

JEREMY C. MILLER

A close-up portrait of Warren Buffett, an elderly man with white hair and glasses, wearing a dark suit, white shirt, and a red patterned tie. He is smiling slightly and looking towards the camera. The background is dark and out of focus.

ZÁKLADNÉ PRAVIDLÁ
**WARRENA
BUFFETTA**

MOTÝL

ZÁKLADNÉ PRAVIDLÁ
**WARRENA
BUFFETTA**

ZÁKLADNÉ PRAVIDLÁ **WARRENA BUFFETTA**

Slová múdrosti svetového investora

JEREMY C. MILLER



VYDAVATELSTVO MOTÝL

WARREN BUFFET'S GROUND RULES

Copyright © 2016 by Jeremy C. Miller.

Published by arrangement with Folio Literary Management,
LLC and Prava I Prevodi.

All rights reserved

Translation © Milivoj Voltner

Design © Motýľ design 2017

Cover photo © Kristoffer Tripplaar/Alamy Stock Photo

Slovak edition © Vydavateľstvo Motýľ 2017

ISBN: 978-80-8164-133-6

.....

Venujem pamiatke svojho drahého priateľa a kolegu
Petra Sauera (1976 - 2012).

Peter, opustil si nás príliš skoro. Keď si tu bol s nami,
tvoje úžasné úspechy obstáli
iba v porovnaní s tvojou skromnosťou.

.....

Všetky úryvky z listov Warrena Buffetta adresované partnerom-investorom boli použité s jeho súhlasom.*

Pán Warren Buffett nemá s touto knihou žiadnu inú spojitosť. Inými slovami, zatiaľ čo všetky slová múdrosti pochádzajú od neho, všetky omyly sú moje.

Aby sme zachovali plynulosť vybraných úryvkov, ich vynechané časti nie sú vždy označené indexovým číslom.¹

* Warren Buffett založil spoločnosť Buffett Associates, Ltd., v roku 1956 a neskôr v roku 1962 zlúčil všetky partnerstvá do jediného celku Buffett Partnership, Ltd. Keďže sám označuje túto formu partnerstva veľkým počiatočným písmenom, teda Partnership, budeme ju označovať ako Partnerstvo. Ide o právnu formu partnerskej spolupráce, nie o spoločnosť – pozn. prekl.

OBSAH

ÚVOD	11
------------	----

ČASŤ PRVÁ

PRVÁ KAPITOLA	Orientácia	21
DRUHÁ KAPITOLA	Zložené úročenie	38
TRETIA KAPITOLA	Trhové indexy: dôvod na ničnerobenie.....	53
ŠTVRTÁ KAPITOLA	Meranie: ničnerobenie verzus konanie	67
PIATA KAPITOLA	Partnerstvo: elegantná štruktúra	84

ČASŤ DRUHÁ

ŠIESTA KAPITOLA	Generals	103
SIEDMA KAPITOLA	Workouts	146
ÔSMA KAPITOLA	Controls	164
DEVIATA KAPITOLA	Investičný skok do vôd spoločnosti Dempster: konverzia aktív	195

ČASŤ TRETIA

DESIATA KAPITOLA	Konzervatívne verzus konvenčné	227
JEDENÁSTA KAPITOLA	Dane	249
DVANÁSTA KAPITOLA	Veľkosť verzus výkonnosť	265
TRINÁSTA KAPITOLA	Investovať alebo neinvestovať	277
ŠTRNÁSTA KAPITOLA	Múdrosť na rozlúčku	325

ZÁKLADNÉ PRAVIDLÁ WARRENA BUFFETTA

DOSLOV	Smerom k vyššej forme	359
POĎAKOVANIE	365
DODATOK A:	Výsledky Buffettových partnerstiev	367
DODATOK B:	Výsledky Buffettových partnerstiev verzus popredné trustové a podielové fondy.....	369
DODATOK C:	Výkon fondu Sequoia.....	370
DODATOK D:	Dempster Mill.....	371
DODATOK E:	Buffettov posledný list: Mechanizmus komunálnych obligácií oslobodených od daní.....	372
POZNÁMKY	391

ÚVOD



„Keby som mal k dispozícii 1 milión dolárov, alebo povedzme aj 10 miliónov, úplne by mi to na investovanie stačilo. Najvyššiu mieru zhodnotenia som dosahoval v 50. rokoch. Zničil som Dow. Mali by ste vidieť tie čísla. Vtedy som však investoval bagatel. Obrovskou štrukturálnou výhodou je nemať veľa peňazí. Myslím, že by som vám z 1 milióna dolárov dokázal zarobiť 50 % ročne. Nie, nemyslím, viem, že by som to dokázal. To vám môžem garantovať.“¹

