı “The Kids Are All Right” idi. Türkiye'de İki Kadın Bir Erkek adıyla gösterime girdi. (Ç.n)

büyük paralar olmadan belirsiz bir kariyerin peşinden gitmesi, böyle bir riski almasına inanamayan Çinli gençlerin zihninde yer etti.

Howard Buffett da kitap yazıyor; 2013'te yayınlanması planlanan kitabında çiftçiliğe nasıl yöneldiğini ve Afrika'nın tarımsal sorunları konusunda nasıl uzman haline geldiğini anlatıyor. Susie Buffett kitap yazmıyor, en azından şimdilik. Susie'nin Omaha'da, aile içinde özel bir yeri var, bütün önemli konularda babasıyla en etkin iletişimi kuran o. Örneğin kişisel güvenlik sistemlerinde sorun mu var? Warren'ın değil ayrıntılara, güvenlik sisteminin varlığına bile tabammülü yok. Ayrıntıları Susie üstleniyor ve güvenlik işi hallediliyor. — CL.

Nüfusu 1,3 milyarı aşan bir ülke konusunda genellemeler yapmak -ve bunu yumuşak bir dille ifade etmek- bazen zordur, hatta zor demek bile hafif kalır. Fakat bir risk alalım ve Çin'in para takıntılı bir ülke olarak tanımlanmasına pek az kişinin itiraz edeceğini söyleyelim. Dönüşümün simgesi olarak görülen Çin lideri Deng Xiaoping'in yıllar önce söylediği belki de en meşhur sözü zenginliğe dair: "Zengin olmak muhteşem bir şeydir." Çinliler Warren Buffett'a müthiş ilgi gösteriyorlar, ona "hisse senedi tanrısı" diyorlar. Buffett ne zaman Çin'e gitse medya her hareketini yakından takip ediyor, her sözünü haber yapıyor. Buffett ile ilgili Çinceye çevrilmiş 40'ın üzerinde kitap var.

Warren'ın Çin'deki şöhreti, 53 yaşındaki mütevazı oğlu Peter Buffett'ın son zamanlarda Çin'de kendi başına yükselen bir yıldız haline gelmesini oldukça ilginç kılıyor. Peter Buffett'ın Çin'de böylesine meşhur olmasının nedeni, Çinlilerin Warren'ın yatırım yeteneğinin DNA aracılığıyla oğluna miras kaldığını düşünmesi değil. Peter Buffett başarılı bir müzisyen ve besteci; televizyon ve sinema filmleri için partiyonlar besteliyor (*Kurtlarla Dans* filminin müziği öne çıkan çalışmalarından biri) ve konserlerinde New Age müziği icra ediyor. Çin'deki en son konserini ağustos ayında Pekin'in Tanglewood'u" diyebileceğimiz müzik festivalin-

** Tanglewood Müzik Festivali: Massachusetts eyaletinin batısındaki Berkshire tepelerinde, Tanglewood malikanesinde her yaz düzenlenen dünyaca ünlü müzik festivali. Buffett'ın şirketi Berkshire Hathaway'ın ilk merkezi bu bölgedeydi. (Ç.n.)

de verdi. Konser yeni açılan, Çin Seddi'ne sırtını vermiş görkemli açık hava mekânında gerçekleşti.

Fakat Pekin ne kadar olsa Marin County* ile bir tutulamaz. Bugün Çin'de New Age müziği ancak bir yere kadar dinlenebilir. Çinlilerin -özellikle öğrencilerin ve genç profesyonellerin- Peter Buffett'a bu kadar ilgi göstermesi, yalnızca müziğinden değil yaşamla ilgili tavsiyeler vermesinden de kaynaklanıyor. Üstelik verdiği temel mesaj -esas itibarıyla para her şey değildir- bugünlerde Çin'de oldukça mantıksız görülürken, yani tam da bam teline dokunurken. Warren Buffett'ın bir rock yıldızı kadar meşhur olması Çin'in bugünkü durumuna ilişkin bazı şeyler anlatıyor; Peter'in kazandığı başarı ise ülkenin gittiği yöne dair bir şeyler söyleyebilir.

Bu yılın başlarında Pekin'deki bir yayıncı Çin'de Buffett ile ilgili her şeye büyük talep olduğunu ve bundan yararlanmayı düşünerek Peter'in 2010'da yazdığı *Life Is What You Make It: Find Your Own Path to Fulfillment* (Yaşamınızı Kendiniz Belirlersiniz: Mutluluğun Yolunu Bulun) adlı kitabını Çince yayınladı. ABD'de makûl sayıda satan kitap mart ayında Çin'de satışa çıktı. Çince *Be Yourself* (Kendin Ol) başlığını taşıyan kitap ağustos sonuna kadar 320.000 adet satılmıştı; 1,3 milyar nüfuslu bir ülkede bile muazzam bir sayı. Buffett'ın Çinli yayıncısı New World Press'in baş editörü Zhang Haióu bahar ve yaz aylarında internetten günde 1.000 kitap sattıklarını söylüyor. Zhang, "Elbette en iyi sonucu almayı umuyorduk, ama bu satış rakamına gerçekten hayret ettik," diyor.

Peter Buffett geçen bahar aylarında dört kentte promosyon gezilerine çıktı ve ABD'de sık sık yaptığı gibi müziğiyle mesajını birleştirdi. (Etkinliklere "Konser ve Konuşma" adı veriliyor.) Elektronik ve basılı medya ile -ulusal ve yerel- 25 röportaj yaptı, bunlardan biri de öğrenciler ve genç profesyoneller arasında en önemli medya alanı haline gelen Sina.com'un mikroblogunda (Twitter'in Çin versiyonu) yaptığı web sohbetiydi.

Bu, Peter Buffett'ın Çin'e yaptığı ikinci ziyaret. Babasının Çin'deki statüsünü bildiğini ama bu boyutta olabileceğini düşünemediğini söylüyor. Ağustos ayında Çin Seddi konserinden bir gün önce Pekin'de bir otelde

* California eyaletinde yaz aylarında kalabalık açık hava konserlerinin verildiği bir ilçe (Ç.n.)

otururken resepsiyonda gördüğü yoğunluk karşısında çok şaşırılmış. “Beklediğim tam olarak böyle bir şey değildi,” diyor gülerek. “Sanki bir başkanlık kampanyası veya benzer bir şey vardı. Her yer gazeteci kaynıyordu.”

