Πτυχιακή Εργασία

Θέμα: Ανάλυση της επενδυτικής στρατηγικής του Waren Buffett

Πικρού Μυρτώ

Καλαμάτα 2010

ΣΔΟ(ΧΡΗΜΕΛ)
Π.528

Τ.Ε.Ι. ΚΑΛΑΜΑΤΑΣ
ΤΜΗΜΑ
ΕΚΔΟΣΕΩΝ & ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗΣ

Τ.Ε.Ι. Καλαμάτας

Σχολή Διοίκησης και Οικονομίας

Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Ελεγκτικής

Πτυχιακή Εργασία

Θέμα: Ανάλυση της επενδυτικής στρατηγικής του Warren Buffett.

Σπουδάστρια: *Πικρού Μυρτώ*

Επιβλέποντες Καθηγητές: *Α. Λυγγίτσος, Η. Μακρής*

528

ΣΔΟ(ΧΡΗΜΕΛ)
Π.528

ΚΑΛΑΜΑΤΑ 2010

"A black cat crossing your path signifies
that the animal is going somewhere."
Groucho Marx.

ΤΕΙ ΚΑΛΑΜΑΤΑΣ
ΤΜΗΜΑ
ΕΚΔΟΣΕΩΝ & ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗΣ

Περιεχόμενα

Ευχαριστίες.....3

Περίληψη εργασίας.....4

Εισαγωγή.....6

Κεφάλαιο 1ο

Βιογραφικά στοιχεία/ Γενικά στοιχεία.....7

1.1 Σύντομο βιογραφικό.....8

1.2 Ο φιλάνθρωπος Warren Buffett.....9

1.3 Προσωπική ζωή.....10

1.4 Η Berkshire Hathaway.....12

Κεφάλαιο 2ο

Περιγραφή Επενδυτικής Στρατηγικής. Χρηματοοικονομία και Επενδύσεις.....13

2.1 Κερδοσκοπικές Αγοραπωλησίες (Arbitrage).....15

2.2 Η Θεωρία της Αποτελεσματικής Αγοράς (ΘΑΑ).....16

2.3 Η αρχή του "Για Πάντα".....17

2.4 Σχετικά με το ρίσκο.....18

2.5 Η Θεωρία της Επενδυτικής Αξίας.....21

2.6 Η Θεσμική Προστασία.....25

2.7 Εναλλακτικές επενδυτικές προτάσεις.....26

2.8 Ομόλογα Υψηλού Κινδύνου.....27

2.9 Ομόλογα χωρίς περιοδικές πληρωμές.....29

2.10 Προνομιούχες Μετοχές.....31

2.11 Μη Συμβατικές Οικονομικές Δεσμεύσεις.....36

2.12 Διανομή Μερισμάτων και Επαναγορές Μετοχών.....37

2.13 Διασπάσεις Μετοχών, εξαγορές και συγχωνεύσεις.....40

2.14 Επαναγορές Ιδίων Μετοχών.....45

2.15 Τα οφέλη των εξαγορών.....47

Περιεχόμενα

Κεφάλαιο 3ο.

Λογιστική θεωρία και πολιτική, οικονομική αξιολόγηση και φορολογικά θέματα.....51

3.1 Άυλη υπεραξία και αποσβέσεις.....51

3.2 Συγχώνευση με Προσφορά Μετοχών ή Εξαγορά.....53

3.3 Δικαιώματα αγοράς μετοχών.....55

Κεφάλαιο 4ο.

Κριτική από τρίτους και σημαντικά ζητήματα με τα οποία ο Buffett ήρθε αντιμέτωπος.....59

4.1 Η θέση του Buffett για τα παράγωγα και η κριτική του Alan Greenspan.....59

4.2 Η περίπτωση της AIG.....62

4.3 Η κριτική του Zach Carter.....63

4.4 Η περίπτωση της Moody' s. Η θέση της FCIC και η κριτική του Bill Gross.....64

Κεφάλαιο 5ο.

