



Nová Buffettologie

Osvědčené investiční techniky
pro měnící se trhy,
díky nimž se stal WARREN BUFFETT
světově proslulým investorem

Mary Buffett & David Clark

*Pluralitas non est ponenda sine necessitate.*¹

Tato kniha je věnována Charliemu Mungerovi² a Billymu Occamovi³, kteří do investování a vědy společně vnesli myšlenku, že to nejjednodušší vysvětlení je většinou i to nejlepší.

-
- ¹ Množství (tedy důvodů, příčin) se nemá dokládat, není-li to nezbytné (lat.). Princip tzv. Ockhamovy břitvy (pozn. překladatele)
- ² Charles Thomas Munger (1924), americký obchodní magnát, právník, investor, filantrop a také místopředseda společnosti Berkshire Hathaway. Buffett jej označuje jako „svého partnera“ (pozn. překladatele).
- ³ William Ockham (nebo také Occam) (asi 1285–1349) byl anglický františkánský teolog a filozof. V oblasti logiky je jeho jméno spojeno s termínem „Occamova břitva“, který definuje princip úspornosti výkladu. Ockham prosazoval názor, že je potřeba „odříznout“ všechny nadbytečné pojmy, které neslouží k rozlišení jsoucen.



Nová Buffettologie

Osvědčené investiční techniky
pro měnící se trhy,
díky nimž se stal WARREN BUFFETT
světově proslulým investorem

Mary Buffett & David Clark

Upozornění pro čtenáře a uživatele této knihy

Všechna práva vyhrazena. Žádná část této tištěné či elektronické knihy nesmí být reprodukována ani šířena v papírové, elektronické či jiné podobě bez předchozího písemného souhlasu nakladatele. Neoprávněné užití této knihy bude trestně stíháno.

Edice Finanční řízení

Mary Buffett, David Clark

Nová Buffettologie

Osvědčené investiční techniky pro měnící se trhy, díky nimž se stal Warren Buffett světově proslulým investorem

Přeloženo z anglického originálu The New Buffettology.

Originally published by Scribner A Division of Simon & Schuster, Inc.

Překlad Ing. Zuzana Hocková, CEMS MIM

TIRÁŽ TIŠTĚNÉ PUBLIKACE:

Vydala GRADA Publishing, a.s.

U Průhonu 22, Praha 7, jako svou 4791. publikaci

Foto na obálce allphoto.cz

Realizace obálky Jan Dvořák

Sazba Antonín Plicka

Odpovědný redaktor Ing. Jan Šůsa CSc.

Počet stran 296

První vydání, Praha 2012

Vytiskly Tiskárny Havlíčkův Brod, a.s.

Czech edition © GRADA Publishing, a.s., 2012

Copyright © 2002 by Mary Buffett and David Clark. All rights reserved, including the right of reproduction in whole or in part in any form.

ISBN 978-80-247-4085-0

ELEKTRONICKÉ PUBLIKACE:

ISBN 978-80-247-7857-0 (ve formátu PDF)

ISBN 978-80-247-7858-7 (ve formátu EPUB)

GRADA Publishing: *tel.: 234 264 401, fax 234 264 400, www.grada.cz*

Obsah

1.	Odpověď na otázku „Proč Warren ‚nehraje‘ s akciovým trhem“ a jak z něj právě tato nečinnost učinila amerického investora číslo jedna	21
2.	Jak Warren vydělává na špatných zprávách o firmě	27
3.	Jak Warren využívá krátkozrakosti trhu ve svůj prospěch	35
4.	Jak podniky činí své investory bohatými: vzájemná interakce mezi ziskovou marží a obratem zásob a jak jí Warren využívá ve svůj prospěch	39
5.	Skryté nebezpečí: byznys, ze kterého má Warren obavy a jemuž se vyhýbá	45
6.	Warrenův nejoblíbenější druh podniků: jak identifikuje a vybírá nejlepší firmy pro investování	53
7.	Využití Warrenových investičních metod k zabránění dalšího masakru typu špičkových technologií	61
8.	Úrokové sazby a ceny akcií – jak Warren vydělává na tom, čeho si jiní ani nevšimnou	67
9.	Rozluštění záhady medvědích a býčích trhů a jak je Warren využívá ve svůj prospěch	71
10.	Jak Warren rozpoznává příležitosti k nákupu, které ostatní přehlédnou	83
11.	Kde hledá Warren podniky se skrytým bohatstvím	91

12.	Finanční informace: Warrenovo tajemství jak s pomocí internetu vyžrát nad Wall Streetem	109
13.	Warrenův check list pro potenciální investice: Deset zlatých bodů	117
14.	Jak zjistíme, kdy v sobě rodinná firma skrývá zlatý důl	157
15.	Warrenův tajný vzorec pro odchod z trhu na jeho vrcholu	165
16.	Kam právě Warren Buffett investuje!	175
17.	Akciová arbitráž – Warrenovo nejstřeženější tajemství jak dosáhnout bohatství	199
18.	Pro tvrdé jádro buffettologů: matematické rovnice Warrena Buffetta odhalující skvělé firmy	207
19.	Přemýšlejme jako Warren Buffett: případové studie na téma jeho posledních investic	249
20.	Uplatnění Buffettologie v praxi aneb aby sloužila i vám	281

Poděkování

V první řadě a především chceme poděkovat Warrenu Buffettovi. Přestože se na napsání této knihy nepodílel, jsme mu za jeho moudrost a velkorysost, kterou nám po léta prokazoval, navždy zavázáni. Jeho genialita v oboru investování bude jednoho dne zastíněna jeho bezbřehou filantropií. Buffettova nadace *Buffett Foundation*¹, konečný depozitář jeho mistrovského díla zvaného Berkshire Hathaway, se jednou stane světově nejbohatší charitativní nadací, která budoucí generace zajistí příjmy plynoucími z jeho pozemské vášně pro investování.

Chceme také poděkovat nakladateli, Eleonoře Rawsonové, za její inspiraci a tvůrčí vedení. Bez ní bychom byli ztraceni. Také chceme poděkovat naší redaktorce, Lise Considineové, která vedla naše ruce. Je vtělením síly a vytrvalosti. Zvláštní dík patří její zůstupkyni, Anne Bartholomewové, a našemu skvělému odbornému redaktoru, Stevu Boldtovi. Také chceme poděkovat právníkům ze Simon & Schuster Jennifer Weidmanové a Emily Remesové za jejich odborné vedení. Tito lidé jsou žijícím důkazem, že kolektiv v Simon & Schuster patří mezi nejlepší ve svém oboru.