Warren Buffett, *Businessweek*, 1999

V roku 1956 pracoval Warren Buffett v New Yorku so svojím mentorom a zakladateľom hodnotového investovania Benjaminom Grahamom. Keď sa Graham rozhodol odísť do dôchodku, ponúkol svojmu najlepšiemu študentovi partnerský podiel vo svojej spoločnosti Graham-Newman, ale dvadsaťpäťročný Buffett sa rozhodol, že sa radšej vráti domov do Omahy. Tam mu krátko nato štyria rodinní príslušníci a traja priatelia zverili svoje finančné prostriedky, a tak vznikla investičná partnerská spoločnosť Buffett Associates, Ltd. No ešte predtým, ako súhlasil s tým, že od nich prijme šeky, pozval ich na večeru do Omaha Clubu. Účet si každý z nich zaplatil sám.²

V ten večer im Buffett rozdal niekoľko strán právneho dokumentu, ktorý obsahoval formálnu spoločenskú dohodu

o partnerstve, a naznačil im, aby si nerobili príliš veľké starosti s tým, čo tento dokument obsahuje. Uistil ich však, že v ňom nenájdu nič, čo by ich zaskočilo. Stretnutie mal naplánované s cieľom prediskutovať niečo, čo považoval za oveľa dôležitejšie: Základné pravidlá. Mal pripravené kópie krátkeho zoznamu pravidiel a podrobne s nimi prebral každý bod. Buffett trval na úplnej nezávislosti. Nemienil s nimi rozoberať, čím sa ich spoločnosť bude vlastne zaoberať, a o svojej kapitálovej účasti im poskytol iba veľmi málo informácií. Povedal im: „Tieto základné pravidlá predstavujú filozofiu. Ak s nimi súhlasíte, poďme do toho. Ak nie, pochopím to.“³

Základné pravidlá

1. Partneri nemajú v nijakom prípade garantovanú akúkoľvek výnosnosť. Partneri, ktorí si vyberú pol percenta mesačne, robia presne to – iba vyberajú. Ak počas niekoľkých rokov budeme zarábať viac ako 6 % ročne, tieto výbery budú kryté ziskami a základný vklad sa bude zvyšovať. Ak nedosiahneme viac ako 6 %, mesačné platby budú čiastočne alebo celkom považované za návratnosť kapitálu.
2. Po každom roku, počas ktorého sa nám nepodarí dosiahnuť 6 % a viac, bude nasledovať rok, v ktorom budú partnerom, ktorí dostávajú mesačné výplaty, tieto výplaty znížené.
3. Keď hovoríme o ročných ziskoch alebo stratách, hovoríme o trhových cenách; to znamená, ako stojíme s aktívami na základe ich trhovej hodnoty na konci roka v porovnaní s tým, ako sme na tom boli s aktívami

oceňovanými na rovnakom základe na začiatku roka. Pre daňové účely v danom roku to v súvislosti s dosiahnutými výsledkami môže mať iba zanedbateľný význam.

4. Naša dobre alebo zle vykonaná práca sa nesmie merať na základe toho, či sme v danom roku v pluse alebo mínuse. Namiesto toho sa musí merať na základe celkovej výnosnosti akciového trhu meraného Dowovým-Jonesovým indexom, poprednými investičnými spoločnosťami a pod. Ak budú naše výsledky v danom roku lepšie ako tie, čo boli stanovené na základe tohto meradla, budeme tento rok považovať za dobrý, bez ohľadu na to, či sme v pluse alebo mínuse. Ak sa nám bude dariť zle, nezaslúžime si nič iné ako hnilé paradajky.

5. Hoci sám dávam jednoznačne prednosť päťročnej skúšobnej lehote, myslím si, že bezpodmienečné minimum pre posúdenie a vyhodnotenie našej výkonnosti sú tri roky. Je celkom isté, že môžeme očakávať roky, počas ktorých bude výkon našej partnerskej spolupráce horší, možno aj výrazne horší ako výkon indexu Dow. Pokiaľ akékoľvek trojročné alebo dlhšie obdobie prinesie chabé výsledky, potom by sme sa všetci mali začať obzerať po inej oblasti, kam vložiť svoje peniaze. Výnimkou by mohli byť tri roky zahŕňajúce špekulatívny prudký nárast na býčom trhu.

6. Nemám nič spoločné s predpoveďami týkajúcimi sa burzového trhu alebo výkyvov ekonomických trendov. Ak si myslíte, že také veci viem predpovedať, alebo že to je pre investičný program nevyhnutné, potom by ste nemali byť partnermi v našej spoločnosti.