Συμπεράσματα.....66

5.1. S.W.O.T. Analysis – Ανάλυση Δ.Α.Ε.Α. για την Berkshire Hathaway Inc.....68

Πηγές.....69

Παράρτημα.....72

Ευχαριστίες

Ολοκληρώνοντας την παρούσα πτυχιακή εργασία θα ήθελα να ευχαριστήσω τους επιβλέποντες καθηγητές μου κ. Αλέξανδρο Λυγγίτσο και κ. Ηλία Μακρή για την πολύτιμη υποστήριξη και καθοδήγησή τους και την άψογη συνεργασία μας χωρίς την οποία δεν θα είχε καταστεί δυνατό να ολοκληρωθεί η εργασία αυτή. Επιπλέον, ευχαριστώ ιδιαιτέρως τους καθηγητές μου κ. Γεώργιο Παπανικολάου και κ. Σταύρο Σταυρόγιαννη, για την πολύτιμη γνώση, την αμέριστη καθοδήγηση και τη σημαντικότατη ενθάρρυνση που μου παρείχαν κατά τη διάρκεια φοίτησής μου στο τμήμα Χρηματοοικονομικής και Ελεγκτικής του Τ.Ε.Ι. Καλαμάτας.

Περίληψη Εργασίας

Η παρούσα εργασία είναι η πτυχιακή εργασία με θέμα "**Ανάλυση της επενδυτικής στρατηγικής του Warren Buffett**", της σπουδάστριας Πικρού Μυρτώς στο τμήμα Χρηματοοικονομικής και Ελεγκτικής του Τ.Ε.Ι. Καλαμάτας. Συνίσταται από πέντε κύρια κεφάλαια, των οποίων προηγείται μια εισαγωγή που αναφέρεται στους κύριους επενδυτικούς κανόνες που εφαρμόστηκαν στην Berkshire Hathaway Inc. από τον Warren Buffett και τον Charlie Munger καθώς επίσης και σε μια σύντομη παρουσίαση της πορείας βασικών ποσοτικών μεγεθών της εταιρείας.

Στο 1ο κεφάλαιο περιέχονται βιογραφικά και γενικά στοιχεία για τον Warren Buffett, πληροφορίες σχετικές με το φιλανθρωπικό του έργο και την προσωπική του ζωή καθώς επίσης και εισαγωγικά στοιχεία που αφορούν την εταιρεία Berkshire Hathaway Inc.

Στο 2ο κεφάλαιο γίνεται η περιγραφή της επενδυτικής στρατηγικής με αναφορές σε πράξεις arbitrage, τη θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς, το μακροχρόνιο επενδυτικό ορίζοντα του Warren Buffett, την ιδιοκτησιακή φύση της Berkshire στις επενδύσεις της και τη θεώρηση του Warren Buffett για τον επενδυτικό κίνδυνο και το συντελεστή βήτα (beta). Αναλύεται η θεωρία επενδυτικής αξίας και η θεσμική προσταγή. Ακολουθεί η μελέτη των εναλλακτικών επενδυτικών προτάσεων που χρησιμοποιεί η Berkshire όπως τα ομόλογα υψηλού επενδυτικού κινδύνου, τα ομόλογα χωρίς περιοδικές πληρωμές, οι προνομιούχες μετοχές και οι διάφορες μη συμβατικές οικονομικές δεσμεύσεις. Αναλύονται στη συνέχεια η πολιτική διανομής μερισμάτων της Berkshire, η πολιτική επαναγορών μετοχών καθώς επίσης και η στρατηγική του Buffett που αφορά τα splits των μετοχών, τις εξαγορές και τις συγχωνεύσεις.

Στο 3ο κεφάλαιο μελετάται η λογιστική θεωρία και πολιτική, η οικονομική αξιολόγηση και φορολογικά θέματα της Berkshire. Εξετάζονται η συγχώνευση με προσφορά μετοχών ή εξαγορά καθώς και η λογιστική αντιμετώπιση των δικαιωμάτων αγοράς μετοχών.

Στο 4ο κεφάλαιο ενδεικτικά αναφέρονται ορισμένες περιπτώσεις όπου ο Warren Buffett επικρίθηκε από τρίτους καθώς και σημαντικά ζητήματα με τα οποία ο Buffett ήρθε αντιμέτωπος. Παρατίθενται κριτικές σχετικά με τις απόψεις του Buffett για τα χρηματοοικονομικά παράγωγα, έπειτα γίνεται λόγος για μία περίπτωση αμφιλεγόμενης

συναλλαγής της General Re με την AIG και ακολουθεί μία κριτική ενός αμερικανού οικονομικού συντάκτη που κατατάσσει τον Buffett στη λίστα με τους δέκα πιο διεφθαρμένους καπιταλιστές των Ηνωμένων Πολιτειών. Τέλος γίνεται αναφορά στην κριτική που δέχθηκε ο Buffett καθώς και στη συμμετοχή του στην σχετική ακρόαση της FCIC, επειδή υπερασπίστηκε τη Moody' s, έναν οργανισμό αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, στην οποία η Berkshire διατηρεί ένα μικρό ποσοστό συμμετοχής.