Jsmo nekonečným dlužníkem Samovi, který stál při Mary po celou dobu jako rytíř v zářivé zbroji. Ericce a Nikol, jejichž moudrost daleko předčila jejich mladičkový věk, a které jsou vysněným obrazem dcer, po němž touží každá matka. Otcí dívek, Peteru Buffettovi, za všechny krásné roky, které jsme spolu prožili. Magické a mystické Sabrině Bensonové, která lehkým mávnutím své taktovky a jednoduchým telefonátem vždy učinila neskutečné skutečným. Kitty O'Keefové and Shih'hua Liuové za jejich přátelství a moudrost. Patti, za její lásku a podporu. Cindy Connolly Catesové, která protrpěla naše první pracovní verze, a která vždy zůstane oním tichým, třetím autorem. Bez ní bychom nemohli, ani bývali nenapsali ani řádku. Benu Plattovi, který nám pomohl spálit strašáky bezesných nocí. Jessice Schemmové

¹ Nadace byla po smrti Buffettovy ženy Susan v roce 2004 přejmenována k uctění její památky na Susan Thompson Buffett Foundation (pozn. překladatele).

za její roli okouzující múzy. Ericu Hoffmanovi, který je pro autora ztělesněním ideálního korektora a poety. Gerryemu Spenceovi, Johnu Johnsonovi a Robertu Roseovi, za jejich slova povzbuzení, která nám dopřáli vždy, když jsme je nejvíc potřebovali. Timu Vickovi, intelektuálně nejčestnějšímu muži na Wall Street, za jeho připomínky a myšlenky. Pauline Macardicanové, převtělenému andělovi. Fritzu Perlbergovi a Robu Gritzeovi za jejich přátelství a moudrost. Valerii Schadtové za to, že nám byla vším. Rogeru Lowensteinovi, nejlepšímu spisovateli na Wall Street, za jeho postřehy o Warrenovi a Berkshire Hathaway. Andymu Kilpatrickovi, jedinečnému historikovi Berkshiru a okouzujícímu jižanskému džentlemanovi. Andymu Clarkovi za jeho historický výzkum. Vincentu Waldmanovi z Manatt, Phelps & Phillips, díky němuž se dílo zdařilo. Terryemu Rosenbergovi za jeho kreativního ducha. Robertu E., za jeho nekonečné přátelství a podporu v těch nejtěžších chvílích. A největší dík patří Kate Beneckeové za její lásku.

Vyloučení odpovědnosti

Tato publikace obsahuje názory a myšlenky svých autorů. Ne-slouží jako doporučení k nákupu nebo prodeji cenných papírů nebo k investování do firem v publikaci uváděných. Tato publikace je distri-buována za předpokladu, že autoři ani nakladatel tímto neposkytují žádné právní, účetní, investiční ani jiné odborné služby. Každý z člen-ských států Spojených států amerických disponuje vlastními zákony, které se navzájem liší. Některé specifické transakce navíc podléhají fe-derálním zákonům. Pokud bude čtenář hledat odborné finanční, právní nebo jiné stanovisko, doporučujeme z tohoto důvodu využít služeb profesionálních kanceláří. Autoři ani nakladatel neručí za přesnost informací v publikaci obsažených.

Autoři a nakladatel se tímto vyvazují z jakékoli odpovědnosti za případné závazky, ztráty nebo rizika profesního nebo jiného charakte-ru, která mohou vzniknout jako přímý nebo nepřímý důsledek použití nebo uplatnění jakékoli části této knihy.

Předmluva

/ Několik osobní postřehů o jednom velmi uzavřeném miliardáři

V análech investiční historie ční jméno Warrena Buffetta nad všemi ostatními. Svůj počáteční vklad v hodnotě 105 000 amerických dolarů proměnil ve jmění o 30 miliardách dolarů pouhým investováním na akciovém trhu. To je zcela nepřekonatelný počin. Kdo je tento muž a co se skrývá za jeho posedlostí stát se a zůstat bohatým?

Warrenovi rodiče jej počali v roce 1929, v období krachu Newyorské burzy cenných papírů, které málem dovedlo k bankrotu i investiční společnost jeho otce. Stejně jako ostatní děti strádající v období velké hospodářské krize vytvořil si i Warren záhy silnou vazbu k penězům. Jeho oblíbená hračka v dětství byl automat na drobné. Nosil jej doslova všude. S vášní se pročítal matematickými rovnicemi složeného úrokování. Svůj první podnikatelský počin uskutečnil v šesti letech. Na prázdninách tehdy nakupoval plechovky Coca-Coly v balení po šesti za čtvrták, aby je následně prodával ostatním prázdninovým návštěvníkům u jezera Okoboji v Iowě po pěti pencích za kus. Doslova nazpaměť se naučil knihu s názvem *Tisíc způsobů jak si vyděl tisíc dolarů* a začal spořit téměř vše, co si vydělal roznáškou novin *Washington Post* a provozem výherních automatů². Jeho posedlost vyděláváním peněz jej v roce 1938 dohnala až tak daleko, že neváhal plahočit se několik kilometrů v úmorném horku Nebrasky, aby dosáhl závodní dráhy, na které se pak celé hodiny plazil po čtyřech v pilinách s nadějí, že mezi odhozenými sázkařskými kupóny najde alespoň jeden výherní.

Warren poprvé investoval na akciovém trhu ve svých 11 letech (koupil tři akcie Cities Service) a než o šest let později odmaturoval,

² Ve svých sedmnácti letech založil s přítelem svou první firmu. Nakupovali použité výherní automaty a umísťovali je v blízkosti holičství. První automat koupili za 25 dolarů a za několik měsíců již provozovali tři na třech různých místech ve městě. Do roka svou firmu prodali za 1 200 dolarů válečnému veteránovi (pozn. překladatele).

nashromáždil obdivuhodnou sumu 6 000 dolarů. Střední školu vystudoval za tři roky a poté podal přihlášky ke studiu MBA na univerzity Harvard a Columbia. Harvard jej odmítl. Columbia řekla ano. Každý z nás pocítí v mládí určitý rozhodující okamžik, který pak udá směr celému našemu životu. Warren takový okamžik prožil na přednášce legendárního děkana hodnotového investování na Kolumbijské univerzitě Benjamina Grahama. Warrena a Grahama tehdy spojilo jakési okamžité intelektuální souznění. „Přelétly jiskry“, vzpomíná spolužák Bill Ruane, který nyní řídí Sequoia Fund. „Už tehdy bylo každému jasné, že je Warren něčím výjimečný“. Warrenovi se zdálo, jakoby mu Graham konečně otevřel oči, najednou pochopil, jak může vydělat peníze, po kterých od dětství tolik toužil. Graham se stal jeho guru.

