

JEREMY MILLER

Základní pravidla

Warrena
Buffetta

Jeremy Miller

ZÁKLADNÍ PRAVIDLA

WARRENA BUFFETTA



Copyright © 2016 by Jeremy C. Miller.
All rights reserved

*Všechna práva vyhrazena.
Žádná část této publikace nesmí být rozšiřována
bez písemného souhlasu nakladatele.*

Překlad © Viktor Faktor, 2016
Obálka © Jiří Miňovský – ARBE, 2016
© DOBROVSKÝ s.r.o., 2016

ISBN 978-80-7585-380-6 (pdf)

Jeremy Miller

ZÁKLADNÍ PRAVIDLA

WARRENA BUFFETTA

Moudrá slova z dopisů partnerům
největšího investora na světě

*Věnováno památce mého drahého přítele a kolegy
Petera Sauera (1976-2012). Petere, opustil jsi nás příliš záhy.
Když jsi zde byl, mnoha velkým úspěchům se vyrovnala
jen tvá skromnost.*

Výňatky z dopisů partnerům od Warrena Buffetta jsou použity s jeho povolením.

Jinak nemá pan Buffett s touto knihou vůbec nic společného. Řečeno jinými slovy, veškerá moudrost je jeho, a veškeré omyly moje.

Abych udržel narativní tok výňatků, vynechávky nejsou vždy označeny.¹

ÚVOD

„Kdybych do této emise vložil 1 milion dolarů, nebo 10 milionů dolarů, byla by to dostatečná investice. K nejvyšší návratnosti, jaké jsem kdy dosáhl, došlo v padesátých letech 20. století. Zničil jsem Dow. Museli byste vidět čísla. Ale tehdy jsem investoval jen pár šupů. Když nemáte spoustu peněz, je to velká strukturální výhoda. Myslím, že bych dokázal vydělat z 1 milionu dolarů za rok 50 %. Ne, vím, že bych to dokázal. Mohu to zaručit.“¹

– WARREN BUFFETT, *BUSINESSWEEK*, 1999

V roce 1956 Warren Buffett pracoval v New Yorku se svým rádcem Benjaminem Grahamem, zakladatelem hodnotového investování. Když se Graham rozhodl odejít do důchodu, nabídl svému nejlepšímu žákovi partnerský podíl ve své firmě Graham-Newman, ale pětadvacetiletý Buffett se rozhodl pro návrat domů. Nedlouho poté byla na žádost čtyř členů rodiny a třech kamarádů vytvořena nová investiční partnerská společnost Buffett Associated Ltd. Než ale souhlasil s přijetím jejich šeků, pozval je na večeři do Omaha Club s tím, že si každý svou útratu zaplatí sám.²

Onoho večera Buffett každému předal právní dokument o několika stránkách, týkající se formální dohody o partnerství, a řekl jim, že nemusí mít obavy z toho, co v něm je. Ujistil je, že nedojde k žádnému překvapení. Při setkání se mělo diskutovat o tom, co pokládal za mnohem důležitější: o Základních pravidlech. Udělal průklepové kopie tohoto stručného seznamu zásad

a důkladně začal procházet bod po bodu. Buffett trval na úplné autonomii. Nehodlal se bavit o tom, čím se má partnerství zabývat, a poskytl jen velmi málo informací o své kapitálové účasti. „Tato základní pravidla jsou filozofií,“ řekl jim. „Pokud s nimi souhlasíte, tak do toho pojďme. Pokud ne, tak to pochopím.“³

Základní pravidla

1. Partneři nemají v žádném smyslu zaručenou jakoukoliv míru návratnosti. Partneři, kteří si budou vybírat půl procenta měsíčně, nedělají nic jiného než to, že vybírají. Pokud vyděláme více než 6 % ročně, měsíční výběry budou pokryty výnosy a základní vklad stoupne. Nevyděláme-li více než 6 % ročně, měsíční splátky jsou částečně nebo plně návratem kapitálu.
2. Po každém roce, v němž nedosáhneme 6 % a více, bude následovat rok, ve kterém budou partnerům, kteří dostávají měsíční platby, tyto platby poníženy.
3. Kdykoliv hovoříme o ročních ziscích, nebo ztrátách, hovoříme o tržních cenách, to znamená o tom, jak si stojíme s aktivy podle tržní hodnoty na konci roku v porovnání s tím, jak jsme si za stejných podmínek stáli na začátku roku. Toto může mít jen velmi malý vztah k skutečným výsledkům pro daňové účely v daném roce.
4. Zda si vedeme, nebo nevedeme dobře, se nebude poměřovat tím, zda jsme v tom či onom roce v plusu, nebo minusu. Je třeba měřit v porovnání s obecnou zkušeností s cennými papíry tak, jak je měřen Dow-Jonesovým průmyslovým průměrem, vedoucími investičními společnostmi a podobně. Je-li náš výkon lepší než tato měřítka, můžeme rok pokládat za dobrý, ať už jsme v plusu, nebo minusu. Vedeme-li si hůře, žádnou pochvalu si nezasluhujeme.

5. I když dávám přednost pětiletému testování, cítím, že k posouzení naší výkonnosti jsou zapotřebí minimálně tři roky. Je jisté, že budeme mít roky, v nichž výkonnost naší partnerské spolupráce bude horší, možná i podstatně horší než Dow. Jestliže jakékoliv tříleté nebo delší období povede k špatným výsledkům, měli bychom se všichni začít ohlížet po jiných místech, kam vložit naše peníze. Výjimkou platnou pro tento výrok by bylo tříleté pokrytí spekulativního výbuchu na býčím trhu (*pozn. překl.: Býčí trh [anglicky Bull market] je ekvivalentní výraz pro rostoucí trh, kdy každý výkyv nahoru a dolů v daném trendu je vyšší než předcházející výkyv nahoru a dolů. Vychází z tradiční burzovní terminologie. Vysvětlení pro toto označení je jednoduché. Když býk útočí, nabírá protivníka na rohy a vymršťuje ho nahoru. Opakem je medvědí trh, Bear market.*).
6. Nejsem odborníkem na předvídaní akciového trhu nebo výkyvů v podnikání. Jestli si myslíte, že to dokážu, nebo se domníváte, že je to podstatné pro investiční program, tak byste neměli být v tomto partnerství.
7. Nemohu partnerům slíbit výsledky. Mohu však slíbit a slibuji:
 - a) Naše investice budou voleny na základě hodnoty, nikoliv popularity
 - b) budeme se snažit snížit riziko permanentní ztráty kapitálu (nikoliv krátkodobou kotační ztrátu) na absolutní minimum tak, že dosáhneme vysoké marže při zabezpečení u každého závazku a zajistíme různorodou skladbu závazků
 - c) má manželka, děti a já investujeme do partnerství v podstatě veškeré naše vlastní jmění⁴