Στο 5ο κεφάλαιο παρατίθενται τα συμπεράσματα της παρούσας εργασίας καθώς και S.W.O.T. Analysis για την Berkshire Hathaway Inc..

Εισαγωγή

Ο Warren Buffett και ο αντιπρόεδρος της Berkshire Hathaway Inc., Charlie Munger, έκτισαν αυτή την εταιρεία των 70 δις δολαρίων εστιάζοντας σε εταιρείες με θαυμάσια οικονομικά στοιχεία και άριστες διοικήσεις. Παρόλο που προτιμούν τις κατά το 80% ή ακόμα και κατά το 100% εξαγορές των εταιρειών αυτών σε καλή τιμή και ύστερα από διαπραγματεύσεις, πολλές φορές ακολουθούν τη μέθοδο της "διπλής κάννης", δηλαδή αγοράζουν στην ανοικτή αγορά λιγότερο από το 100% των εταιρειών αυτών, εάν μπορούν να πληρώσουν κατά αναλογία πολύ λιγότερα από αυτά που θα πλήρωναν αν αγόραζαν το 100%.

Η αξία των εμπορεύσιμων τίτλων στο χαρτοφυλάκιο της Berkshire, ανά μετοχή, αυξήθηκε από 4 δολάρια το 1965 σε πάνω από 50.000 δολάρια το 2000, δηλαδή η ετήσια αύξηση ήταν της τάξης του 24% (βλ. παράρτημα, πίνακα 1). Τα λειτουργικά έσοδα ανά μετοχή αυξήθηκαν στην ίδια χρονική περίοδο από περίπου 4 δολάρια σε περίπου 500 δολάρια, δηλαδή κατά 18% τον χρόνο.

Ο Buffett αντιλαμβάνεται την Berkshire σαν έναν συνεταιρισμό ανάμεσα στον ίδιο, τον Charlie Munger και άλλους μετόχους και όλη η περιουσία του (πριν πραγματοποιήσει την δωρεά στο ίδρυμα "Bill and Melinda Gates") ήταν τοποθετημένη σε μετοχές της Berkshire. Ο οικονομικός του στόχος είναι μακροπρόθεσμος, να μεγιστοποιήσει δηλαδή την εσωτερική αξία ανά μετοχή της Berkshire, με την κατοχή ενός συνόλου διαφορετικών εταιρειών (ή μέρος των) οι οποίες φέρνουν ρευστό και σημειώνουν αποδόσεις άνω του μέσου όρου, κλαδικά και σε επίπεδο Γενικού Δείκτη. Για την επίτευξη αυτού του στόχου, ο Buffett θυσιάζει την επέκταση η οποία θα γινόταν απλώς και μόνο για την διεύρυνση της εταιρείας όπως και την απόσυρση από επιχειρήσεις, εφόσον αυτές αποδίδουν κάποια ρευστότητα και έχουν καλή διοίκηση.

Η Berkshire παρακρατεί και επενδύει κέρδη όταν αυτή η κίνηση αποδίδει τουλάχιστον ανάλογες αυξήσεις στην εμπορική αξία ανά μετοχή της εταιρείας. Ο Buffett σπάνια χρησιμοποιεί τον δανεισμό ως μέθοδο χρηματοδότησης και εκδίδει μετοχές μόνο στην περίπτωση όπου με αυτό τον τρόπο αποδίδεται στη χρηματοδότηση τουλάχιστον τόση αξία όση και αυτή που παραχωρεί. Οι βασικοί κανόνες του Buffett αποτελούν τον σκελετό για ένα πλούσιο πεδίο θέσεων όσον αφορά ποικίλα ζητήματα σχετικά με τη διοίκηση, τις επενδύσεις, τη χρηματοοικονομία και τη λογιστική.

Κεφάλαιο 1^{ο}.