Po promoci se Warren snažil svého dřívějšího učitele přesvědčit, aby jej najal na juniorskou pozici investičního analytika ve své investiční společnosti na Wall Street. Graham jej odmítl. Warren si byl jistý svými teoretickými vědomostmi v oblasti hodnotového investování, nenechal se odradit a Grahama kontaktoval znova, tentokrát s nabídkou pracovat zdarma. Graham sice jeho snahu i nabídku ocenil, ale vzkázal mu, že svůj talent poněkud přeceňuje. Warren na svého učitele dál vytrvale tlačil, až Graham nakonec rezignoval a přijal jej.

Warren pracoval pro Grahamovu společnost až do odchodu svého učitele do důchodu v roce 1956. Poté se tesknící po domově vrátil do své milované Nebrasky, kde se protloukal ve snaze vybudovat svou vlastní investiční společnost podobnou Grahamově. Uháněl tehdy o peníze snad každého, koho znal, přivydělával si přednáškami v investičních klubech, dokonce chodil „od dveří ke dveřím“. Nakonec se mu podařilo přesvědčit osm lidí, kteří s ním šli do rizika. Společně nashromáždili 105 000 dolarů a založili společnost Buffett Partnership³. V průběhu následujících 13 let dosáhla společnost svými investicemi průměrný složený roční výnos 30 %. Jak rostla Warrenova důvěryhodnost coby investora, rostla i jeho touha spravovat čím dál více peněz. Ve snaze přesvědčit další potenciální investory předkládal každému k nahlédnutí i daňové příznání společnosti, jen aby ukázal, kolik je schopen svým společníkům vydělat. Sám do společnosti investoval

³ Buffett a spol. (pozn. překladatele)

100 % svého vlastnictví, a proto s oblibou tvrdil, že rád „sní, co si sám nadrobil“. Se svěřenými penězi nepodnikal nic, co by nepodnikl se svými vlastními.

V roce 1969 si však Warren uvědomil, že šilící býčí trh konce 60. let silně překoupil a tím i nadhodnotil akciový trh. Také si všiml, že v tomto prostředí pozbývají na platnosti veškeré hodnotově orientované investiční techniky, které jemu i jeho partnerům doposud s jistotou vydělávaly.

A právě toto prozření jej vedlo k něčemu zcela neortodoxnímu. Místo aby přistoupil na nové investiční strategie, se kterými ovšem osobně nesouhlasil, zrušil svým partnerům jejich podíly a vrátil jim peníze se slovy, že vzhledem k nadhodnocenému trhu nemůže nadále udržet tak prvotřídní výnosy, jakých doposud dosahoval. Při vyplácení vkladů dával Warren svým investorům na vybranou mezi hotovostí a akciemi podniků, ve kterých společnost držela podíl.

Jedním z podniků, ve kterých společnost držela kontrolní balík akcií, byla veřejně obchodovatelná textilní firma Berkshire Hathaway. Warrenova společnost v ní měla majoritu již od roku 1967. Jakmile ve firmě dosáhli kontrolního podílu, využil Warren provozního kapitálu Berkshiru k nákupu první z mnoha pojišťoven, do kterých pak investoval po následujících 30 let. Poté, co v roce 1969 vypořádal společnost Buffett Partnership, skoupil podíly svých bývalých partnerů v Berkshire, které zahrnovaly 27 % všech akcií podniku, a dále pokračoval ve skupování akcií na volném trhu, až sám dostal společnost do své kontroly.

Warren chtěl dosáhnout kontroly ze dvou důvodů. Prvním byla skutečnost, že Berkshire plánovitě získávala podíly v pojišťovnách, které měly Warrenovi zajistit balík peněz zvaný *investment float*, kapitál tvořený z pojistného vypláceného pojišťovně. Druhým důvodem byly daně. V té době sazby daně z příjmu fyzických osob výrazně převyšovaly sazby daně z příjmu pro právnické osoby, a tím, že Warren využíval pojišťovny jako *investment vehicle*, mohl své zisky zdaňovat nižší sazbou daně z příjmu pro právnické osoby a tak i rychleji akumulovat kapitál. Pojišťovny s sebou nesly ještě další výhodu – jejich prostřednictvím bylo možné se elegantním způsobem vyhnout méně známé „akumulované dani z příjmu“ (*accumulated earnings tax*), která

byla zacílena právě na investory typu Warrena, kteří se vyhýbali dani z příjmu fyzických osob tím, že korporace využívali jako investment vehicle. Pojišťovny totiž patřily mezi oněch málo podnikatelských subjektů vyjmutých z této daně.

Warrenova strategie jak ovládnout investment float Berkshiru a ubránit jej vysokému zdanění, společnost hladce vymanila ze všech tradičních podnikatelských omezení a její aktiva i čisté obchodní jmění nekrácené vysokými daněmi rychle rostly. Warren dosahoval neuvěřitelných investičních výsledků. Pod jeho vedením rostla účetní hodnota Berkshiru za posledních třicet let průměrným tempem 23 % za rok. Původní účetní hodnota akcie tak vzrostla z počátečních 19 dolarů za akcii na hodnotu přesahující 40 000 dolarů a tržní hodnota ji průměrnou roční sazbou 29 % ještě o celých 6 procentních bodů předčila a vzrostla z původních 13 dolarů za akcii na skoro 70 000 dolarů.

Počáteční investice Warrena Buffetta v Berkshire Hathaway vzrostla z přibližných 7 milionů na více než 30 miliard dolarů. Toto bohatství lze připsat výhradně jeho mimořádnému nadání pro správná investiční rozhodnutí a jeho chytrému nápadu využít pojišťovny jako investment vehicle. Stal se tak nejen jedním z nejbohatších lidí na světě, ale doposud i nepřekonaným, nejúspěšnějším sólovým investorem.