Každý, kdo byl onoho večera pozván do Omaha Clubu, podepsal smlouvu a Buffett si od něj převzal šek. Každý nový příchozí partner byl důkladně obeznámen se základními pravidly. Poté dostával každoročně každý partner kopii aktualizované verze pravidel.

V následujících letech Buffett sděloval své výsledky a popisoval své činnosti v celé řadě dopisů malé, ale neustále se rozrůstající, skupině stoupenců. Využíval dopisy jako učební nástroj k posilování a rozšiřování pojmů, které se vztahovaly k základním pravidlům, k diskuzi o očekávaných budoucích výsledcích a komentářům k tržnímu prostředí. Zprvu se jednalo o roční aktuální zprávy, ale když se mnozí partneři začali ozývat, že „rok je příliš dlouhá doba mezi drinky“, začal je psát nejméně jednou za půl roku.

Tyto „dopisy partnerům“ jsou kronikou jeho myšlenek, přístupů a úvah z období předcházejícího bezprostředně jeho lépe známému funkčnímu období v Berkshire Hathaway. Bylo to období, které přineslo bezprecedentní sérii investičních úspěchů, a to dokonce i ve srovnání s jeho úspěchy v Berkshire. I když očekával, že bude mít dobré a špatné roky, domníval se, že 10 % navíc v porovnání s Dow je dosažitelných ve většině tří až pětiletých obdobích, a právě toho si umínil dosáhnout.

Vedl si však daleko lépe. Neustále porážel trh a nikdy neměl rok, v němž by skončil ve ztrátě. Za celé období navyšoval kapitál partnerů o 24 % ročně, a to po odečtení poplatků. Toto rané období patří k jedněm z nejlepších roků v jeho kariéře.

Ponaučení, která vyplývala z jeho komentářů, poskytují nadčasové rady pro všechny typy investorů – od začátečníků a amatérů až ke zkušeným profesionálům. Tvoří konzistentní a vysoce účinný soubor zásad a metod, který se vyhýbá módním a technickým pokušením, jakých je na dnešním (i jakémkoliv) trhu spousty. I když Buffettovy dopisy obsahují typ sofistikované analýzy, která by měla oslovit i ostřílené profesionály, jsou rovněž základní příručkou pro investování, protože poskytují základní přístup se selským rozumem, který by měl vyhovovat všem.

Dopisy partnerům a jejich moudrá ponaučení byly sestaveny v úplnosti a poprvé zpřístupněny v této knize. Obsahují takové základní zásady jako jeho opoziční diverzifikační strategii, jeho téměř náboženské opěvování složeného úročení a jeho konzervativní proces rozhodování (v protikladu ke konvenčnímu rozhodování). Zahrnují i jeho metody investování v jím vytvořených kategoriích Generals, Workouts a Controls, což byly jeho tři hlavní „operační metody“, které se v průběhu doby vyvinuly v zajímavé a důležité způsoby, které prozkoumáme.

Dopisy mají obrovskou cenu, protože popisují způsob uvažování úspěšného mladého investora, jenž začal pracovat se skromnými sumami; způsob uvažování, který mohou investoři přijmout a používat k dosažení dlouhodobého úspěchu na trhu. Jsou rovněž silným argumentem pro dlouhodobou a na hodnotu orientovanou strategii, takovou, která je obzvláště životaschopná v bouřlivé době, jako je ta naše, kdy jsou lidé zranitelní spekulativním, často na dluh pořízeným krátkodobým zaměřením, které je jen zřídka-kdy dlouhodobě účinné. Poskytují nadčasové zásady konzervativního myšlení a disciplíny, jež jsou základními kameny Buffettova úspěchu.

Kdyby mladý Buffett začínal své Partnerství dnes, nelze pochybovat, že by dosáhl stejně obrovského úspěchu. V tisku „zaručuje“, že by i dnes dokázal jen z několika málo milionů dolarů dosáhnout výnosu 50 % ročně. Vysoká míra návratnosti (z malé sumy) je právě tak dosažitelná, jako byla před lety, protože přetrvává neefektivita trhu, zvláště v menších a méně sledovaných obchodních oblastech, a protože Buffett je výtečný investor. Pokud budou mít akcie nadále krátkou paměť a jejich hodnota bude oscilovat v důsledku strachu a nenasytosti, vždy budou existovat příležitosti k obrovským výnosům pro všechny podnikavé investory, kteří přijmou správný způsob uvažování.

Stejně jako dříve, i dnes mnozí postrádají vůli a kázeň, jaké jsou třeba k hodnotovému investování. V dopise za dopisem se Buffett vrací k neměnné povaze svých zásad. Je to postoj, který je nad IQ přístupem – zůstat věrný svému způsobu a nenechat se zatáhnout do módních trendů, což je jednou z nejtěžších výzev

i pro ty nejostřílenější investory. Každý se může poučit z Buffettova mistrovství zvládnutí jeho vlastních investičních emocí.

Každá kapitola v této knize je uspořádána z dopisů na základě jedné ideje nebo tématu a drží se stejného základního formátu, počínaje shrnutím vysvětlujícím pozadí daného příběhu. Doufám, že to dodá historický kontext a umožní hlubší ocenění významnosti obsahu v naší době.