Peter Andrew Buffett “hisse senedi tanrısı” ile rahmetli Susan Buffett’ın -annesi 2004’te öldü- ikinci oğulları olsa da, yıldız muamelesi görmeye alışkın olmadığını hatırlamanız gerek. Aslına bakarsanız yıldız olmaktan çok uzak. Eşi Jennifer ile birlikte New York City’de bir evleri var, ama zamanlarının çoğunu şehrin 90 mil kuzeyindeki sessiz Ulster County, N.Y.’da geçiriyorlar. (Çiftin çocuğu yok.) Peter müzik kariyerini sürdürürken, diğer iki kardeşi gibi babasının Berkshire Hathaway’daki hisseleriyle cömert bir biçimde finanse ettiği kendi yardım vakfını yönetiyor. (Ablası Susie hâlâ Omaha’da yaşıyor ve kendi yardım faaliyetleriyle ilgileniyor; ağabeyi Howard, Decatur, Illionis’de çiftlik işletiyor.) Peter Buffett hakkındaki en önemli şey, kesinlikle normal görünmesi. İnanmak zor olsa da durum bu. İyi yetişmiş, cana yakın, hiçbir gerginlik veya güvensizlik belirtisi göstermeyen biri. “Oh, evet,” diyor, “Bunu sürekli söylerler. Warren Buffett’ın oğlusunuz ve bu kadar normalsiniz.”

Her yerdeki dinleyicileri, kaçınılmaz olarak, onun nasıl böyle biri olduğunu merak ediyor. Fakat Çin’deki merak alışılmışın dışında. Peter Buffett kendisini dinlemeye gelenlere babasıyla ilgili bir şeyi hatırlatmayı seviyor: Çocukluğunda -Warren Buffett Amerika’nın ekonomi kâhini, Başkan danışmanı ve bunalımdaki bir ülkeye her şeyin kaybedilmediği güvencesini veren makalelerin yazarı olmadan çok önce- babasının oldukça başarılı ama büyük ölçüde tanınmamış bir yatırımcı olduğunu anlatıyor onlara. Yalnızca yastığının altında Graham ve Dodd kitabıyla uyuyan insanların tanıyıp saygı duyduğu sıradan bir adam olduğunu söylüyor. Aslında şu anda da aynı adam.

Peter’in babasının servetinin yüklü bir kısmını bir başka aşırı zengin, Bill Gates’in yönettiği vakfa bağışlayacağını duyurması Çinlilerin merakını daha da artırmış görünüyor. Çoğunluk, “Bunu çocuklarına niçin yapıyor?” diye düşünüyor. Tercümede büyük ölçüde kaybolan gerçek şu ki, yaşlı Buffett bir ilke doğrultusunda hareket ediyor: Çocuklarına “her şeyi yapmalarına yetecek kadar” para vermeyi doğru buluyor, “hiçbir şey yapmamalarına yol açacak kadar” değil.

Fakat 320.000'lik satış rakamı tek başına meraktan kaynaklanamaz. Editörü Zhang, "Buffett'in mesajındaki bir şeyler genç Çinliler arasında kesinlikle yankı uyandırıyor," diyor. Bu mesaj Peter'in biyografisinin ayrılmaz parçası. Dinleyicilerine kendini bildi bileli müziği sevdiğini söylüyor. Geçen bahar CCTV'de yayınlanan bir röportajda sunucuya, "Annem konuşmaya başlamadan önce şarkı söylediğimi anlatırdı," demiş. (Babasının biraz ukulele çaldığı biliniyor.) İyi bir öğrenciymiş, Stanford Üniversitesi'ne girmiş. Ama özellikle kariyer odaklı olmadığı gibi Graham ve Dodd ile de ilgilenmiyormuş. Üniversitenin ilk bir buçuk yılında, sonu "giriş" veya "loji" ile biten her dersi aldığını söylüyor.

Sonra -genç Çinli dinleyicilerin kulaklarına inanamayıp kendisine yüklendiği yer tam da burası- okulu bırakmış. Müzikte kariyer yapmak istediğine karar vermiş. "Bütün yaşamım tam burnumun ucundaydı," diyor. Bunun üzerine, "büyükbabamdan kalan küçük mirasla San Francisco'da bir apartman dairesi satın aldım ve bu alanda başarıya ulaşmaya çalıştım." Çoğu şaşkına dönmüş dinleyicilerine, annesiyle babasının bunu normal karşıladığını söylüyor. Teşvik etmişler, ama açıkça "Başaramayabilirsin de, iyi şanslar!" demişler. İki yıl içinde doğru seçimi yaptığından emin olmuş: "Artık canlı müzik yapabileceğimi biliyordum."

Peter Buffett'in Çin'deki tüm etkinliklerde tekrarladığı nokta, Stanford'u bırakıp müzikte başarı kazanmaya çalışmasının aslında babasının yaptığıyla aynı şey olduğu. "Babam ne yapmak istediğini daha erken anlamıştı ve onu yaptı, bugün de yapmaya devam ediyor," diyor. "Bu yüzden dinleyicilere [Çin'de] hem babamın hem de benim aslında yaşamak için aynı şeyi yaptığımızı söylüyorum. İkimiz de sevdiğimiz şeyi yapıyoruz."

Bu sözler Amerikalılara klişe gibi gelebilir. Bazıları alaycı bir dille, "Hadi canım, baban Warren Buffett ise istediğini yapmak çok daha kolaydır," diyebilir. Ama Çinli dinleyiciler böyle tepki vermiyor. Çin'deki dinleyicilerin çoğu şaşkırmış durumda ve bu şaşkınlığın nedenleri gayet anlaşılır. Dış dünya Çin'i yükselen bir güç olarak görüyor, bu ülkenin içinde bulunduğu ekonomik devrimin tersine dönmesinin olanaksız olduğunu düşünüyor. Bu yeterince doğru olabilir. Fakat bütün o şatafatlı istatistiklere rağmen Çin ekonomisinde aynı zamanda düdüklü tencere

gibi içten içe bir basınç birikmesi var. Üniversiteye gitmek isteyen çocuklar, iyi bir okula kabul edilme umuduyla günde 14 ila 18 saat ders çalışıyor. Girerlerse, ilk yıllarda bir ana dal seçmek zorundalar. Yukarı doğru çıkan bir yürüyen merdiven üzerindeler -bu durumun yürüyen merdivende olmaktan daha iyi olduğu da yeterince doğru- ve o merdivenden ayrılamıyorlar. Genel olarak bir öğrenci mezun olup istediği işe girse bile çok iyi bir maaş alamıyor ve uzun saatler çalışmak zorunda kalıyor. Üstüne üstlük, bugünün genç işçilerinin çoğu Çin'in tek çocuk politikasının çocukları. Bu da, emekli olduklarında ebeveynlerinin bakımından yalnızca onların sorumlu olacağı anlamına geliyor. Yirmili yaşlardaki Çinlileri derinliğine araştırmış olan Şanghay'daki Ogilvy & Mather'ın üst düzey yöneticilerinden Edward Bell, kısacası diyor, "bu yalnızca sakin kalabilmek için depara kalkması gereken bir kuşak. Ben buna Stres Kuşağı diyorum."