Βιογραφικά στοιχεία/ Γενικά στοιχεία

Ο επενδυτής και επιχειρηματίας Warren Edward Buffett γεννήθηκε στις 30 Αυγούστου του 1930 στην Omaha της Nebraska. "Ο μάγος της Omaha", όπως συχνά αποκαλείται, έχει δημιουργήσει μια τεράστια περιουσία μέσω της εταιρίας Berkshire Hathaway στην οποία είναι μεγαλομέτοχος και διευθύνων σύμβουλος.

Παρά τα αμύθητα πλούτη του, ο Buffett είναι διάσημος για τον λιτό και απέριττο τρόπο ζωής του. Όταν αποφάσισε να δαπανήσει 6,7 εκατομμύρια δολάρια από τα κεφάλαια της Berkshire για ένα εταιρικό τζετ το 1989, σε μια έξαρση αυτοσαρκασμού, το ονόμασε "*Ο αδικαιολόγητος*" λόγω της έντονης κριτικής που είχε ασκήσει στο παρελθόν για τέτοιες αγορές από άλλους CEOs.

Συνεχίζει να ζει στο ίδιο σπίτι στη Omaha που είχε αγοράσει το 1958 έναντι 31.500 δολαρίων, ενώ παντρεύτηκε τη σερβιτόρα που τον εξυπηρετούσε στο μόνιμο στέκι του για φαγητό. Ο μισθός που έχει ορίσει για τον εαυτό του, στα 100.000 δολάρια ετησίως, είναι αστείος σε σχέση με το μέσο όρο των 9 εκ. δολαρίων που λαμβάνουν στις αμερικανικές εταιρίες.

Ο Warren Buffett ωρίμασε μέσα στη χρηματιστηριακή εταιρία του πατέρα του, Howard. Απομνημόνευε ολόκληρο το ταμπλό με τους τίτλους και τις τιμές τους στην ηλικία των οκτώ ετών ενώ το 1943, στην ηλικία των δεκατριών, ο Buffett συμπλήρωσε το πρώτο του έντυπο για επιστροφή φόρου, αφαιρώντας το ποδήλατό του από τον "ισολογισμό" ως "λειτουργική δαπάνη".

Η πρώτη του μετοχή ήταν της Cities Services, στην τιμή των 38 δολαρίων. Την πούλησε όταν πήγε στα 40 δολάρια, για να την δει να εκτινάσσεται στα 200 δολάρια λίγα χρόνια αργότερα. **Αυτό του έμαθε τη σημασία της μακροπρόθεσμης επένδυσης σε καλές εταιρίες**. Δύο χρόνια αργότερα, το 1945, φοιτώντας στην τελευταία τάξη του σχολείου, ο Buffett μαζί με ένα φίλο του ξόδεψαν 25 δολάρια για να αγοράσουν ένα μεταχειρισμένο φλιπεράκι, το οποίο και τοποθέτησαν σε ένα κουρείο. Μέσα σε λίγους μήνες διέθεταν 3 φλιπεράκια σε διαφορετικά μέρη.

Ο Buffett ξεκίνησε τις σπουδές του στο University of Pennsylvania το 1947 και το 1949 μετεγγράφηκε στο University of Nebraska από όπου και αποφοίτησε το 1950. Εκείνη την περίοδο, αφού διάβασε το "The Intelligent Investor" του Benjamin Graham, άρχισε να αναπτύσσεται το ενδιαφέρον του για τις επενδύσεις. Το 1951 απέκτησε μεταπτυχιακό τίτλο σπουδών στα οικονομικά, υπό την καθοδήγηση του Graham, και ήταν ο μόνος που μπορούσε να καυχιέται ότι τελείωσε το μάθημα της ανάλυσης μετοχών με A+. Το 1950 έκανε αίτηση στο Harvard Business School αλλά απορρίφθηκε. Τελικά γράφτηκε στο Columbia αφότου έμαθε ότι ο Benjamin Graham αλλά και ο David Dodd, δίδασκαν εκεί.