Pak jsou v úplnosti uvedeny všechny klíčové výňatky z dopisů na dané téma. To nejen umožní pít „long drinky“ ze zřídla Buffettova vlastního psaní, ale kniha by se měla stát i užitečným referenčním nástrojem jako zdroj o jeho práci z onoho období. Nahromadění veškerých komentářů na dané téma v samostatné kapitole může být často objevné. Vidíme, jak se z četných dopisů vynořují různé struktury, v nichž jsou nově zpracovány určité jeho myšlenky, a je vidět pokrok v jeho myšlení, což by bylo obtížnější sledovat, kdyby byly dopisy seřazeny chronologicky.

Buffett nikdy nevydal žádnou učebnici o investování, přinejmenším v tradičním slova smyslu. To, co máme kromě článků, které napsal, a poznámek, které byly zapsány z jeho hovorů a proslovů, jsou jeho dopisy. Je to korespondenční kurz, který začal v roce 1957 a pokračuje dodnes. Dopisy partnerům představují první část tohoto kurzu a mám to potěšení se o ně s vámi podělit. Doufám, že si jejich četbu vychutnáte stejně, jako jsem si vychutnával já jejich sestavování.

Jsem vděčný panu Buffettovi za to, že mi dovolil v této knize použít jeho dopisy, a ještě jednou upozorňuji, že jinak se v tomto projektu neangažoval. Měl jsem v úmyslu prezentovat jeho materiály způsobem, o němž doufám, že jej schválí, a chtěl jsem, aby jeho učení bylo přístupné jak začínajícím investorům, tak ostříleným profesionálům.

I. ČÁST

KAPITOLA 1

ORIENTACE

„Dosažitelnost cenové nabídky za váš obchodní podíl (akcie) by měla být vždy aktivem, které může být v případě potřeby zužitkováno. Je-li v tom či onom směru bláznivá, můžete ji využít ke svému prospěchu.“¹

12. ČERVENCE, 1966

Představte si, že jste v Omaze v Nebrasce: je jeden z večerů na podzim roku 1956. Elvis měl právě debut v *The Ed Sullivan Show* a v Bílém domě je Eisenhower. Dnes večer vy a dalších dvacet dospělých naplňujete učebnu na University of Omaha v Nebrasce, abyste si vyslechli první přednášku z kurzu, který má název „Zásady investování“. Vaším učitelem bude Warren Buffett, kterému je teprve něco přes dvacet. Jak se ukáže, vybrali jste si místo vedle Buffettovy tety Alice, jedné z původních sedmi investorů v jeho prvním Partnerství.

Rád přemýšlím o této knize jako o rekonstrukci oné první třídy „Zásad investování“ a čerpám z lekcí, které učil v dopisech partnerům, napsaných právě v době, kdy byl tento kurz poprvé v nabídce. Je to váš komentovaný průvodce k základům inteligentního investování, jak vyplývá z klíčových výňatků z těchto téměř čtyřiceti raných dopisů. Byla to léta před Berkshire, mezi roky 1956 a 1970, doba, kdy měl jen skromný kapitál a jeho možnosti byly neomezené. Byla to doba, zvláště na počátku Part-

nerství, kdy byl vám nebo mně podobný v tom, že byl ochoten investovat prakticky do čehokoliv, a zároveň pro něho nebyly nezajímavé sebemenší společnosti.

Buffett tehdy v padesátých a šedesátých letech ve dne investoval a skutečně přednášel na večerní škole a jeho teta Alice, společně s několika dalšími partnery, skutečně jeho přednášky navštěvovala. Po dokončení kurzu na Dale Carnegie, kde překonal svůj ostych z proslovů na veřejnosti, bylo pro Buffetta vyučování způsobem, jak udržovat své dovednosti. A nejen to – řídil se rovněž příkladem svého učitele Bena Grahama, který kromě psaní dopisů svým investorům vedl kurz analýzy cenných papírů na Columbia Business School, přičemž zároveň řídil svoji investiční společnost Graham-Newman.

Základní principy Benjamina Grahama

Nelze uvést knihu o základech inteligentního investování lépe než základním principem Buffettova myšlení, který obecně sdílejí Grahamovi žáci: trh může být a bude občas *krátkodobě* naprosto vychýlený a iracionální, ale *v dlouhodobém horizontu* bude stanovovat cenu cenných papírů v souladu s jejich základní vnitřní hodnotou.

Buffett používá ve svých dopisech poněkud paradoxní ideu svého učitele jako učební nástroj, protože poznal, co nás jako investory zajímá: konzistentně zdravá, racionální obchodní analýza postavená na logice a dobrém myšlení, která vede k výběru cenných papírů zaručujících nejvyšší potenciální návratnost s co nejmenším možným množstvím odpovídajícího rizika. Takový je dlouhodobý přístup investorů, což je velmi rozdílný přístup než se pokoušet o tvorbu zisků spekulováním o tom, co udělají, nebo neudělají jiní investoři, anebo se řídit domněnkami o krátkodobých změnách makroekonomických proměnlivých faktorů, jako jsou ceny ropy či úrokové sazby. Investoři, jak je později definujeme, kupují společnosti, spekulanti na trzích „hrají“.

Investoři se učí vidět krátkodobé výkyvy cen titulů jako v podstatě náhodné klikyháky a věří, že je lze víceméně ignorovat. A protože jsou chápány jako náhodné, nejsou činěny pokusy je systematicky předvídat. Lze říci, že toto není naše hra.

Z dlouhodobého hlediska trhy mají tendenci se vyrovnat a nakonec odrážet ekonomickou praxi společnosti v ceně akcie. Investoři to vědí, a proto se zaměřují na solidní dlouhodobé obchodní analýzy a konzervativní uvažování – toto vše podle našeho přesvědčení vede v průběhu času k lepším než průměrným výsledkům.