Úvod

/ Jak Warren Buffett proměnil 105 000 amerických dolarů ve jmění o 30 miliardách dolarů

Nová Buffettologie představuje první komplexní, plně aktualizovanou a do hloubky propracovanou příručku *selektivní kontrariánské investiční strategie*⁴ Warrena Buffetta (*selective contrarian investment strategy*), která využívá klesajících medvědích trhů a padajících akcií, a která svého autora učinila druhým nejbohatším mužem na světě⁵. Kniha si klade za cíl jako první představit nový směr, jímž se jeho filosofie vydala. Vlajkovou lodí filosofie nového proudu jsou investice do firem jako H&R Block, Bristol-Myers Squibb, Mueller Industries, Furniture Brands International, Justin Industries, Yum Brands, Johns Manville, Shaw Industries, Liz Claiborne, Nike Inc., Dun & Bradstreet Corp., USG Corp., First Data Corp., HRPT Properties Trust, First Reality Trust, Aegis Realty a JDN Realty. Nová Buffettologie také jako první osvětlí dnes již legendární Buffettovu strategii vydělávající na špatných situacích a klesajících trzích, při které její autor docílil neslýchaných zisků, aniž by zároveň podstupoval být jen sebemenší riziko ztráty kapitálu. Zároveň je to jediná kniha, která vysvětlí jak Buffett používá *selektivní kontrariánskou investiční strategii* vedoucí k miliardovým ziskům, a také jediná kniha, která čtenáři představí jeho matematické

⁴ Kontrariánské investování, odvozené od anglického slova „contrarian“ tedy jdoucí proti proudu, se vyznačuje chováním zcela protichůdným většinovému „davovému“ jednání trhu. Kontrarián věří, že davový úsudek vede ke špatnému ocenění cenného papíru a tím v sobě skýtá možnost rychlého zisku. Např. rozšíří-li se na trhu pesimistická nálada ve vztahu k určité akcií, povede to k neopodstatněnému a přlíšnému nadhodnocení rizik daného podniku a zároveň k podhodnocení jeho návratu k ziskovosti. Nákupem pesimistické akcie lze po „zotavení“ podniku vydělat nadprůměrné zisky. Platí i obráceně. Téma podrobně rozvádí kapitola 2. (pozn. překladatele)

⁵ V době překladu této knihy zaujal Warren Buffett třetí místo za prvním Mexičanem Carlosem Slimem Helú, telekomunikačním magnátem, a druhým Billem Gatesem, zakladatelem společnosti Microsoft. Ve svém oboru však zůstává nadále nepokořen. (pozn. překladatele)

rovnice, jimiž stanovuje cíle svého investování. Vůbec poprvé se zde objeví důležitý rys Warrenova investování – zaměřovat se výhradně na podniky s tzv. trvalou konkurenční výhodou (*durable competitive advantage*) pracující v jejich prospěch. Rovněž i ostatními autory často opomíjená otázka, kdy a proč Warren Buffett prodává akcie, zde bude plně propracována. Neochudíme vás ani o zevrubný rozbor daňově osvobozené transakce prodeje jeho 17% podílu ve firmě Coca-Cola, kterou realizoval na vrcholu býčího trhu za neuvěřitelnou cenu 167krát převyšující zisk Coca-Coly z roku 1998. V neposlední řadě, tato kniha jako první plně propojuje Buffettovy investiční metody s mocnými investičními řešeršními nástroji (*investment research tools*), které jsou dnes díky internetu běžně dostupné i pro individuální investory.

Éra, ve které pouze nejbohatší investoři disponovali privilegiem přístupu k finančním informacím, ustoupila věku internetu umožňujícímu individuálním investorům čerpat ze zdrojů informací plně konkurujících těm, které sytí přední investiční domy na Wall Street. Internet uchopil tajuplný svět financí a virtuálně jej zpřístupnil de facto každému. Nastolil tím jakousi novou formu investiční demokracie umožňující průměrnému investorovi dosáhnout stejných výsledků, které byly do té doby formálně dostupné jen naprostým insiderům. Monopol na finanční informace dnes nepatří již žádné elitní skupině. Tato hra se otevřela pro každého. A stačilo jen pár kliknutí myši. Díky internetu jsme sice získali nové médium rychle šířící informace, na druhou stranu nám ale zůstal starý problém s interpretací samotných informací. Jak můžeme tento volný přístup k datům přetavit ve zlato? *Nová Buffettologie* vás má naučit jak *dešifrovat a využít finanční informace tak, jako byste vy sami byli Warren Buffett*, nejúspěšnější a nejbohatší investor na světě. Představte si, jakoby tato kniha byla softwarový program pro vaši mysl. Naprogramuje vás tak, abyste mysleli a investovali jako samotný Buffett. Není to uspokojující pocit?

Abychom správně navodili pocit programování, budeme vás Buffettově metodice učit krok za krokem. V každém kroku vás seznámíme s určitým aspektem jeho investiční strategie a zároveň vám ukážeme, jak jej budete moci využít k navýšení svého vlastního bohatství, a to i na problémovém trhu. Provedeme vás metodologií a finančními rovnicemi, které Warren sám používá k identifikování společností, *do kterých*

investovat, ale také k určení správného okamžiku, *kdy* do nich investovat. Závěrem vás naučíme, *jak podle Warrena investici výhodně prodat*.

Pouhé pochopení základních rysů cílových druhů podniků, do kterých Warren rád investuje, vám ale úspěch nezaručí. Musíte se naučit stanovit tu správnou kupní cenu. Pokud jednou přeplatíte, nezáleží už na tom, jak velká hnací ekonomická síla požene podnik ve váš prospěch. Ale naučíte-li se odhadnout tu nejnižší cenu pro ten pravý byznys, pak vás jednou vaše výdělinky vynesou na obálku časopisu *Forbes*.