Peter Buffett bu sıkıntıdan istifade ediyor. Çin'deki birçok genç profesyonel gibi Tian Li Feng de Peter Buffett'ın konuşmasının böylesine başarılı bulunmasına işte bu yüzden şaşırıyor. Bir yıl önce Pekin'de işletme fakültesinin finans bölümünden mezun olan Feng, şu anda Çin'de büyük bir devlet bankası olan Bank of Communications'ta çalışıyor. Peter'in babasına büyük hayranlık duyduğu için -"Sanırım onunla ilgili tüm kitapları okudum," diyor- geçen bahar neyle karşılaşacağını bilmeden Peter Buffett'ın konuşmasını dinlemeye gitmiş. "Etkilendim," diyor. "Özellikle müzik kariyeri için Stanford'dan ayrılmasını anlattığında." Başını sallayarak ekliyor, "Böylesine prestijli bir okulu..."

Peter Buffett kaleme aldığı deneyimlerin ve kariyerini yönlendiren dürtülerin Amerikalılara özgü olduğunu biliyor. Aynı zamanda eğer ismi Smith veya Jones olsaydı Çin'de hiç kimsenin ilgisini çekmeyeceğini bilecek kadar özgüvenli ve kendini öne çıkarmayan biri. Fakat Çin konusunda acemi olsa da olmasa da, "Burası ışık hızıyla hareket eden bir yer, öyle ki birçok genç insan iyice düşünme şansına sahip değil," demektedir haklı.

Bankacı Tian, "Sanırım ailem bunları [onun yaptıklarını] yapmama asla izin vermezdi," diyor. "Fakat belki bir gün," diye yumuşak bir biçimde ekliyor, "benim çocuklarım bu şansa sahip olabilir." Böyle olursa, Peter Buffett Çin'e babası kadar zengin bir miras bırakabilir.

Çin'de bağış krizi

17 EKİM 2011

Bill Powell'ın tek sütun yazısı

Geçen yıl Warren Buffett ve Bill Gates tartışma yaratmasını hiçbir şekilde beklemedikleri bir gerekçeyle Pekin'i ziyaret ettiler. Bir grup zengin, başarılı Çinli işadamı ile özel bir akşam yemeği yiyecek ve onlarla masum görünen bir konuyu konuşacaklardı: Yardım Faaliyetlerini. Çinli blog dünyası yemeğin haberini aldı ve gezeliğe koyuldu. Peter Buffett, "Söylenenlerin hepsi olumlu değildi," diyor.

Peter Buffett Çin'de yaşanan durumu yumuşak bir dille ifade ediyor. Paralarını yardım faaliyetlerine bağışlayan zengin adamlar ABD'de tartışma yaratmayabilir, ama Çin'de aynı şey geçerli değil. Aslında Peter, öğrencilerden ve genç profesyonellerden oluşan gruplara şarkı söylemek ve konuşmak için Çin'e gittiğinde, "ikinci kuşak serveti konusunun her zaman gündeme geldiğini" söylüyor. "Daima bu konuda konuşmak istiyorlar," diyor.

Yardım faaliyetlerinin Çin'de insanları sinirlendirmesinin iki nedeni var. Birincisi, çok sayıda zengin bağış yapmanın, aileyi her şeyden önemli gören Çin değerlerine göre etik olmadığını düşünüyor. Bu yüzden de Buffett ve Gates'in Çin'deki zenginlere servetlerini nasıl bağışlayacaklarını anlatmak için geldiğini sanan bazı Çinlilerin keyfinin kaçtığı söyleniyor. Çinli gençler Buffett'ın servetinin çoğunu Gates Vakfı'na bağışlayacağını açıklamasına şaşırıyor.

Fakat varlıklı Çinlilerin, özellikle de bu yıl, daha fazla para bağışlamak için birbirleriyle yarışa girmemelerinin ikinci nedeni bu kadar aşikâr değil: Çin'deki yardım vakıfları yolsuzluk imâsından -bazen bundan da fazlasından- yakasını kurtaramıyor. Çin'deki yardım kuruluşlarının yöne-

tim ücretleri genellikle toplanan bağışların % 10'una kadar çıkıyor, bu oran Batıda % 3 civarında. Bu yılın başlarında Çin'de Kızıl Haç'ın yöneticisi olduğu bildirilen genç bir kadının web sayfasındaki önemsiz bir fotoğrafı blog dünyasını çılgına çevirdi. Neden mi? Fotoğrafta kadın lüks bir araba kullanıyor ve Hermès marka bir çanta taşıyordu.

Kızıl Haç bürosu bu kadının aslında Çin Kızıl Haç'ında çalışmadığını iddia etti. (Kadın, büronun kuşkulu biçimde "iş ortağı" dediği kişinin kız arkadaşıydı.) İnkârlar işe yaramadı. Çin Kızıl Haç'ına 2011'in ilk yarısında yapılan bağışlar hızla düştü ve Çin basınındaki bazı haberlere göre yardım kuruluşları sektörünün tümüne verilen bağışlarda ciddi bir azalma oldu.

Bu durum Çin'deki yardım kuruluşları sektörüne yönelik güven eksikliğine işaret ediyordu. Artık muhtelif Çinli işadamları ve yardımseverler -Çin'deki en büyük cam imalat şirketinin sahibi Cao Dewang öncülüğünde- bağış yaptıkları yerli yardım kuruluşlarının daha şeffaf ve düşük maliyetlerle çalışması gerektiği konusunda ısrarcı davranıyor. Cao, "Bunun Batılı veya Çinli, değerlerle hiçbir ilgisi yok," dedi. "Günümüzde Çin'de yardım faaliyetlerini artırmak bir güven sorunu."