Εκείνη τη περίοδο ο Buffett εντάχθηκε στην αδελφότητα Alpha Sigma Phi. Ακόμα και σήμερα είναι ενεργό μέλος κάνοντας κάθε χρόνο κάποια δωρεά. Το 1962 ξεκίνησε να αγοράζει μετοχές της Berkshire Hathaway, μιας παραπαίουσας εταιρίας υφασμάτων, επειδή οι μετοχές της άξιζαν λιγότερο από τα κεφάλαια της εταιρίας, για να την μετατρέψει σε μια από τις μεγαλύτερες εταιρίες συμμετοχών στον κόσμο, καθώς κατηύθυνε τα ελεύθερα κεφάλαιά της σε εξαγορές και αγορές μετοχών. Ο Buffett σεμνά παραδέχεται ότι διδάχτηκε από τον Graham τις περισσότερες από τις ιδέες που τον εκφράζουν και θεωρεί τον εαυτό του αγωγό τους μέσω του οποίου αναδείχθηκε η αξία τους. Ο Buffett αναγνωρίζει τον κίνδυνο από τη διάδοση της επιχειρηματικής και επενδυτικής του φιλοσοφίας που αναπτύσσεται στα δοκίμιά του, αλλά σημειώνει ότι ωφελήθηκε τόσο πολύ από την πνευματική γενναιοδωρία του Graham που θεωρεί καθήκον του να μεταδώσει τις γνώσεις του, ακόμα κι αν αυτό σημαίνει ότι θα δημιουργήσει ανταγωνιστές στον χώρο των επενδύσεων.

1.1 Σύντομο βιογραφικό

Εκπαίδευση:

1947: Woodrow Wilson High School, Washington.

1947-1949: Wharton School of Finance, University of Pennsylvania.

1950: B.S. University of Nebraska.

1951: M.S. in Economics, Columbia University.

Εργασία:

1951-1954: Buffett-Falk & Co., Omaha – Πωλητής Επενδύσεων. (Investment Salesman)

1954-1956: Graham-Newman Corp., New York – Αναλυτής Τίτλων. (Securities Analyst)

1956-1959: Buffett Partnership, Ltd., Omaha – Γενικός Συνεργάτης. (General Partner).

1970-Παρόν: Berkshire Hathaway Inc, Omaha - Πρόεδρος, CEO. (Chairman, CEO)

1.2 Ο φιλάνθρωπος Warren Buffett

Τον Ιούνιο του 2006, έδωσε περίπου δέκα εκ. μετοχές της Berkshire Hathaway (οι οποίες σύμφωνα με την τιμή κλεισίματος της μετοχής την 23η Ιουνίου του 2006 αναλογούν σε αξία 30,7 δις δολαρίων) στο ίδρυμα "Bill and Melinda Gates", στο οποίο είναι μέλος, αν και δεν σκόπευε να εμπλακεί ενεργά στη διαχείρισή του, πραγματοποιώντας έτσι την μεγαλύτερη φιλανθρωπική προσφορά που έγινε ποτέ στην ιστορία. Επίσης, διέθεσε μετοχές αξίας 6,7 δις δολαρίων στο ίδρυμα "Suzan Thompson Buffett" και σε άλλα ιδρύματα, τα οποία διαχειρίζονται τα τρία παιδιά του. Στο ίδρυμα αυτό κατέληξε και η περιουσία της γυναίκας του, ύψους 2,6 δισεκατομμυρίων δολαρίων, όταν αυτή απεβίωσε το 2004.

Συνεπώς, τα παιδιά του δεν έχουν να λαμβάνουν μεγάλο μερίδιο από την προσωπική του περιουσία, σε μια πράξη συμβατή με δηλώσεις που είχε κάνει στο παρελθόν, όπου εναντιώνεται στην μεταφορά του πλούτου από τη μια γενιά στην άλλη. Κάποτε είχε πει: "*Θέλω να δώσω στα παιδιά μου αρκετά ώστε να αισθάνονται ότι μπορούν να κάνουν τα πάντα, αλλά όχι τόσα πολλά ώστε να μπορούν να μην κάνουν και τίποτα*". Όταν ο γιος του, Howard, είπε στον πατέρα του ότι ήθελε να αγοράσει ένα ράντσο, ο Buffett προσφέρθηκε να βοηθήσει, αλλά με τους ίδιους όρους που θα πρόσφερε σε έναν συνέταιρο. Του είπε ότι θα αγόραζε ο ίδιος το ράντσο και θα του το νοίκιαζε. Ο γιος του δέχτηκε.

Σε γενικές γραμμές, οι ομιλίες του είναι διάσημες για το ευχάριστο μείγμα επιχειρηματικού ορθολογισμού με εξαιρετικό χιούμορ. Κάθε χρόνο, ο Buffett απευθύνεται στην ετήσια γενική συνέλευση των μετόχων της Berkshire στην Omaha, όπου προσελκύονται

πάνω από 20.000 επισκέπτες τόσο από τις Η.Π.Α. όσο και από το εξωτερικό, δικαιολογώντας την παρωνυμία της εκδήλωσης, "Το Woodstock του καπιταλισμού".