Tento velký základní princip pochází přímo od Bena Grahama, Buffettova učitele, bývalého zaměstnavatele, hrdiny a muže, který prakticky vymyslel analýzu cenných papírů. Ben Graham, známý jako děkan Wall Streetu, byl revolucionář a první člověk, který proměnil to, co dříve bývalo jakýmsi „temným uměním“, ve skutečnou profesi. Buffettova Grahamovy myšlenky zaujaly od okamžiku, kdy se s nimi seznámil. Byl jimi nadšen natolik, že dokonce pojmenoval svého syna, který se po něm stal dalším nevykonným členem správní rady Berkshire Hathaway, Hoard *Graham* Buffett. K porozumění Buffettovým investičním zásadám, respektive té části, která se od dob Partnerství až do současnosti nezměnila, je třeba důkladně pochopit několik Grahamových základních myšlenek a vlivů. Řekněme si, jak to všechno začalo:

Buffett dokončil studia na University of Nebraska-Lincoln o rok dříve, a to v roce 1950, ve věku devatenácti let. Požádal pak o přijetí na Harvard Business School, ale bylo mu řečeno, že by měl větší šanci, kdyby si podal přihlášku až za několik let. To, že ho nevzali na Harvard, byla jedna z nejšťastnějších věcí, která se mu kdy přihodila. Když se začal ohlížet po jiných obchodních školách, narazil na katalog University of Columbia. Zjistil v něm, že autor jeho oblíbené knihy „Inteligentní investor“, je nejen naživu, ale je tam i profesorem. Buffett okamžitě požádal o přijetí. Po několika týdnech (zažádal v srpnu) byl na University of Columbia přijat, netrvalo dlouho a už seděl v Grahamově třídě jako jeho nejlepší žák. Můžeme si jen představovat

intelektuální dynamiku mezi oběma muži. Graham postavil Buffettovy intelektuální základy a Buffett, jediný student, který dostal A-plus, pochytoval i to, co Graham odsuzoval.²

Po dokončení studia Buffett zoufale toužil po práci v Grahamově investiční společnosti, ale jak později říkal žertem, byl odmítnut kvůli své „vysoké hodnotě“, a to navzdory tomu, že chtěl pracovat zdarma.³ Reálným důvodem, proč tam práci nedostal, byl pravděpodobně fakt, že společnost Graham-Newman byla jednou z mála společností vlastněných Židy. Buffett mohl dostat dobrou práci jinde, ale kdyby Graham přijal Buffetta, musel by odmítnout jiné vysoce kvalifikované Židy.⁴

Zklamáný Buffet se vrátil do Omahy a začal pracovat v otcově makléřské společnosti s cennými papíry, ale představy, že bude pracovat s Grahamem, se nevzdal. To vedlo k tříleté vzájemné korespondenci a výměně myšlenek o akcích, než jeho učitel nakonec ustoupil a v roce 1954 jej pozval do New Yorku.⁵ Buffett pro něj ale nepracoval dlouho, protože rok po jeho příchodu se Graham rozhodl odejít do důchodu.

Pěťadvacetiletý Buffett se znovu vrátil do Omahy, ale tentokrát nikoliv k makléřské práci v otcově společnosti. Nedbal na námitky Grahama a otce, a začal s vlastním investičním partnerstvím. Dal mu strukturu podle Grahamova vzoru a pracoval hlavně na základě jeho zásad. Graham a Buffett si pak zůstali blízcí až do Grahamovy smrti v roce 1976.

Pan Trh

Grahamovo nejceněnější přesné vysvětlení, jak se projevuje krátkodobá neefektivnost trhu, vykrystalizovalo v jeho pojmu „Pan Trh“. Spočívá v tom, že na trh s cennými papíry lze nahlížet jako na náladového, maniodepresivního chlápka, který je vždy ochotný prodat vám polovinu akcií své společnosti každý den. Jeho chování může být divoké a iracionální, a je obtížné předvídatelné. Někdy je v euforii a má vysoké mínění o svých vyhlídkách. V takovém stavu se uvolí prodat vám své akcie jen

za nejvyšší cenu. Jindy je v depresi a má o sobě i své společnosti nízké mínění. Je ochotný vám prodat stejné akcie ve stejné společnosti za mnohem nižší cenu a udělá vám mimořádně výhodnou nabídku. Někdy je neutrální. I když nikdy nevíte, v jaké náladě ho najdete, můžete si být jistí, že pan Trh bude mít každý den jiné ceny.

Díváte-li se na trh průzorem Grahamova podobenství, zjistíte, proč vám tržní cena v jakýkoliv daný den neposkytne informaci o skutečné vnitřní hodnotě akcie. Musíte dospět k tomuto číslu nezávisle a jednat jen tehdy, když je pro vás pan Trh v příznivé náladě. To se snaží zdůraznit Buffett ve svých dopisech, když učí, že „dosažitelná tržní cenová nabídka by se nikdy neměla stát vašim finančním pasivem, a váš úsudek by se neměl řídit periodickými výchylkami“. ⁶ Spoléháte-li se při hodnocení nějaké obchodní aktivity na tržní cenu, můžete promeškat příležitost nakoupit v době, kdy je pan Trh v depresi, a prodat, když je v euforii. Nemůžete nechat trh přemýšlet za vás. Investoři vědí, kdy se pustit do práce.

Jakmile vlastníte nějakou akcii, vlastníte i podnik

Tou „prací“ je samozřejmě ocenění obchodní hodnoty. I když krátkodobé ceny mohou být záležitostí nálad pana Trhu, dlouhodobě se akcie přibližují skutečné vnitřní hodnotě podniku. Nebo – jak to napsal Graham: „Krátkodobě je trh jako hlasovací přístroj, ale dlouhodobě se chová spíše jako váha.“ Je to pravda, protože akcie je svojí definicí nepatrným nárokem na celou společnost. Dokážeme-li ohodnotit společnost, dokážeme ohodnotit i akcii.