Hisse senetleri niçin altın ve tahvillerden daha üstün performans gösteriyor

27 Şubat 2012

**Berkshire Hathaway'in 2011 yıllık raporunda
Buffet'in hissedarlara yazdığı mektuptan alıntı**

Altın kısır bir varlık; tahviller yatırımcıları nadiren ödüllendiriyor; hisse senetleri ve arazi gibi iyi seçilmiş üretken varlıkların üstün getiriler sağlamasını beklemek mantıklı.

Bunlar Buffet'in Berkshire Hathaway'in 2011 tarihli yıllık raporunda hissedarlara hitaben yazdığı mektuptan alınan (Fortune başlığı taşıyan) aşığıdaki makalenin mesajları. Aynı zamanda Buffett'a yatırım yaşıamı boyunca yol gösteren ilkeler. Dolayısıyla Buffett'ın iş yaşıamına yaptığımız 46 yıllık keşif yolculuğunu -Fortune sayfalarından derlediğimiz iş yaşıamı biyografisini- bu makaleyle sonlandırmak mükemmel görünüyor.

Fakat Buffett'ın hem yatırımcı hem de iş adamı olarak bu 46 yıl içinde neleri başardığını da eklememiz gerek. Yatırımcı Buffett, 1966'da tanınmamış bir hedge fonu olan Buffett Partnership Ltd.'nin sahibiydi; İş adamı Buffett ise Berkshire Hathaway unvanlı, New England'da kurulu, 49 milyon dolar yıllık geliri olan küçük bir tekstil şirketinin çoğunluk hissedarı ve fiilî CEO'suydu. 2011 yılına gelindiğinde Berkshire 144 milyar dolara ulaşan geliriyle Fortune 500 içinde 7. sıradaydı. Büyük lde bilinmeyen bu sıçrama -Buffett bile aradaki farkı öğrenince şaşırmıştı- olağanıstdr. Başka hiç kimse kendi yaşıadığı süre içinde tanınmamış bir şirketi 500 şirketin ilk onu arasına sokamamıştır.

Buffett bunun pek önemli olmadığını -gelirlerin o kadar büyük önem taşımadığını- söyleyecektir. O piyasa değerine daha fazla önem verir ve Berkshire 2011'de 202 milyar dolarlık piyasa değeriyle 500 şirket içinde dokuzuncu sırada yer almıştır. Bu lmde yüksekte uçarak n sırala-

ra yerleşen bir diğer şirket, aynı noktada piyasa değeri 569 milyar dolar gibi muazzam bir rakam olan rahmetli Steve Jobs'un Apple'idir; bu şirket de bir adam tarafından yine kendi yaşadığı süre içinde inşa edilmiştir. Bu iki adam birbirlerini onyıllar önce, her ikisi de Grinnell College yönetim kurulu üyesi olduğu dönemde tanımıştır. Bundan sonra nadiren görüşmüşlerdir, fakat Buffett çok da uzun olmayan bir süre önce Jobs'un kendisini arayıp Apple'ın fazla nakdiyle yapılabilecekler hakkında fikrini sorduğunu -ve sonra Buffett'ın tavsiye ettiği hiçbir şeyi yapmadan dünyadan ayrıldığını- hatırlıyor.

Buffett'in hedge fonu Buffett Partnership Ltd. uzun süre önce tarih oldu, Buffett piyasayı sarmış olan spekülasyona tahammül edemediği için 1969 yılı sonunda bu ortaklığı kapattı. Fakat o tarihte yatırım için kullandığı 100 milyon dolar, deyim yerindeyse, Berkshire'in birkaç ay önce, haziranda sahip olduğu 86 milyar dolarlık hisse senedi yatırımlarının menşeydi. Buffett'ın büyük hisseleri Amerikan ekonomisinin her alanına dağılmıştı: Haziran ayı itibarıyla Berkshire Coca-Cola'da 15,6 milyar dolar, Wells Fargo'da 13,7 milyar dolar, IBM'de 13 milyar dolar ve American Express'te 8,8 milyar dolarlık hisseye sahipti.

2012 yılında Berkshire'in tüm finansal başarıları Buffett ile ilgili iki haber nedeniyle gölgede kaldı. Birincisi, Ağustos 2011'de New York Times "Zenginleri Kayırmaktan Vazgeçin" başlığı altında Buffett'ın yazdığı bir köşe yazısı yayınladı. Buffett ödediği düşük vergi oranını (yüzde 17) kendi ofisinde çalışan yirmi kişinin ödediği oranlarla (yüzde 33 ila yüzde 41 arasında) karşılaştırıyor ve 1 milyon doların üzerinde kazancı olanlardan daha fazla vergi alınmasını istiyordu. Seçim yılı olan 2012'de bu öneriyi hem benimseyen hem de kapsamını genişleten Obama yönetimi 250.000 doların üzerinde vergiye tabi geliri olan herkese daha yüksek vergi getirilmesini içeren -ve tabii anında muazzam tartışmaya yol açan- bir Buffett Kuralı'nı destekledi. Keyiflenen Buffett, "Adımla anılan bir vergi olmasını hep istemişimdir," diyor.

İkinci habere gelince, 17 Nisan'da bir basın açıklaması yapan Buffett kendisine prostat kanseri teşhisi konulduğunu ve hastalığın birinci evresinde olduğunu duyurdu. Birinci evre (diğer bazı özelliklerinin yanı sıra) kanserin henüz prostat bezinin dışına yayılmadığını ifade ediyor-

du. Eylül ortasında bu yazıyı yazdığım sırada Buffett Omaha'daki bir hastanede iki aylık radyasyon tedavisini henüz tamamlamıştı. Bu tedavi sırasında normal görülen yorgunluk nedeniyle bazı günler evden çalışmayı tercih etti. Erkeklerin büyük bir yüzdesi bu hastalıktan kurtulduğu için Buffett onu da yeneceğinden ve daha uzun yıllar yaşayacağından emindi. Bu hastalık, her sabah işine dans ederek gitmesini çok kısa bir süre için kesintiye uğratmanın ötesine geçemeyecekti. — CL.