Warren sám sebe rád považuje za podnikového analytika, ne za analytika cenných papírů. My vás po jeho vzoru naučíme, jak odlišit skvělý byznys od průměrného. První část knihy se zaměřuje na kvalitativní stránku rovnice. Zde se naučíte, jak Warren identifikuje sílu a kvalitu dlouhodobého podnikového hospodaření a také pochopíte, že jej zajímá pouze určitý druh firem a to pouze v případě, že cena jejich akcií spadla na dostatečně nízkou úroveň, vhodnou pro dobrou akvizici. Naučíme vás, jak podle Warrena rozlišit dobře fungující podnikovou ekonomiku od špatně fungující: může se firma dostat ze dna, na které se dostala vlivem propadu cen svých akcií a může se z něj odrazit dokonce ještě silnější? Uvědomíte si, že Warrenova genialita spočívala ve schopnosti uchopit dlouhodobou ekonomickou hodnotu hrstky úspěšných firem, kterou pak sledoval a v ten správný okamžik, kdy trh jejich akcie přecenil, dané akcie výhodně koupil. Pochopíte, jak své vědomosti proměňuje v obrovské zisky.

Druhá část knihy je kvantitativní. Představíme vám v ní matematické rovnice, pomocí nichž Warren zjišťuje, zda se podnik, který utrpěl propad, již obchoduje za dostatečně nízkou cenu a má podle jeho slov „podnikatelský smysl“ jeho akcie kupovat. Naučíme vás, jaké kalkulace používá a jak získané hodnoty interpretuje. Warren bude investovat vždy jen do podniků, které pořídí za dostatečně nízkou cenu, odvozenou od očekávané složené roční míry výnosnosti investice (ROI). Naučíme vás celé škále kalkulací, které tuto očekávanou míru výnosnosti stanovují. V této části knihy vám dále ukážeme, kde můžete na internetu potřebné finanční informace najít i jak tyto informace použít.

Abychom vám usnadnili zpracování velkého množství dat, začlenili jsme do knihy i návod k použití softwaru pro finanční výpočty zvaný Texas Instruments BA-35 Solar. Tento malý zázrak a jemu po-

dobné, které před třiceti lety ještě neexistovaly, nám jednou pro vždy srozumitelně zpřístupnily svět, který byl kdysi exkluzivně doménou analytiků z Wall Street. Není-li tedy matematika vaše nejsilnější stránka, neobávejte se, vše budete mít pod kontrolou. V žádném případě nebudete muset sami provádět složité výpočty odhadů finanční vývoje.

V knize uvádíme i několik případových studií mapující Buffettovy současné investice a dále i speciální investiční šablonu, na které si můžete sami osvojenou metodologii procvičit. Sada konkrétních otázek a kalkulací v ní obsažených vám pomůže získat Warrenův unikátní pohled na věc.

V kapitole 16 uvádíme vedle současných i seznam Warrenových předešlých investic, které mu za uplynulých třicet let vynesly miliardy. Stojí za to si je prohlédnout.

Věříme, že v *Nové Buffettologii* najdou inspiraci i čtenáři původní *Buffettologie*. Nové vydání v sobě přináší jiný, i když stejně poučný pohled na investiční metody Warrena Buffetta. I zde uvádíme stejné, i když aktualizované případové studie z původní *Buffettologie*, jejichž prostřednictvím vám nabízíme k posouzení, zda jsou Warrenovy minulé analýzy stále poplatné (a ony byly a i nadále budou). V detailu budeme také zkoumat, jak učinilo internetové obchodování z Warrenovy akciové arbitráže, někdejší domény výhradně obřích společností, výnosný obchod i pro ty nejmenší investory. Zatímco se původní *Buffettologie* zaměřila na Warrenovo investování z pohledu podniku, *Nová Buffettologie* vás v detailu obeznámí s tím, jak Warren využívá pesimistickou krátkozrakost akciového trhu jako katalyzátor pro investice do řady nejúspěšnějších podniků naší doby za relativně levný peníz v porovnání s jejich dlouhodobou ekonomickou hodnotou.

Podkladem této knihy byly Warrenovy poznámky, přednášky, poskytnutá interview i jednoduché rozhovory. Přestože jsme byli v minulosti oba s Warrenem v kontaktu, on sám se na napsání této knihy nepodílel. Sami jsme tak mohli volně otevřít tolik „dveří“, kolik jsme jen považovali za vhodné, abychom vám mohli dostatečně srozumitelně a zevrubně zprostředkovat jeho styl selektivního kontrariánského investování. Nejen, že jsme se ponořili do studia akcií oficiálně spadajících do Buffettova holdingu, ale pátrali jsme i po investicích na rozhraní faktu a fámy, které ovšem ideálně dokreslovaly typický rys

jeho investování. Chtěli jsme vám prostě předložit kompletní obraz i s těmi nejmenšími detaily, které ostatní spisovatelé třeba opomenuli.

V knize uvedená data jeho oficiálních akciových nákupů a prodejů byla stanovena pomocí dokumentů SEC⁶ pouze přibližně. Warren je známý svými rychlými obchody v objemech milionů akcií v rámci několika dní a iniciovat nákupní programy ke sledování dat obchodů by zabralo několik týdnů. Prodeje přitom probíhají podobně. Z tohoto důvodů bylo skoro nemožné dopátrat se přesných dat a raději jsme zvolili aproximaci. Pokud v knize neuvádíme jinak, spadají veškeré ceny akcií do období od února 2002 až po současnost⁷.

Abychom mohli ničím nezkraseně vysvětlit koncept Buffettova selektivního kontrariánského investičního stylu, považovali jsme za vhodné abstrahovat od vlivu zdanění a inflace. V *Buffettologii* jsme zevrubně sledovali obrovský vliv zdanění a inflace na Warrenův investiční styl. Opětovným zmiňováním těchto dopadů bychom se nejen opakovali, ale zastřeli bychom tím i důležité principy, které zde chceme představit poprvé.

Měli byste si uvědomit, že i když jsou Warrenovy investiční metody poměrně snadno pochopitelné, mnoho z nich jde v zásadě zcela proti základní lidské intuici a také proti oné moudrosti panující na Wall Street. Snadno se těmto metodám naučíte, ale nebude vždy jednoduché je plně implementovat, především tehdy, když bude celý zbytek trhu prodávat a vy se budete chystat ke koupi. Na ty z vás, kteří se ale s Warrenovou selektivní kontrariánskou investiční strategií plně ztotožní a zároveň v sobě najdou i pevnou vůli ji implementovat, čeká nevyčerpatelný pramen bohatství. Takový rozměr bohatství, který z vás učiní jednoho z nejbohatších lidí na světě.