7. Žiadnemu z partnerov nemôžem sľubiť dobré výsledky. Čo môžem sľubiť a sľubujem je, že:
 - a) naše investície budeme vyberať na základe hodnoty, nie obľúbenosti;
 - b) budeme sa snažiť znižovať riziko permanentnej kapitálovej straty (nie riziko dočasného poklesu trhovej ceny akcií) na úplné minimum tým, že budeme realizovať len také investície, pri ktorých je výrazný kladný rozdiel medzi ich vnútornou hodnotou a trhovou cenou;
 - c) moja žena, deti a ja investujeme do svojho partnerstva fakticky všetok svoj majetok.⁴

Každý, kto bol v ten večer pozvaný do klubu Omaha, podpísal zmluvu a Buffett od neho prevzal šek. Zakaždým, keď sa k zmluve pripojil nový partner, bol dôkladne oboznámený so základnými pravidlami a každoročne dostával ich aktualizovanú kópiu.

Počas nasledujúcich rokov Buffett pravidelne komunikoval s malou, ale rozrastajúcou sa skupinou svojich spoločníkov a prostredníctvom série listov im oznamoval svoje výsledky a opisoval svoje aktivity. Tieto listy využíval ako učebnú pomôcku na posilnenie a rozšírenie predstavy o svojich základných pravidlách, dôkladne v nich rozobral svoje očakávania vzhľadom na budúce výsledky a okomentoval aj trhové prostredie. Spočiatku písal listy s aktuálnymi informáciami raz za rok, ale keď neskôr čoraz viac partnerov považovalo rok za príliš „dlhú pauzu medzi drinkami“, začal ich písať minimálne dvakrát ročne.

Tieto „listy partnerom“ zachycujú jeho myšlienky, prístupy a úvahy v období tesne pred jeho dobre známym pôsobením v spoločnosti Berkshire Hathaway. Bolo to obdobie, ktoré prinieslo mimoriadne investičné úspechy, a to dokonca

aj v porovnaní s prehľadom dosiahnutých výsledkov spoločnosti Berkshire. Napriek tomu, že očakával príchod dobrých aj zlých rokov, bol presvedčený o tom, že 10-percentná prevaha nad Dowovým-Jonesovým indexom* je dosiahnuteľná počas väčšiny trojročných až päťročných období, a práve to si zaumienil dosiahnuť. Darilo sa mu oveľa lepšie. Trvale porážal trh a nikdy nezaznamenal rok, v ktorom by skončil so stratou. Počas celého obdobia zhodnocoval vložený kapitál svojich partnerov po odrátaní poplatkov takmer o 24 % ročne. Toto počiatočné obdobie patrí k jedným z najvýkonnejších rokov jeho kariéry.

Ponaučenia, ktoré vzišli z jeho komentárov, ponúkajú nadčasové rady pre každý typ investora – od začiatočníkov a amatérov až po sofistifikovaných profesionálov. Predstavujú konzistentný a vysoko účinný súbor pravidiel a metód, ktoré sa vyhýbajú vábeniu moderných trendov a techník na súčasných (alebo aj minulých) trhoch. Hoci Buffettove listy obsahujú vyčibrené analýzy, ktoré by mali osloviť najmä skúsených profesionálov, sú aj základnou príručkou pre investovanie – poskytujú elementárne, na zdravom rozume založené prístupy, ktoré by mali vyhovovať každému.

Listy obchodným partnerom sú prvý raz celkom sprístupnené v tejto knihe a obsahujú také základné princípy, akými sú Buffettove nekonvenčné stratégie diverzifikácie, takmer zbožná úcta k zloženému úroku a jeho konzervatívny prístup (na

* Dowov-Jonesov index, v skratke DJIA – Dow Jones Industrial Average – je burzový index a zároveň jeden z najznámejších indikátorov amerického akciového trhu vytvorený Charlesom Dowom v roku 1896 a pomenovaný ešte po jednom z jeho obchodných partnerov Edwardovi Jonesovi. Index zobrazuje, ako boli obchodované akcie vybraných veľkých spoločností, a je zostavený tak, aby predstavoval vhodné kritérium na posúdenie priemernej výkonnosti priemyselného sektora americkej ekonomiky. V knihe budeme používať rôzne pomenovania ako index Dow Jones, Dow a pod., keďže aj v origináli sa tieto pomenovania líšia v závislosti od odborného alebo hovorového jazyka – pozn. prekl.

rozdiel od konvenčného) k procesu rozhodovania. Nájde sa v nich aj ním vytvorené kategórie Generals*, Workouts a Controls, ktoré predstavovali jeho tri ústredné „operačné metódy“, z ktorých sa postupom času vyvinuli zaujímavé a významné prístupy k investovaniu. Budeme sa nimi zaoberať v jednotlivých častiach tejto knihy.