Yatırım çoğunlukla, gelecekte daha fazla para alma beklentisiyle bugün para yatırmak olarak tanımlanır. Berkshire Hathaway'de biz daha iddialı bir yaklaşım benimseyerek, mantıklı bir beklentiyse, yatırımı gelecekte daha fazla satın alma gücü -*nominal kazançlar üzerinden vergiler ödendikten sonra*- elde etmek için bugünkü satın alma gücünün başkalarına transfer edilmesi olarak tanımlıyoruz. Kısacası yatırım, daha ileri bir tarihte daha fazla tüketebilmek için bugün tüketmekten feragat etmektir.

Tanımımızdan üç önemli sonuç çıkmaktadır: Bir yatırımın riskliliği beta (oyunaklığı kapsayan ve çoğunlukla riski ölçmekte kullanılan bir Wall Street terimi) ile değil daha çok o yatırımın tasarlanan elde tutma süresi boyunca sahibinin satın alma gücünde yol açacağı kayıp olasılığı -rasyonel olasılık- ile ölçülür. Varlıkların fiyatı büyük ölçüde dalgalanabilir ve elde tutma süreleri boyunca satın alma gücünde artış sağlayacakları, mantık çerçevesinde kesin görüldüğü sürece, riskli olmazlar. Ayrıca göreceğimiz gibi, dalgalanmayan bir varlık risk yüklü olabilir.

Yatırım olasılıkları hem çok, hem de çeşitlidir. Ancak üç temel kategori vardır ve bunların her birinin özelliklerini bilmek önemlidir. O zaman, haydi alanı araştıralım.

Belli bir para birimine göre düzenlenmiş yatırımlar para piyasası fonları, tahviller, ipotekli gayrimenkul kredileri, banka mevduatları ve diğer enstrümanları içerir. Para birimine dayalı bu yatırımların çoğu "güvenli" sayılır. Aslında bunlar en tehlikeli varlıklar arasındadır. Beta'ları sıfır olabilir ama riskleri muazzamdır.

Geçen yüzyılda bu enstrümanlar, sahipleri faiz ve anapara ödemelerini ni zamanında almaya devam etmesine rağmen, birçok ülkede yatırımcı-

ların satın alma gücünü mahvetti. Dahası, bu korkunç sonuç sonsuza kadar tekrarlanacak. Paranın nihai değerini hükümetler belirler ve sistemik güçler bazen hükümetlerin enflasyon üreten politikaların cazibesine kapılmasına neden olur. Bu tür politikalar zaman zaman kontrolden çıkar.

ABD gibi parasının istikrarına büyük önem veren bir ülkede bile doların değeri Berkshire'ın yönetimini devraldığım 1965 yılından beri % 86 gibi şaşırtıcı bir oranda düştü. O tarihte 1 dolara satın aldığım bir şey bugün en az 7 dolar. Sonuç olarak, vergiden muaf bir kuruluşun yalnızca satın alma gücünü korumak için bu süre boyunca tahvil yatırımlarından yılda % 4,3 faiz alması gerekecekti. Yöneticileri bu faizin *berhangi* bir kısmını “gelir” saysalardı, kendilerini kandırması olacaktı.

Sizin ve benim gibi vergi ödeyen yatırımcılar için tablo çok daha beterd. Aynı 47 yıllık süre içinde ABD Hazine bonolarının süregelen hareketli ortalaması yılda % 5,7 oldu. Bu tatmin edici görünüyor. Fakat bireysel yatırımcı ortalama % 25'lik bir kişisel gelir vergisi ödemişse, bu % 5,7'lik getiri hiçbir gerçek gelir sağlamamış olacaktır. Bu yatırımcının görünen gelir vergisi onu açıklanan getirinin 1,4 puanından mahrum edecektir ve görünmeyen enflasyon vergisi kalan 4,3 puanı yok edecektir. Görünmeyen enflasyon “vergi”nin, yatırımcımızın muhtemelen en büyük yük olduğunu düşündüğü gayet görünür gelir vergisinin üç katından fazla olduğuna dikkat etmek gerekir. Paramızın üzerinde “Tanrıya Güveniriz” yazıyor olabilir, ama hükümetimizin matbaa makinasını çalıştıran el, tamamen insan elidir.

Yüksek faiz oranları, alıcıları, para birimine dayalı yatırımlarda karşı karşıya oldukları enflasyon riskine karşı elbette korur ve hatta 1980'lerin başlarındaki oranlar bu işi gayet iyi yapmıştır. Ancak bugünkü oranlar yatırımcıların üstlenmiş olduğu satın alma gücü riskini karşılayacak düzeyde değil. Şu anda tahviller bir uyarı etiketi taşımalı.

Dolayısıyla, bugünkü koşullar altında para birimine dayalı yatırımlardan hoşlanmıyorum. Buna rağmen Berkshire'ın elinde bunlardan, özellikle kısa vadeli olanlarından ciddi miktarda bulunuyor. Berkshire'da sahnenin merkezinde bol likidite ihtiyacı yer alır ve oranlar ne kadar yetersiz olursa olsun bu asla hafife alınmaz. Bu ihtiyacı karşılamak için esas olarak, en kaotik ekonomik koşullar altında bile likidite sağlayacak olan

ABD Hazine bonoları bulundururuz. Likidite için bizim çalışma düzeyimiz 20 milyar dolardır; 10 milyar dolar mutlak minimum rakamımızdır.

Likidite ve düzenleyicilerin bize dayattığı zorunlulukların ötesinde, para birimi ilişkili menkul kıymetleri yalnızca olağanüstü kazanç olasılığı sundukları takdirde satın alırız. Bu da ya periyodik olarak gündeme gelen çürük tahvil fiyaskolarında gördüğümüz gibi belli bir alacak yanlış fiyatlandırılmış olduğunda ya da faiz oranları, daha sonra oranlar düştüğü zaman yüksek derecelendirmeye sahip tahviller üzerinden önemli sermaye kazançları elde etme olanağı sunacak bir düzeye yükseldiğinde gerçekleşir. Geçmişte her iki fırsattan da yararlanmış olmamıza -ve bunu yine yapabilecek olmamıza- rağmen, şu anda bu tür beklentilerden 180 derece uzağız. Bugün Wall Streetçi Shely Cullom Davis'in uzun süre önce yaptığı alaycı yorum uygun görünüyor: "Risksiz getiri sağladıkları söylenerek reklamı yapılan tahviller artık getirisiz risk sağlayacak şekilde fiyatlandırılmış durumda."