Takže se chopte svých kalkulaček, naostřete si tužku nebo dvě, vezměte si k ruce prázdný papír a začněte stahovat miliardářský program Warrena Buffetta pro vydělávání peněz na akciovém trhu!

Mary Buffettová a David Clark
březen 2002

⁶ U. S. Securities and Exchange Commission, vládní komise vytvořená Kongresem USA v roce 1934 k regulaci trhů s cennými papíry a k ochraně investorů. (pozn. překladatele)

⁷ Originál byl publikován v prosinci 2002. (pozn. překladatele)

1. Odpověď na otázku „Proč Warren ‚nehraje‘ s akciovým trhem“ a jak z něj právě tato nečinnost učinila amerického investora číslo jedna

Hlupák nevidí stejný strom, který vidí chytrý muž.

– William Blake

Než vyrazíme na cestu buffettologií, měli byste se nejdříve o Warrenu Buffettovi dozvědět něco velmi důležitého. „Nehraje“ totiž s akciovými trhy – přinejmenším ne v konvenčním smyslu tohoto slova. Nezajímají jej současné investiční trendy a vyhýbá se investičním hitům dne. Nedělá si grafy tržních cen, ani se neúčastní každodenního šílenství na Wall Streetu, známého jako investiční momentum, jehož zjednodušený pohled vyhodnocuje akcii jako atraktivní, pokud její cena rychle roste, a naopak jako neatraktivní, pokud její cena rychle padá. Toto je ten nejneobvyklejší aspekt jeho investiční filosofie, kterým po celou dobu svého investičního života odstavoval na vedlejší kolej každé investiční šílenství, které zrovna panovalo ve finančním světě. Vesele připouští, že se mu vyhnula internetová revoluce i superzisky z biotechnologií, a s šibalským úsměvem a mazaným uchechtnutím vám bude pravděpodobně tvrdit, že jej minuly i všechny ostatní převratné události na Wall Street. A přece, pouhým investováním na akciovém trhu dokázal proměnit počáteční investici 105 000 dolarů ve jmění, které dnes přesahuje 30 miliard amerických dolarů.

Zde je jeho velké tajemství: *Warren Buffett se stal pohádkově bohatým ne díky tomu, že „hrál“ s akciovým trhem, ale díky tomu, že hrál s lidmi a institucemi, které hrají s akciovým trhem.* Warren je umělcem ve využívání pošetilosti, která pramení z pesimismu a krátkozrakosti investorů, ve svůj prospěch. Všimněte si, že většina osob a finančních institucí (jako např. podílové fondy) hraje s akciovým trhem ve snaze docílit rychlých zisků. Jejich posedlost co nejrychleji a nejsnadněji zbohatnout

je docela přirozeně vedla k tomu vytvořit investiční metody a filosofie postižené krátkozrakostí. Warren věří, že toto krátkozraké jednání v sobě přináší obrovský potenciál pro bláznivé investice obrovských rozměrů. V okamžiku, kdy se tak stane, číhá již Warren trpělivě se svými miliony v Berkshire a vyčká jen na pravou chvíli, kdy se všechny podílové fondy začnou zoufale zbavovat akcií postižených firem, aby je on za mizivý peníz koupil. A bude nakupovat s klidem v duši, protože ví, které z vyděděnců dneška vynese trh na akciový Olymp zase zítra.

Warren toto dokáže lépe než kdokoliv jiný, protože objevil dvě věci, které ocení jen málokterý investor. Zprvé, přibližně 95 % investorů a investičních institucí akciového trhu tvoří tzv. „krátkodobě motivovaní investoři“. Jinými slovy, tito investoři reagují na krátkodobé stimuly. Nakupují podle momentálních zpráv a ne na základě dlouhodobých hospodářských výsledků firmy – pokud jsou tyto zprávy dobré, nakupují, pokud jsou špatné, prodávají. Jedná se o klasické davové šílenství ovládané reportážemi tipu *Wall Street Journal*, které najdete každý den ráno v novinách. Možná to zní pošetile, ale faktem zůstává, že tak investuje většina osob i manažerů podílových fondů. Pod pojmem dobrá zpráva, tedy zpráva, která investory stimuluje k nákupu, si můžeme představit pouhý nadpis oznamující očekávané skoupení většinového podílu, nárůst kvartálního zisku nebo rychle rostoucí cenu akcie. (Může to působit až choromyslně, že se soukromí investoři a manažeři fondů dovedou nadchnout pro akcii jen proto, že její cena roste, ale nezapomeňte, trhu vládne šílenství zvané „investiční momentum“. Jak jsme již zmínili, Warren mezi tento typ investorů nepatří. On považuje tento přístup za čiré bláznovství.)

Pod takzvanými špatnými zprávami, které stimulují investory k prodeji, si můžeme představit cokoli od recese ve významném sektoru průmyslu, přes nedosažení plánovaného kvartálního zisku jen o pár centů, až po válku na Středním východě. Vzpomeňte si, co radí náš oblíbený rádce z Wall Street zvaný investiční momentum: prodávat, když cena akcie padá. To znamená, že pokud cena akcie klesá, vrhnou se podílové fondy do víru dění a začnou prodávat jen proto, že to dělají všichni okolo. Jak jsme již řekli, Warren v tomto jednání spatřuje bláznovství. Na druhou stranu je to ale typ bláznovství, na kterém lze dobře vydělat.

Warren si uvědomil, že cena žhavé akcie, která pod vlivem dobrých zpráv vyletí vzhůru, sama o sobě stačí k tomu, aby vyhnala hodnotu akcií firmy do stratosféry. Obecně se tomuto jevu říká „fenomén dobrých zpráv“. Také si všiml obráceného procesu, kdy nastane pravý opak. Pesimistická akcie doprovázená negativními zprávami o firmě dožene cenu akcií do klesající vývrtky. Tento jev se pak ekvivalentně nazývá „fenomémem špatných zpráv“.

V obou situacích Warren vyzoroval, že téměř vždy bývá pomíjen faktor dlouhodobého hospodaření firmy. Právě krátkodobá mentalita akciového trhu má pak tendenci firmy někdy hrubě *nadhodnocovat* a jindy zase hrubě *podhodnocovat*.