Je to matematická jistota, že akcie společnosti ve svém souhrnu a za celé rozpětí existence společnosti musí vést k návratnosti přesně v souladu s výsledky společnosti. Ano, někteří akcionáři si vedou v mezidobí lépe než jiní v závislosti na načasování jejich nákupů a prodejů, ale na závěr konečné výsledky

všech věci znalých nebo šťastných aktérů budou vyjádřeny v dolarech těch, kteří byli naivní nebo neměli štěstí. Proto investoři, kteří jsou pomocí dobré analýzy schopní odhadnout dlouhodobé budoucí výnosy nějaké společnosti, dostanou pravděpodobně ze svých akcií stejné dlouhodobé budoucí výnosy, pokud jsou opatrní a nepřeplatí je.

To je také důvod, proč investoři hrají dlouhodobě. Z Buffetových dopisů se naučíme zaměřovat úsilí na obchodní činnost jako na celek, nikoliv jen na krátkodobé investice, u kterých se může zdát, že se pravděpodobně vyplátí. Jak Buffett napsal: „Chod trhu s akcemi do značné míry určí, kdy můžeme mít úspěch, ale přesnost naší analýzy dané společnosti z převážné části rozhodne o tom, zda tomu tak bude. Řečeno jinými slovy – máme sklony se zaměřovat na to, co by se mělo stát, nikoliv na to, kdy by se to mělo stát.“⁷

Tuto myšlenku v dopisech neustále zdůrazňuje, a proto ji zde zdůrazním znovu: akcie nejsou jen kusy papíru, které se směňují sem a tam, ale jsou nárokem na nějakou společnost, a mnohé z nich lze analyzovat a hodnotit. Jestliže se tržní ocenění nějaké společnosti (akcie) pohybuje po delší časové období pod vnitřní hodnotou podniku, tržní síly nakonec začnou jednat k nápravě cen pohybujících se pod správnými hodnotami, protože z dlouhodobého hlediska je trh výkonný.

„Kdy“ není relevantní otázkou, protože to závisí na „pánovi Trhu“, který spolehlivý není. V době nákupu je těžké vědět, zda ho něco probudí, aby si uvědomil hodnotu, kterou vy tam jasně vidíte. Nicméně společnosti často vykupují své akcie, když si uvědomí, že jsou laciné. Větší společnosti a soukromé kapitálové firmy často usilují o získání celé společnosti, která je trhem podceněna. Účastníci trhu, vědomi si potenciálu výše uvedeného, často pátrají po takto mimořádně výhodných koupích, což samo o sobě napomáhá odstraňování rozdílu v hodnotě. Buffett učí investory, aby měli důvěru, že trh nakonec vše srovná. Vybízí nás, abychom se zaměřovali na správné podniky za správné ceny, a převážně ignorovali uvažování o načasování, kdy koupit nebo kdy očekávat, že se investice vyplátí.

Odhad vývoje trhu

Další věcí, kterou Buffett zdůrazňuje, je to, že výkyvy nálad trhu mohou být náhodné, čímž je lze *definovat* jako nepředvídatelné. Pokoušet se zjistit, co se z krátkodobého hlediska stane, je příliš obtížné, a proto jeho názory na makroekonomické proměnné faktory (všeobecný názor na akcie, kurzy, směna cizích měn, komodity, HDP) nehrají v jeho investičních rozhodnutích žádnou roli. Dopisy jsou okořeněny kritikou těch, kteří používají krátkodobé předpovědi při rozhodování o nákupu nebo prodeji titulů. S oblibou cituje Grahama: „Spekulace není ilegální či amorální, ale (finančně) nenasytí.“⁸

Až do současnosti se Buffett drží této myšlenky. Ve hře je až příliš mnoho proměnných. Nicméně mnoho profesionálů z Wall Streetu nadále pokračuje v tvorbě těchto předpovědí. Stačí se podívat na televizi, aby člověk viděl tyto odborníky na trh, jak se řídí úsměvnou radou Lorda Keynesa: „Neumíte-li předpovídat dobře, předpovídejte často.“

Jako investoři chápeme, že správná odpověď na otázky o akciích, dluhopisech, úrokových sazbách, komoditách a podobně, na jaké úrovni zítra, v příštím měsíci, čtvrtletí, roce nebo několika letech budou, zní: „Nemám nejmenší tušení.“ Buffett nás díky svému pohledu naučí, jak se nenechat polapit zpěvem sirén, tedy názorem „expertů“, jak nadměrně neobchodovat, neskákat od jednoho odhadu k druhému a dopustit tak, aby to, co by jinak mohlo být slušným výdělkem, bylo pohlceno daněmi, provizemi a náhodou. Podle Buffetta vám předpovědi řeknou více o prognostikovi než o tom, co přinese budoucnost.

Z toho přirozeně vyplývá pár rad: Dovolte si přijmout způsob myšlení typu „Nemám ani tušení“. Osvobodí vás to od mrhání drahocenným časem a snahou, a umožní vám to zaměřit vaše myšlení z výhodné pozice vlastníka či potenciálního vlastníka celé společnosti, které byste rozuměli a kterou byste pokládali za atraktivní. Kdo by prodal nějakou farmu proto, že se lidé domnívají, že existuje nejméně pětadesátiprocentní možnost, že Federální rezervní systém zvedne příští rok úrokové sazby?

Buďte rovněž skeptičtí ke každému, kdo tvrdí, že má jasný vhled do budoucnosti. Zde se nám opět připomíná, že nemůžeme za sebe nechat rozhodovat jiné lidi – musíme myslet za sebe. Vámi placení poradci vás, ať už záměrně či nikoliv, povedou směrem, který přinese prospěch *jim*. To už je v lidské povaze. Značný díl Buffettova ohromujícího úspěchu z let Partnerství a z dalších let nikdy nepřišel z předstírání, že rozumí věcem, které byly nepoznatelné nebo neznámé. Jeho učení pobízí jiné investory k přijetí podobného agnostického přístupu a myšlení sama za sebe.