İkinci büyük yatırım kategorisi asla hiçbir şey üretmeyecek olan, ama alıcının gelecekte bir başkasının daha fazla para ödeyeceğini umut ederek satın aldığı varlıkları içerir - her iki alıcı da bu varlıkların sonsuza dek verimsiz olacağını bilir. 17. yüzyılda kısa bir süre bu tür alıcıların favorisi olan laleleri örnek verebiliriz.

Bu tür yatırım alıcı havuzunun genişlemesini gerektirir, aslında alıcılar da alıcı havuzunun daha da genişleyeceğini düşündükleri için ikna olmuşlardır. Varlık sahipleri bizzat varlıkların üretebileceği şeyden değil -o sonsuza kadar cansız kalacaktır- başkalarının gelecekte bu varlığı daha da hırslı bir biçimde isteyeceği inancından ilham almıştır.

Bu kategorideki başlıca varlık altındır, şu anda diğer tüm varlıklardan, özellikle de kâğıt paradan korkan yatırımcıların (daha önce de söylediğim gibi değerindeki oynamalar nedeniyle korkmakta haklılar) en büyük favorisidir. Ancak, altının iki önemli kusuru vardır, pek kullanılır olmadığı gibi üretken de değildir. Altının bazı sektörel ve dekoratif kullanım alanları olduğu doğrudur, fakat bu alanlara yönelik talep hem sınırlıdır, hem de yeni üretimi soğurmaya yetmez. Bu arada eğer sonsuza dek sizin olacak bir onsluk altınınız varsa, sonsuza dek bir ons altın olarak kalacaktır.

Altın alıcılarını motive eden şey, korkanların saflarının büyüyeceğine duydukları inançtır. Bu inanç geçen on yılda doğru çıktı. Bunun ötesinde, fiyatının yükselmesi de, yükselişi gören alıcıların yatırım tezlerinin doğrulandığını düşünmesine yol açarak yeni bir satın alma coşkusu yarattı. “Sürüye katılan” yatırımcılar hangi tarafa dahil olsalar *-bir süreliği-*ne- kendi gerçekliklerini yaratırlar.

Geçtiğimiz 15 yıl içinde gerek internet hisseleri gerekse konutlar, başlangıçta makul olan bir tezin reklamı iyi yapılan yükselen fiyatlarla birleşerek yaratabileceği olağandışı aşırılıklar gösterdi. Bu balonlarda, başlangıçta kuşkulu olan bir yatırımcılar ordusu piyasa tarafından sunulan “kanıt”a direnemedi ve alıcılar havuzu -bir süre- sürüdeki büyümeyi sürdürmeye yetecek kadar genişledi. Fakat yeterince şişen balonlar kaçınılmaz olarak patlar. Sonra eski özdeyiş bir kez daha teyit edildi: “Akıllı adamların başlangıçta yaptığını aptallar en sonunda yapar.”

Bugün dünyanın altın stoku 170.000 metrik ton civarında. Bütün bu altınlar bir araya getirilip eritilse her yanı yaklaşık 21 metre olan bir küp oluşturur. (Zihninizde bunun bir beysbol sahasına rahatlıkla sığıdığını canlandırın.) Ons başına 1.750 dolardan -bu mektubu yazdığım sırada altının fiyatı buydu- değeri yaklaşık 9,6 trilyon dolar olacaktır. Buna A kümesi küpü diyelim.

Şimdi eşit miktara mal olan bir B kümesi yaratalım. Bunun için *tüm* ABD tarım arazilerini (yılda 200 milyar dolarlık çıktısı olan 400 milyon dönüm tarım arazisi) artı 16 Exxon Mobil (yılda 40 milyar doların üzerinde kazanan dünyanın en kârlı şirketi) satın alabiliriz. Bütün bu alımlardan sonra elimizde 1 trilyon dolar civarında serbest para kalacaktır (bütün bu satın alma furyasından sonra meteliksiz kaldığınızı hissetmek anlamsızdır). Elinde 9,6 trilyon doları olan bir yatırımcının B kümesi yerine A kümesini seçtiğini düşünebiliyor musunuz?

Mevcut altın stoku veri alındığında şaşırtıcı olan bu değerlemenin ötesinde, mevcut fiyatlar bugünkü yıllık altın üretiminin 160 milyar dolar civarında olmasını gerektiriyor. Alıcılar -ister mücevherciler veya sektör kullanıcıları, ister korkmuş bireyler veya spekülâtörler olsun- yalnızca bugünkü fiyatları dengede tutmak için bu ilave arzı sürekli massetmek zorundadır.

Bundan yüz yıl sonra 400 milyon dönümlük tarım arazisi şaşırtıcı miktarlarda mısır, buğday, pamuk ve diğer mahsulleri üretmiş olacaktır ve para birimi ne olursa olsun, bu değerli armağanları üretmeye devam edecektir. Exxon Mobil muhtemelen sahiplerine trilyonlarca dolar kâr payı ödemiş olacak ve aynı zamanda trilyonlar değerinde yeni varlıklara sahip olacaktır (ve unutmayın, 16 Exxon alıyorsunuz). 170.000 ton altının boyutları ise değişmeyecek, yine hiçbir şey üretemeyecektir. Küpü okşayabilirsiniz, ama o size karşılık vermeyecektir.

Kabul etmeliyiz ki bundan yüz yıl sonra insanlar korktuğunda muhtemelen çoğu yine altına hücum edecektir. Ancak A kümesinin bugünkü değerlemesi olan 9,6 trilyon doların yüz yıl içinde B kümesinin eriştiği artıştan çok daha düşük bir oranda artacağından eminim.

Korku doruğa çıktığında ilk iki kategorimiz azami popüleriteye ulaşır: Ekonomik çöküş korkusu insanları para birimine dayalı varlıklara, en çok da ABD borç yükümlülüklerine yönelir. Para biriminin çökeceğine ilişkin korku ise altın gibi semeresiz varlıklara yönelenleri artırır. 2008 yılı sonunda, nakdin elde tutulmaktan çok kullanılması gereken bir zamanda “nakit kraldır” sloganını duyduk. Benzer biçimde 1980’lerin başında, sabit dolar yatırımları hafızalardaki en cazip düzeyinde olduğu sırada “nakit çöptür” sloganını duymuştuk. Böylesi durumlarda destekleyici bir kalabalığa ihtiyaç duyan yatırımcılar bu rahatlığın bedelini pahalıya ödediler.