Druhý základ Warrenova úspěchu vycházel z jeho úvahy, že pouze reálná dlouhodobá ekonomická hodnota firmy v konečném důsledku vymezí oba mantinely pro pohyb kurzu a jako jediná tak stanoví hodnotu firmy věrně. Warren si všiml, že nadhodnocené firmy bývají nakonec znovu přehodnoceny a jejich cena snížena, což akcionáře ve svém důsledku poškodí. Znamená to, že kterýkoli investiční hit dne může záhy skončit v propadlišti dějin, místo aby svým akcionářům vynesl pěkný balík. Splasknutí bubliny zvané dot.com⁸ je zářným příkladem takové investice, která jednoho dne dosáhne vrcholu své popularity a druhý den po ní neštěkne pes.

Warren došel k závěru, že podhodnocené firmy se zdravým hospodařením jsou nakonec přehodnoceny směrem nahoru a obohatí tak své akcionáře. Firmy dnešním trhem považované za nežádoucí se tak snadno mohou zítra stát zářící hvězdou. Ukázkovým příkladem tohoto fenoménu je například pojistovací sektor, který se propadl v roce 2000 do recese, a následně pocítil úbytek tržní ceny svých akcií téměř o polovinu. V tomto období se prodávaly akcie pojistovacího gigantu Allstate na úrovni 19 dolarů za akcii a v případě Warrenovy firmy

⁸ Anglický termín (volně přeloženo „tečka com“ podle nejoblíbenější internetové domény) označující období tzv. internetové horečky, která vládla akciovým trhům přibližně v letech 1996–2001 a svého vrcholu dosáhla v roce 2000. Označuje hromadný rozkvět internetových firem, které na sebe dovedly i bez reálných podnikatelských výsledků strhnout ohromné investice. Roku 2001 internetová bublina praskla a s ní splaskly i nadhodnocené akcie těchto firem (pozn. překladatele).

Berkshire Hathaway na úrovni 40 800 dolarů za akcii. Již rok poté se akcie Allstate obchodovaly okolo 40 dolarů za akcii a Berkshire dokonce až na 70 000 dolarech za akcii. Investoři, kteří vložili svůj kapitál do těchto dvou firem v období recese, tak za jediný rok dosáhli roční návratnosti až 75 % i více.

Warrena učinila superbohatým mužem jeho geniální myšlenka, že krátkodobá mentalita, převažující na akciovém trhu, má za následek periodické hrubé podhodnocování *velkých firem*.

Dále si všiml, že trh mívá tendenci přehnaně reagovat na špatné zprávy týkající se velkých firem a přehnaně se zbavovat těchto akcií, čímž se z dlouhodobého hlediska vytváří ekonomicky velmi výhodná příležitost. (Vzpomeňte si, co jsme zmínili již dříve, drtivá většina osob a institucí jako podílové fondy prodávají akcie na základě špatných zpráv.) V tomto okamžiku Warren vstupuje na trh a nakupuje co nejvíce těchto akcií v přesvědčení, že dlouhodobé výsledky hospodaření postižených firem tuto momentální negativní situaci časem zkorigují a ceny akcií vrátí do výnosnějších sfér.

Akciový trh nakupuje na základě dobrých zpráv a prodává na základě špatných. Warren na základě špatných zpráv nakupuje. Z toho důvodu si vždy dával pozor, aby se vyhnul býčím trhům založeným na dobrých zprávách v tak populárních odvětvích jako internet, počítače, biotechnologie, mobilní telefony a desítky dalších, které svými ziskovými sliby lákaly investory po řadu let. Nakupuje nepopulární a levné akcie firem, u kterých zaslepený Wall Street nerozezná jejich pravou dlouhodobou ekonomickou hodnotu.

Klíčový bod > Spekulace na býčím trhu založeném na dobrých zprávách je něco, co Warren rád přenechává ostatním hochům. To není jeho styl. Nikdy nevlastnil akcie firem Yahoo!, Priceline, Amazon.com, Lucent, CMGI ani firem z oblasti špičkových technologií v období internetového boomu. Warrenova hra je založena na pravém opaku, vyhýbat se všemu, co je právě populární, a vyčkat na krátkodobou špatnou zprávu, která poškodí akcie opravdu skvělých podniků, a pak se na ně vrhnout a nakoupit jich co nejvíce. Warren kdysi řekl: „Nejčastějším důvodem stojícím za nízkými cenami akcií je pesimismus, někdy plošně rozšířený, někdy se týkající jediné firmy nebo sektoru ...“ My [z Berkshire Hathaway] máme pesimismus rádi, protože snižuje

ceny akcií.“ Pesimismus, ne optimismus je pravým zdrojem Warrenova fantastického bohatství.

CO BYSTE SI MĚLI Z TĚTO KAPITOLY ZAPAMATOVAT

- Warrena nezajímají investiční hity dne.
- Warren objevil, že naprostá většina investorů na akciovém trhu, včetně podílových fondů, je krátkodobě zaměřená; kupuje na základě dobrých zpráv a prodává na základě špatných.
- Krátkodobá mentalita akciového trhu způsobí, že trh někdy hrubě podhodnocuje dlouhodobé ekonomické vyhlídky opravdu skvělých podniků.
- Warren rád nakupuje na základě špatných zpráv.
- Warrenova genialita spočívá v jeho schopnosti uchopit lidskou netečnost k dlouhodobé ekonomické hodnotě některých podniků.

2. Jak Warren vydělává na špatných zprávách o firmě

„To víš, Wall Street,“ snažil se mě Warren uklidnit.
„Tam nikdo neuvažuje dlouhodobě“.

— z knihy Personal History
od Katharine Grahamové⁹

Warren se řídí *selektivní kontrariánskou investiční strategií*. Jedná se o druh strategie, která investora motivuje k investování v okamžiku padajících cen akcií. Kontrarián investuje do cenných papírů, o které ostatní investoři nemají zájem, a tím si zaručuje nízké ceny, které mu jednou, až se podnik i jeho tržní hodnota zotaví, přinesou veliké zisky. Warren ovšem nepovažuje každého momentálního „loosera“ na trhu za příležitost vhodnou k investování. O firmu má zájem *pouze* v případě, že u ní nalezne kvalitní ekonomický základ pracující v její prospěch a *zároveň*, pokud jsou její akcie obchodovány za kontrariánskou cenu. Všiml si, že atraktivní cena těchto výjimečných podniků je dílem pesimistické krátkozrakosti akciového trhu. Jeho základní investiční filosofie spočívá na kontrariánských základech, s tou námitkou, že výjimečnost firmy tvoří především vlastnost, kterou sám nazývá *trvalou konkurenční výhodou*. Tímto tématem se budeme podrobně zabývat později. Warrenova filosofie vyžaduje od investora, který si chce rychle vydělat dolar, aby šel proti základním lidským instinktům. Také vyžaduje, aby si investor do svého mozku „natáhl software“, který mu pomůže rozpoznávat podniky se slibnou ekonomickou hodnotou a *zároveň* odhalit ten pravý okamžik, kdy se jeho akcie prodávají za atraktivní cenu.