Tieto listy majú nesmiernu hodnotu, pretože zachytávajú názory úspešného mladého investora, ktorý začínal pracovať s veľmi skromnými sumami a ktoré ostatní investori môžu prijať za vlastné a využiť ich na dosiahnutie dlhodobého úspechu potom, ako sa sami pustia do rizika na trhu. Poskytujú silné argumenty v prospech dlhohodobej, hodnotovo orientovanej stratégie, ktorá je životaschopná najmä v turbulentných časoch, aké práve prežívame, keď ľudia ľahko podliehajú špekuláciám, nezriedka za požičané peniaze, a sústreďujú sa na krátkodobé ciele, ktoré sú z hľadiska dlhodobého horizontu iba málokedy efektívne. Tieto listy nás zásobujú nestarnúcimi zásadami konzervatívneho myslenia a disciplinovanosti, ktoré sa stali základom Buffettovho úspechu.

Keby mladý Buffett zakladal svoje Partnerstvo dnes, niet pochyb o tom, že by dosiahol rovnako fantastický úspech. Vo svojich vyjadreniach pre tlač sa zaručil, že aj v súčasnosti by iba z niekoľkých miliónov dolárov dokázal dosiahnuť výnos 50 % ročne. Táto vysoká miera výnosnosti (z nízkej sumy) by sa dala dosiahnuť rovnako dnes, ako aj pred rokmi, pretože trhová neefektívnosť, najmä čo sa týka menších a menej sledovaných podnikov, stále pretrváva, a, samozrejme, aj preto, lebo Buffett je vynikajúci investor. Keďže akcie majú z hľadiska pohybu svojej ceny aj naďalej krátku pamäť a ich hodnota vinou

* Kategória Generals predstavovala všeobecné situácie s podhodnotenými cennými papiermi alebo podnikmi, Workouts arbitrážne príležitosti alebo zvláštne situácie a Controls investovanie do akcií s cieľom získať kontrolu v spoločnosti – pozn. prekl.

strachu a chamtivosti kolíše, vždy budú existovať príležitosti na úžasnú výnosnosť pre všetkých priebojných investorov, ktorí si dokážu osvojiť správny spôsob uvažovania.

Tak ako v minulosti, aj dnes mnohým chýba vytrvalosť, aby nepoľavili v disciplinovanosti, ktorá je pre hodnotové investovanie nevyhnutná. Buffett sa v každom liste vracia k nemennej povahe svojich zásad. Ide viac o prístup k investovaniu ako o samotné IQ – zostať verný svojmu postupu a nenechať sa ovplyvniť trendmi je jedna z najnáročnejších vecí dokonca aj pre tých najskúsenejších investorov. Z Buffettovho majstrovstva ovládať investičné emócie sa môžu poučiť všetci investori.

Každá kapitola tejto knihy sa sústreďuje na jednu zásadnú myšlienku alebo tému z Buffettových listov a má rovnakú základnú štruktúru. Začína sa stručným prehľadom, ktorý vždy poskytuje aj konkrétne reálne údaje. Azda to posilní historický kontext a umožní lepšie pochopiť závažnosť obsahovej náplne listov z hľadiska súčasnosti.

Všetky najpodstatnejšie výňatky z listov na jednotlivé témy sú prezentované v plnom znení. To nám nielen umožní napíť sa „plnými dúškami“ zo studne Buffettových písomností, ale tiež nám poslúži ako užitočný referenčný zdroj jeho vtedajšej práce. Zoskupenie všetkých komentárov k danej téme do jedného celku v rámci každej kapitoly často odhalí nové fakty. V množstve jeho listov môžeme vidieť, ako sa z nich vynárajú najrôznejšie štruktúry, ako sa vracia k jednotlivým myšlienkam a sleduje pokrok vo vlastných názoroch, čo by zrejme bolo zložitejšie postrehnúť, keby listy boli zoradené chronologicky.

Buffett nikdy nepublikoval učebnicu o investovaní, prinajmenšom nie v tradičnom zmysle slova. Okrem článkov, ktoré napísal, a poznámok prevzatých z jeho rozhovorov a prejavov, však máme jeho listy. Tie v skutočnosti predstavujú

korešpondenčný kurz, ktorý sa začal v roku 1957 a pokračuje až dodnes. Listy partnerom predstavujú najdôležitejšiu časť tohto kurzu a ja som nesmierne rád, že sa s vami o ne môžem podeliť. Dúfam, že čítanie týchto listov bude pre vás rovnakým potešením, akým bolo pre mňa ich zostavovanie.

Som vďačný pánovi Buffettovi za to, že mi umožnil použiť svoje listy, a chcel by som ešte raz pripomenúť, že do tohto projektu nebol nijako zapojený. Usiloval som sa prezentovať jeho materiál spôsobom, s ktorým, ako dúfam, bude súhlasiť, a zároveň som sa snažil o to, aby jeho lekcie boli prijateľné a použiteľné tak pre začínajúcich investorov, ako aj pre ostrieľaných profesionálov.