Benim tercihim -bildiğiniz gibi- üçüncü kategorimiz: İster işletme, ister çiftlik veya gayrimenkul olsun, üretken varlıklara yatırım yapmak. İdeal olan, bu varlıkların bir yandan enflasyon dönemlerinde minimum yeni sermaye yatırımı gerektirirken, diğer yandan da satın alma gücü değerini koruyacak çıktı verme kabiliyetine sahip olmasıdır. Çiftlikler, gayrimenkul ve Coca-Cola, IBM ve bizim See’s Candy’miz gibi birçok işletme bu çift amaçlı testi geçmektedir. Belirli başka şirketler -örneğin düzenlemelere bağlı kamu hizmeti şirketlerimizi düşünün- enflasyon onlara ağır sermaye şartı yüklediğinden testi geçememektedir. Sahiplerinin kazanmak için daha fazla yatırım yapması gerekmektedir. Buna rağmen, söz konusu yatırımlar üretken olmayan veya para birimine dayalı varlıklardan üstün olmayı sürdürecektir.

Bundan yüz yıl sonra para birimi ister altına, ister deniz kabuğuna,

köpekbalığı dişine veya bir kâğıt parçasına (bugün olduğu gibi) bağlı olsun, insanlar günlük çalışmalarının birkaç dakikası karşılığında bir Coca-Cola veya biraz See's yerfıstığı şekerlemesi almak isteyeceklerdir. ABD nüfusu gelecekte daha fazla mal isteyecek, daha fazla gıda tüketecek ve şu andakinden daha fazla yaşam alanı talep edecektir. İnsanlar sonsuza dek ürettikleri şeyi başkalarının ürettikleriyle değiştireceklerdir.

Ülkemizdeki işletmeler etkin bir biçimde yurttaşlarımızın istediği mal ve hizmetleri sunmaya devam edecekler. Metaforik olarak bu ticari “inekler” yüzyıllarca yaşayacak ve daha da büyük miktarlarda “süt” verecek. Değerleri değişim aracıyla değil, daha çok süt verme kapasiteleriyle tayin edilecek. İnek sahiplerinin süt satışından elde ettiği gelir tıpkı Dow'un 20. yüzyılda 66'dan 11.497'ye çıkması (aynı zamanda yığınla kâr payı ödemesi) gibi artacak.

Berkshire'ın hedefi sahip olduğu birinci sınıf işletmelerin sayısını artırmak olacak. İlk tercihimiz onların tamamını almak, ama aynı zamanda elimizde oldukça büyük miktarlarda satışı kolay hisse bulundurmak suretiyle de onlara sahip olacağız. Bu kategorinin, yatırım işinde hayli zamandır incelediğimiz üç kategori arasında açık ara kazanan olacağına inanıyorum. Daha da önemlisi, hepsinden çok daha güvenli olacak.

Editörden son not

Fortune 1966'da ilk kez Warren Buffett'tan söz ettiğinde Berkshire hissesi (bugünün A Grubu) 22 dolar civarındaydı. 2012 Eylül ayı ortasındaki değeri ise 133.000 dolar. — CL.*

* Aralık 2013 sonlarında bu kitap baskıya girerken bir adet A Grubu Berkshire hissesinin değeri 176.900 dolardı. (Çn.)

Teşekkür

Warren Buffett olmasa bu kitabı asla yazamazdım. Ben bile bir kitap çıkmasını beklemezken bu derlemeyi gerçekleştirmemle böylesine yakından ilgilendiğin için teşekkürler Warren.

Doris Burke olmasa bu kitabı asla yazamazdım. Kendisi *Fortune* kadrosunun bir üyesidir ve kütüphanecilik eğitimi almıştır, fakat her şey hakkında o kadar uzman olmuştur ki ne zaman bir makale veya kitapta işler zora girse bu yazarın (ve birçok *Fortune* yazarının) imdadına yetişir. Ayrıca bu kitaptaki makalelerden birinde (bkz. sayfa 417) onun da adı var. Bu yazı benim zihnimde düzinelerce makalenin girişine nakşedilmiştir.

Doris'in bilgi toplama işindeki çalışma arkadaşı Marilyn Adamo'nun yardımlarının da çok değerli olduğunu söyleyemim (bu yüzden ikisi hiç aynı anda tatile gidemedi).

Ve tabii *Fortune*'dan birçok kişinin yardımlarını unutmam mümkün değil. Bu listenin başında Andy Serwer ve Hank Gilman (ve şefleri Time Inc. yayın yönetmeni John Huey) geliyor. Arka arkaya aldığım izinlerden sonra hâla bitirmeye yaklaşamamışken bana bu kitabı tamamlamam için ihtiyacım olan zamanı verdiler. Aslında ne mutlu bana ki yıllar önce bitirmemişim, çünkü eğer bitirseydim *Bağış Taahhüdü* olmayacaktı, Protégé Partners ile girdiği iddia olmayacaktı, hatta David Sokol bile olmayacaktı. Sonra, kitapta tam yol ilerlerken ve hem elimden geçirdiğim operasyonla (nasıl klavye kullandığımı düşünün!) hem de ailemden bir hastanın sağlığıyla uğraştığım dönemde bana yine zaman verdiler. Onlara derinden borçluyum.

Ayrıca bu kitapta yer alan üç makale Andy'nin imzasını taşıyor. Böylece, diyarımızın hükümdarlığına terfi etmeden önce kendisi de sadece bir yazar olduğu dönemde kaleme aldığı bu üç makaleyle Andy, bu kitapta benden sonra en çok yazısı bulunan kişi oldu. Hank bu arada, ilk metinden son metne, sonra da baskı öncesi nihai kopyaya kadar kitabı her açıdan inceledi ve herşeye büyük bir sağduyu getirdi. Her ikisi de 59 yıldır mutlulukla çalıştığım bu dergide iş yapmayı benim için zevke dönüştürdüler.

Fortune'un fotoğraf editörü Mia Diehl, Warren Buffett fotoğraflarını sakladığımız define sandığımızı tek tek taradı ve kullandığımız fotoğrafları her zamanki ilgisi, özeni ve hassasiyetiyle o seçti. Chad McCabe harika düzenlemesiyle ona yardımcı oldu.