Předvídatelné překážky

K seznamu nepoznatelných faktorů patří i ten, kdy dojde k zásadnímu propadu trhu. Je to další klíčově důležitá orientační zásada, kterou si Buffett přisvojil od Grahama a pána Trhu. Trh se nevyhnutelně dostává čas od času do mrzutých nálad – a obvykle proti tomu nelze mnoho dělat. Buffett připomíná investorům, že během takových období i portfolio extrémně levných titulů ztratí na hodnotě společně s celkovým trhem. Vidí v tom nevyhnutelnou součást vlastnictví cenných papírů, a pokud vám padesátiprocentní pokles hodnoty vašich cenných papírů způsobí těžkosti, pak je třeba snížit vaši angažovanost na trhu cenných papírů.

Dobrou zprávou na tom je, že občasný pokles trhu má pro dlouhodobé investory jen malé následky. Připravit se na další pokles pokrčením ramen je důležitým prvkem v Buffettově metodě. I když nikdo neví, co trh udělá rok od roku, je pravděpodobné, že se v dalším desetiletí či dvou dostaví nejméně několik dvaceti až třicetiprocentních poklesů. Kdy přesně k těmto poklesům dojde, není důležité. Významné je to, kde začnete a kde skončíte – zamíchejte plusové a minusové roky, a stejně dojdete na konci ke stejnému výsledku. Protože obecný trend je stoupající, a pokud vás ani vážný pokles o 25 % - 40 % nepřinutí prodat vaše akcie nízko, povede se vám dlouhodobě dobře. Můžete si dovolit nechat trh jít nahoru a dolů, stoupat a klesat tak, jak to také bude nevyhnutelně dělat.

Naneštěstí ti, kterým chybí tento způsob uvažování, se často stávají obětí svých emocí a ze strachu prodávají, jakmile je trh na sestupu. Podle jedné studie, kterou provedla Fidelity, ze všech držitelů akcií si nejlépe vedli ti, kteří doslova zapomněli na svá portfolia.⁹ Zatímco většina investorů prodávala, když začal být vývoj trhu znepokojující nebo dokonce nejasný, ti, kteří ignorovali tržní hromadné prodeje titulů (nebo zapomněli na to, že vůbec investovali), si vedli mnohem lépe. Zde je jeden báječný příklad: k tomu, aby se z vás stal úspěšný investor, potřebujete oddělit vaše emoční reakce a držet se poznávacích schopností racionálního odhadce dlouhodobé obchodní hodnoty. Nesmíte nikdy dovolit, aby propady kotací na burze proměnily vaše aktiva v pasiva.

Graham toto brilantně popsal v *Inteligentním investorovi*:

Skutečný investor je zřídka nucen prodat své akcie, a v jakýchkoliv dobách může ignorovat aktuální ceny na burze. Musí jim věnovat pozornost a jednat na jejich základě jen v tom rozsahu, v jakém se to hodí jeho účetnictví, a o nic víc. Takže investor, který dovolí, aby byl dotlačen k neoprávněným obavám z poklesů jeho akcií na trhu, mění svoji základní výhodu v základní nevýhodu. Takový člověk by udělal lépe, kdyby jeho tituly neměly vůbec žádnou tržní kotaci, protože by byl v takovém případě ušetřen duševních muk způsobených chybami nebo úsudkem jiné osoby.¹⁰

Z dopisů partnerům: spekulace, odhad vývoje trhu a stažení se

18. LEDNA 1965

... má vlastní investiční filozofie se vytvářela okolo teorie, že proroctví odhaluje víc o slabostech proroka, než co odhaluje o budoucnosti.

12. ČERVENCE 1966

Nezabývám se předvídáním celkového trhu s akciemi nebo jeho fluktuacemi. Jestli se domníváte, že to dokážu, nebo si myslíte, že je to nezbytné pro investiční strategii, pak byste neměli být v Partnerství.

Toto pravidlo samozřejmě může být napadeno jako rozplzlé, spleťité, rozporuplné, mlhavé a tak dále. Nicméně se domnívám, že jeho smysl je dobře pochopen velkou většinou našich partnerů. Nenakupujeme a neprodáváme tituly podle toho, co si jiní lidé myslí, že trh s akciemi udělá (na to nikdy nemám názor), ale spíše podle toho, co podle nás udělá nějaká společnost. Vývoj trhu s akciemi do velké míry rozhodne, kdy budeme mít pravdu, ale přesnost naší analýzy dané společnosti převážně rozhodne, zda budeme mít pravdu. Řečeno jinými slovy, mám sklon se zaměřovat na to, co by se mělo stát, nikoliv na to, kdy by se to mělo stát.

K naší obchodní činnosti v oblasti obchodních domů mohu říci se značnou jistotou, že prosinec bude lepší než červenec. (Všimněte, jak moc již jsem sofistikovaný, co se maloobchodu týče.) Ale na čem ve skutečnosti záleží, je to, zda prosinec je lepší, než byl minulý prosinec z pohledu marže, o kolik převyšujeme marži našich konkurentů a co uděláme pro zlepšení v prosincích dalších let. V naší partnerské obchodní činnosti ale nejen nemohu říct, zda bude prosinec lepší než červenec, ale nemohu ani říct, zda prosinec nepovede k větší ztrátě. Někdy se to stává. Naše investice si nejsou vědomy, že to trvá 365 dní, než Země oběhne kolem Slunce. A co je ještě horší, neuvědomují si, že naše nebeská konstelace (a náš daňový úřad) vyžaduje, abych vám podal zprávu po dokončení každého oběhu. Proto musíme používat k měření našeho pokroku jiné měřítko než kalendář. Tímto měřítkem je zjevně všeobecná zkušenost s cennými papíry, jak ji měří Dow. Na příklad máme silný pocit, že jeden náš konkurent si povede po období několika let docela slušně (Vánoce přijdou, i kdyby to mělo být v červenci), a pokud ho máme neustále porážet, budeme muset udělat něco lepšího než jen vést si „docela slušně“. Je to něco jako maloobchodník měřící své prodejní výnosy a marže zisku oproti Sear's – porážíte jej každý rok a pak konečně uvidíte denní světlo.