⁹ Katharine Meyer Grahamová (1917–2001), americká nakladatelka. Stála v čele rodinných novin The Washington Post po dvě dekády a především také v období tzv. aféry Watergate, která vedla k rezignaci amerického prezidenta Richarda Nixona. Za své memoáry „Personal History“ (česky Osobní historie) obdržela v roce 1998 Pulitzerovu cenu (pozn. překladatele).

Kontrariánská investiční strategie versus selektivní kontrariánská investiční strategie.

Kontrariánské investiční strategie radí investorovi nakupovat akcie, které v poslední době vykazovaly slabé výsledky a ztratily přízeň investorů. Tato strategie je založena na výsledcích tržního průzkumu Eugene Famaové a Kennetha Frenche, kteří vysledovali u firem, jejichž akcie byly trhem poslední dva roky bičovány, vysokou pravděpodobnost pro nadprůměrné zisky v následujících dvou letech. Výše zmíněná strategie se téměř výhradně zaměřuje na padající ceny akcií a nevěnuje valnou pozornost ekonomice podniků stojící za nimi. Investoři tradiční kontrariánské investiční strategie nerozlišují mezi cenově konkurenčními firmami a podniky disponujícími trvalou konkurenční výhodou. Dokud cena akcie vykazuje klesající trend, je akcie kandidátem ke koupi.

Selektivní kontrariánská investiční strategie – Warrenův přístup – doporučuje investorům nakupovat akcie pouze firem s trvalou konkurenční výhodou, jejíž akcie současně trh svou krátkozrakostí stlačil dolů na takovou úroveň, že má podnikatelský smysl koupit celou společnost. Tato strategie se od tradiční kontrariánské liší tím, že cílí pouze na firmy, které mají identifikovatelnou trvalou konkurenční výhodou nad svými konkurenty a prodávají se za ceny atraktivní i pro soukromého investora. Nestarejte se, že je to poněkud mlhavé. Zkonkrétníme to později.

Klíčový bod ➤ Abychom se podobali Warrenovi, musíme vědět, co nakupovat a kdy nakupovat. Co nakupovat? Výjimečný byznys s trvalou konkurenční výhodou pracující v jeho prospěch. A kdy? Když pesimistická krátkozrakost trhu poslala cenu jeho akcií ke dnu.

Pesimistická krátkozrakost a fenomén špatných zpráv vytváří pro Warrena příležitosti ke koupi. Kdyby většina akciového trhu čas od času netrpěla touto náladovou krátkozrakostí, nikdy by Warren Buffett nedostal šanci koupit některé celosvětově nejúspěšnější firmy tak pod cenou. Nepřidil by v roce 2000 osmi procentní balík akcií firmy H&R Block za cenu 28 dolarů za akcii ani by neuzavřel tolik diskutovaný kontrakt o nákupu 1,7 miliónu akcií Washington Post Company v roce 1974 při ceně 6,14 dolarů za akcii. Dnes se H&R Block obchoduje kolem 60 dolarů a Post okolo 500 dolarů za akcii. Výnosnost jeho H&R investice před zdaněním tak po roční držbě činila přibližně 41 % a celková výnosnost jeho investice ve Washington Post před zdaněním činila po

27 letech držby 8,468 %, což odpovídá složené roční úrokové sazbě před zdaněním ve výši 17,8 %. To není špatné.

Právě tržní pesimismus letů 2000 a 2001 napomohl Warrenovi k investicím do firem jako Justin Industries, Yum Brands, Johns Manville, Shaw Industries, Liz Claiborne, Nike Inc., Dun & Bradstreet Corp., USG Corp., First Data Corp. a již zmíněné společnosti H&R Block, jíž se budeme detailně ještě věnovat.

Poměrně záhy ve své kariéře Warren pochopil, že většina obchodníků s akciami, ať už se jednalo o tzv. denní internetové obchodníky¹⁰ (*internet day traders*), kteří věnují své investici pozornost sotva pár minut (profesionální denní obchodník uzavírá v průměru čtyřicet čtyři obchodů denně, tedy co devět minut, to jedna transakce), nebo o podílové fondy, kteří naplňují potřeby „krátkozraké“ veřejnosti, jim všem se jedná hlavně o to, vydělat co nejrychleji peníze. Ano, naoko sice velebí důležitost dlouhodobého investování, ale ve skutečnosti sledují jen rychlý a krátkodobý zisk.

Warren zjistil, že bez ohledu na úroveň inteligence jednotlivce, finální rozhodování většiny obchodníků nakonec řídí surový pud po rychlém zbohatnutí. Vezměme si ku příkladu manažery podílových fondů. Dejte se s nimi do hovoru a po chvíli se vám všichni vylíjí srdce, jak ohromnému tlaku jsou neustále vystavováni, jen aby každý rok docílili těch nejvyšších možných výsledků. Je to zcela pochopitelné, protože podílové fondy prodává v očích veřejnosti jejich výkonnost a ta, sloužící jako základní rozhodovací faktor, nakonec přerozdělí volné prostředky jen mezi fondy s nejlepším ratingem výkonnosti v daném roce. Představte si manažera podílového fondu, jak svému marketingovému týmu nadšeně oznamuje, že se jejich fond co do výkonnosti umístil ve spodních 10 % všech fondů Spojených států. Dovedete si asi představit, jak budou jeho kolegové z marketingu skákat radostí, nasypou hned pár milionů dolarů do reklamní kampaně a budou se předhánět v nápadech jak nalákat nové investory ke vkladům do jednoho z 10 % nejslabších fondů Ameriky. Tak to opravdu nebude. Spíš

¹⁰ Tzv. denní obchodování (*day trading*) představuje jednu z forem drobného investování do akcií, při které investor spekuluje na rychlou změnu akcie a nebere přitom ohled na její vnitřní hodnotu (pozn. překladatele).