Bu kitapta yaklaşık 90 ayrı "başlık" var: Makaleler, alıntılar, konuşmalardan alıntılar (tabir yerindeyse) ve okur mektupları. *Fortune*'un hâlâ tamamen dijitalleşmemiş (bu bir imâ) veya bazen tamamen yardımcı olamayacak şekilde dijitalleşmiş dünyasında bütün bu yazıları üzerinde kolay çalışılacak hale getirmek zordu. Cullen Wheeler, Chris Tkaczyk ve Kelly Champion bu hiç de sevimli olmayan bu işi paylaştılar. Sonunda da bütün o belgeleri kolayca çalışabilmem için Word dosyası haline getirdiler. Hepsini bu kadar çabuk inceleyip hazırladıkları için her birine teşekkür ediyorum.

Carol Gwinn ve Alfie Graham'ın yönettiği *Fortune*'un redaksiyon servisi sık sık uğradığım bir yerdir ve her ikisi de her zamanki gibi gramer ve temiz İngilizce konusunda beni takibe aldılar, umarım. Meslektaşları Angel Mass istediğim taslakları hep tam zamanında gönderdi.

Bu işle görevlendirilmiş Time Inc. avukatı Amy Glickman benim hayal edebileceğimden çok daha fazla detayı düşündü. Bunun da ötesinde, Amy bir haftasonu okumak için dijital kitabı evine götürdü ve gerek ortasında, gerekse sonunda gerçekten çok beğendiğini haber verdi; yalnızca Buffett'ı değil iş dünyasının tarihini anlattığı için! Hep böyle avukatlarımız olmalı.

Ben -ki hiçbir zaman kitap yapma gibi bir niyetim yoktu- bu işin püf noktalarını bilen ve sınırları yay gibi geren anlarda beni sakinleştiren bir yayınevi temsilcisiyle, Tracy Brown ile çalıştığım için şanslıydım. Kendisi

bir yazar için neşe kaynağıydı, çünkü kitabın girişlerini, makaleleri daha ilk gördüğü andan itibaren sevmiştir; sonra kapağına geçirilen gömleği de beğendi. Daha fazla sormadım. Teşekkürler Tracy, bütün desteğin için.

Bu kitabın yayıncısı Portfolio'nun başkanı Adrian Zackheim'a da teşekkür ediyorum. İş kitaplarını çok iyi biliyor, bu yüzden kitaba duyduğu güven hem benim hem de *Fortune* için çok yüreklendiriciydi. Meslektaşları Will Weisser, Emily Angell ve Bria Sandford sıkı bir çalışma programıyla kitaba başından sonuna kadar rehberlik ettiler. Üçüne de tebrikler.

Kitaptaki yazıları derlerken çok sayıda editörün, yazarın, muhabir asistanının (ben de öyle başlamıştım mesleğe ve benim zamanımda araştırmacı deniyordu) isimleri ve yüzleri geçti zihnimden. *Fortune*'da editörler hep anonimdir. Fakat şu anda kadroda üç editör var ki çok sayıda Buffett yazısında gerçekten harika iş çıkardılar: Tim Smith, Nick Varchaver ve bana göre tüm zamanların en iyi başlığını atan Brian O'Keefe ("*11 milyar doları yirmilikler halinde ister miydiniz?*" başlıklı makale bkz. sayfa 392).

Kitaba emek veren muhabir yardımcılarının alfabetik listesi harcadıkları beyin gücü ve çabalarla örtüşmüyor, ama pratiklik adına uyuluyorum: Maria Atanasov, Edward Baig, Kate Ballen, Suzanne Barlyn, Rosalind Klein Berlin, Julia Boorstin, Doris Burke (yine), John Curran, Eric Dash, Patty de Llosa, Darienne Dennis, Jane Folpe, Carrie Gottlieb, David Kirkpatrick, Claudine Knight, Susan Kuhn, Michael McFadden, Joe McGowan, Anthony J. Michels, Ruth Moss, Patricia Neering, Lou Richman, Ellen Schultz, Sally Shaver, Bill Sheeline, Robert Steyer, Natasha Tarpley Carol Vinzant, Melanie Warner ve Wilton Woods.

En başından itibaren kitapta bol miktarda yazım olacağını biliyordum. Sonra güzel bir sürpriz geldi. Benim dışımda, çoğu şu anda kadroda olmayan 40 *Fortune* yazarının yazıları yer aldı. İçlerinden biri, merhum Dan Seligman benim akıl hocamdı; diğerlerinin çoğu da onun gibi yakın arkadaşlarımdı ve hemen hepsi kadroda oldukları dönemlerde büyük saygı duyduğum yazarlardı, hâlâ da öyleler. *Fortune* yıllar boyunca böyle yazarlara -ve etraflarındaki editörlere- sahip olduğu için şanslı oldu. Çoğu kolektif çalışmayı başaran insanlardı ve bu, derginin kalitesinde kendini gösterdi.

Onların çalışmalarını tekrar vitrine çıkardığım için seviniyorum. Bunu yaparken, Warren Buffett ve onun olağanüstü fikirleri söze dökme gücü üzerinde çalışan bütün iş arkadaşlarımla büyük bir gazetecilik yeteneğine sahip olduklarını bir kez daha gördüğüm için ayrıca mutluyum.



Warren Buffett ve Carol Loomis 1988 yılında bir oynarken

ans ederek gidiyorum.” Buffett işine olan aşkını yıllar önce tanımlamıştı. Berkshire’ı yönetmek ona öyle büyük heyecan veriyordu ki her sabah koşa koşa gidiyordu işinin başına.

1966 yılında ilk kez Warren Buffett’tan söz ettiğimde Berkshire hissesi 22 dolar civarındaydı. 2013 Aralık ayı sonunda bir hisseye rubu Berkshire hissesinin değeri 176.900 dolar.

Warren Buffett’ın kariyerindeki 46 yıla ışık tutuyor. Kitabın başlığı, üç yatırım türünü ve onun hangisini tercih ettiğini anlatıyor. Kitabın son bölümünde Buffett’ın hayatının sürpriz bir yanı yok, ama kitabı bitirdiğinizde Buffett’ın tavsiyelerden bir doz daha almak hiç fena olmayabilir.

Warren Buffett’tan söz ettiğimiz ilk yazı 1966 tarihliydi. Başka bir yerde yazdığım o yatırım yazısında Buffett ile ilgili yalnızca bir cümle geçiyordu ve ben o tek cümlede tek “t” kullanarak adını yazmışım. Zayıf bir mazeret olduğunu bilsem de, 1966 yılında Buffett’ı tanıyan ve Buffett’tan söz eden birisi olduğunu söyleyerek af dileyeceğim. Buffett’ın hayatında birkaç yatırımcı Buffett’ı iyi tanıyordu.