Křísím tuto část o „odhadu vývoje trhu“ pouze z toho důvodu, že poté, co Dow klesl z 995 na konci února na 865 v květnu, mi volalo několik partnerů, že podle jejich mínění klesnou akcie ještě níže. To vždy vyvolá v mé mysli dvě otázky: (1) když věděli v únoru, že Dow bude v květnu 865, proč mi o tom neřekli – a (2) jestliže nevěděli v únoru, k čemu dojde v následujících třech měsících, jak to mohou vědět v květnu? Po poklesu zhruba o stovku se ozvaly jeden či dva hlasy, které navrhovaly, abychom prodali a počkali, až se v budoucnosti věci vyjasní. Dovolte, abych znovu uvedl dva body: (1) budoucnost mi nikdy nebyla jasná (zavolejte mi, až budete mít o několika následujících měsících jasno – nebo alespoň v několika následujících hodinách) a (2) zdá se, že nikdo nezavolá poté, co trh o sto bodů stoupnul, aby zaměřil moji pozornost na to, jak nejasné všechno je, ačkoliv pohled na únor nevypadá z retrospektivy tak jasně.

Začneme-li se rozhodovat na základě dohadů nebo emocí, zda se zúčastníme nebo nezúčastníme obchodu, z něhož bychom měli mít nějakou dlouhodobou výhodu, pak se ocitneme v potížích. Nebudeme prodávat naše podíly v podnicích (akcie), když mají atraktivní cenu, protože si nějaký astrolog myslí, že cenné papíry mohou jít ještě níž, i když i takové předpovědi mohou být někdy správné. A podobně, nebudeme nakupovat cenné papíry za plnou cenu, protože se „znalci“ domnívají, že ceny ještě stoupnou. Kdo by pomyslel na nákup nebo prodej soukromého podniku na základě dohadu někoho na trhu s akciemi? Dostupnost ocenění vašeho podílu v podniku (akcie) by měla být vždy aktivem, které by v případě zájmu mohlo být zužitkováno. Pokud to bude dostatečně obousměrně bláznivé, využijte toho jako výhodu. Dosažitelnost ceny by však nikdy neměla být proměněna v pasivum, jehož periodické výchyly by formulovaly vaše úsudky. Skvělé vyjádření této ideje naleznete v druhé kapitole¹¹ (Investor a fluktuace akciového trhu) knihy Benjamina Grahama „Inteligentní investor“. Podle mého názoru má tato kapitola větší důležitost pro investování než cokoliv jiného, co kdy bylo napsáno.

24. LEDNA 1968

Můj učitel Ben Graham říkával: „Spekulace není ilegální, amorální ani (finančně) syťící.“ V průběhu minulého roku bylo možné stát se fiskálně ochablým kvůli stálé dietě složené ze spekulativních bonbonů. Jíme nadále ovesnou kaši, ale dojde-li k celkovým zažívacím problémům, je nerealistické očekávat, že nezažijeme určité zdravotní obtíže.

24. LEDNA 1962

Myslím, že si můžete být docela jistí, že v následujících deseti letech přijde několik let, kdy celkový trh bude v plusu o 20 % nebo 25 %, a několik let, ve kterých bude v minusu – v jakémkoliv pořadí – ale po většinu let bude někde mezi. Nemám nejmenší tušení, v jakém sledu k tomu dojde, a rovněž si nemyslím, že by to mělo mít pro dlouhodobého investora velký význam.

18. LEDNA 1965

Jestliže hodnota vaší kapitálové účasti (jako v BPL) poklesne o 20 % nebo 30 % a tento pokles povede k vaší emoční nebo finanční tísní, měli byste se jednoduše běžnému typu akciových investic vyhýbat. Řečeno slovy básníka Harryho Trumana: „Nesnášíte-li horko, nechodte do kuchyně.“ Je samozřejmě lepší zvážit problém ještě před vstupem do „kuchyně“.

Koncentrovaná moudrost

Pomocí Buffettových komentářů a alegorie Bena Grahama o panu Trhu dokážeme vstřebat tyto zásady a začlenit je do našeho základního přemýšlení o tom, jak fungují trhy a jak bychom se na nich měli chovat. Budeme-li nyní na sebe myslet jako na investory, začneme chápat, že krátkodobé fluktuace v cenách cenných papírů jsou často vyvolávány výkyvy v tržní psychologii, ale investiční výsledky v mnohaletých obdobích budou ur-

čovány vnitřními základními výsledky podniků, které vlastníme, a cenami, které platíme. Mdloby trhu jsou nevyhnutelné, a protože neumíme předvídat jejich načasování, přijímáme je jako cenu za vstupné na trh nás jako investorů.

Mdloby nás ale příliš netrápí, protože chápeme, že dostupnost tržní cenové nabídky je výhoda, které můžeme využít a která nám umožňuje stát se nakupujícím v dobách, kdy se jiní bojí. Poskytuje nám to během mdlob trhu duševní odvahu, která nám brání v prodeji pod cenou.

Dokonce i investoři, kteří si žijí nad poměry a důsledně se snaží investovat do rozdílu na širším trhu bez jakékoliv snahy volit si tituly nebo hodnotné podniky, si dokážou vést daleko lépe než průměr, vlastní-li emoční odvahu k držení se těchto zásad. Lze říci, že investoři, kteří se dokážou držet těchto základních idejí po celý život, v němž investují, budou mít potíže, aby přiměřeně nezbohatli, a to převážně v důsledku síly složeného úročení, což bude předmětem naší příští kapitoly.

SLOŽENÉ ÚROČENÍ

„Takové nápadité geometrické posloupnosti ilustrují hodnotu buď dlouhověkého života, nebo hodnotu složeného úročení vašich peněz za slušné sazby. K prvnímu bodu mohu jen těžko dodat něco užitečného.“¹

18. LEDNA 1963

Říká se, že Einstein nazval složené úročení osmým divem světa a řekl, že „ti, kteří mu rozumí, na něm *vydělávají*, a ti, kteří ne, ho *platí*“.² Buffett, používající v dopisech humorné výroky, učí investory, že síle složeného úročení se nevyrovná žádný jiný faktor při tvorbě bohatství investováním. Složené úročení v celoživotním investičním programu je vaší nejlepší strategií, nad kterou není.

Investiční program je svým základem především programem složeného úročení. Je to proces nepřetržitého opětného investování zisků, takže každý následný přírůstek přináší zisk sám o sobě. Tyto zisky ze zisků se časem stávají stále dominantnější složkou celkových výnosů investičního programu. Dvěma určujícími faktory konečného výsledku jsou (1) roční průměrná míra zisku a (2) čas.

Složené úročení odvozuje svoji sílu ze svého parabolického charakteru. Čím déle trvá, tím se stává účinnější. Nicméně je třeba značného množství času k vytvoření dostatečného rozsahu, aby se stal evidentním hnacím mechanismem v rámci investič-

ního programu, a proto mnozí lidé podceňují jeho důležitost. Pokud se přimknete k těmto idejím brzy a dáte jim čas, nebudete potřebovat k tomu, abyste se stali úspěšnými investory, o moc víc. Naneštěstí mnozí lidé jsou krátkozrací nebo netrpěliví a nepodaří se jim plně využít toho, co složené úročení nabízí.

Vezměte si například bankovní účet s vkladem 100 000 dolarů, který vám vydělává 10 % ročně. Celková návratnost bude asi o 7 % vyšší, když zisky opětovně investujete, místo abyste je po pětiletém období vybrali. Nijak působivé. Avšak po deseti letech účet, na který znovu investujete své zisky (nazývejme tento účet *složený úrok*), vyprodukuje o 30 % víc než ten, který není reinvestován. Výsledky „zrychlující tep“³ se začnou projevovat po 15 letech. V té době si účet se složeným úročením vede o 70 % lépe. Složené úročení je exponenciální a nabývá v průběhu doby na hybné síle. Po 20 letech se zvýhodnění zvyšuje na 125 %. Nic mocnějšího neexistuje. Utrácení vašich zisků významně sníží vaši celkovou návratnost. Jako investoři umožňujeme našim výnosům, aby se hromadily jako primární hnací mechanismus vytváření našeho bohatství. Vedeme si při tom trpělivě.

Důležitost složeného úročení lze sotva přecenit. Vysvětluje, proč Charlie Munger, Buffettův kamarád v letech Partnerství a současný místopředseda Berkshire, kdysi řekl, že Buffett nahlíží na ostříhání vlasů za 10 dolarů, jako by ho stálo 300 000 dolarů. Ukazuje se, že byl jen mírně konzervativní, protože ostříhání za 10 dolarů, které by si Buffett v roce 1956 odpustil a místo toho je investoval do Partnerství, by mělo dnes cenu víc než 1 milion dolarů (10 dolarů při sazbě 22 % za období slučovaných 58 let). Viděno průzorem Buffettova složeného úročení – není těžké vidět, proč žil takovým skromným životem. Jeho návštěvy u holiče jsou vskutku nákladné!

Buffett byl kolem pětadvacátého roku života přesvědčený, že pomocí síly složeného úročení zbohatne. Po svém návratu do Omahy se ještě před zahájením Partnerství s kapitálem něco přes 100 000 dolarů cítil být už v podstatě zabezpečeným. Předsevzal si, že bude hodně číst a třeba navštěvovat i některé přednášky na univerzitě. Byl si tak jistý tím, co dokáže složené úročení, že si doslovně začal dělat starosti s potenciálně neblahými důsledky,

kteřé by mohlo mít nadcházející bohatství na jeho rodinu. Nechtěl mít rozmazlené děti a toužil po strategii, která by je udržovala při zemi. I když obavy o zkažení dětí jsou pochopitelné, mějte na paměti, že mu tehdy bylo teprve pětadvacet a ze své ložnice investoval velmi skromné částky.⁴

Některé jeho rady přirozeně vyplývají z tohoto všeho: pokud se vám daří neutrácet celé příjmy a přitom dosahovat i jen o něco vyšší než průměrné návratnosti, pak na tom pravděpodobně budete finančně dobře. Kriticky důležitá je samozřejmě trpělivost. Složené úročení si nemůžete vynutit, ale musíte ho v průběhu času nechat uzrát. Zvažte případ Ronalda Reada, který pracoval na čerpací stanici ve Vermontu a který vydělal během života čistých 8 milionů dolarů tím, že investoval pravidelně malou část své výplaty do kvalitních akcií vyplácejících vysoké dividendy.⁵

Buffett bydlel po desetiletí ve stejném domě. Jeho přístup k životu a investování je pragmatický a naplňující. Jeho trpělivost a šetrnost mu umožňovaly zajišťovat maximální množství finančních prostředků na investice a složené úročení. Toto společně s vysokou mírou návratnosti, kterou dokázal vytvořit, vedlo k tomu, že všechny své akcie z Berkshire věnoval Gatesově nadaci. Byl to největší filantropický dar v dějinách světa. A nejen to, je rovněž jedním z nejšťastnějších mužů, které si umím vybavit, protože dělal po většinu dní svého dospělého života přesně to, co chtěl.

Radosti složeného úročení

Když Buffett promlouval k partnerům o síle složeného úročení, dal jim k dispozici tabulku, která ukazuje zisky ze složeného úročení 100 000 dolarů v období 10 až 30 let s úrokem v rozmezí 4 % až 16 %:

	4 %	8 %	12 %	16 %
		(v amerických dolarech)		
10 let	48.024	115.892	210.584	341.143
20 let	119.111	336.094	864.627	1.846.060
30 let	224.337	906.260	2.895.970	8.484.940