Πολλές δηλώσεις του έχουν μείνει στην ιστορία για τον μοναδικό τρόπο με τον οποίο περνάει το μήνυμα που θέλει, με χιούμορ. Βασικό επενδυτικό μότο του είναι το: "*Κανόνας Νο 1: Ποτέ μην χάνετε χρήματα. Κανόνας Νο 2: Ποτέ μην ξεχνάτε τον κανόνα Νο 1*". Επίσης, καυτηριάζοντας την αμερικανική αγορά, έχει πει: "*Η Wall Street είναι το μοναδικό μέρος στον πλανήτη όπου οι άνθρωποι που οδηγούν Rolls Royce παίρνουν συμβουλές από ανθρώπους που χρησιμοποιούν το μετρό*". "*Ζούμε σε μια κοινωνία της αγοράς όπου ένας εντυπωσιακός μποξέρ όπως ο Mike Tyson μπορεί να κερδίσει 10 εκ. δολάρια επειδή έριξε έναν τύπο με knockout σε 10 δευτερόλεπτα. Όμως, εάν είστε ένας εξαιρετικός δάσκαλος ή μια μοναδική νοσοκόμα, ο κόσμος δεν θα πληρώσει περισσότερα για τις υπηρεσίες σας*". Ο Buffett έχει σχολιάσει επίσης ιδιαίτερα εύστοχα την μη παραγωγική πλευρά του χρυσού: "*Σκάβουμε για να τον βγάλουμε από το έδαφος στην Αφρική ή οπουδήποτε. Μετά τον λιώνουμε, σκάβουμε μια νέα τρύπα, τον θάβουμε και πληρώνουμε ανθρώπους για να τον φυλάνε. Δεν έχει καμία χρησιμότητα. Εάν μας παρακολουθούσε κάποιος από τον Άρη, θα έξυνε το κεφάλι του με απορία*".

1.3 Προσωπική ζωή

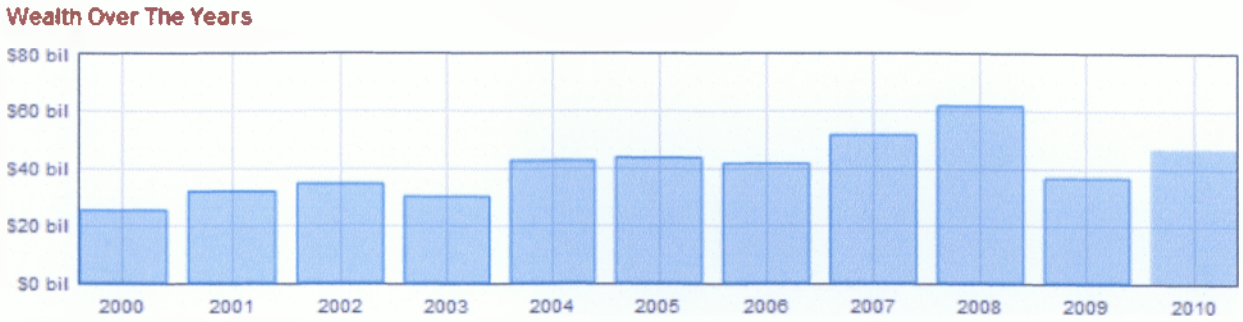
Ο Buffett είχε παντρευτεί την Suzan Thompson το 1952. Έκαναν μαζί τρία παιδιά, τη Susie, τον Howard και τον Peter. Το ζευγάρι ήταν σε διάσταση από το 1977, αν και έμειναν μαζί έως το θάνατό της τον Ιούλιο του 2004. Στα εβδομηκοστά έκτα γενέθλιά του, ο Buffett παντρεύτηκε τη σύντροφό του επί πολλά χρόνια, Astrid Menks, η οποία ζούσε μαζί του από τότε που τον εγκατέλειψε η γυναίκα του. Πολιτικά, φαίνεται να ανήκει στους φιλελεύθερους. Ο Buffett είναι μανιώδης παίκτης του bridge. Φέρεται να περνά περίπου 12 ώρες την εβδομάδα παίζοντας το "σκάκι των χαρτιών" ενώ συχνά, παρτενέρ του είναι ο "κολλητός" του, Bill Gates.

Στον παρακάτω πίνακα και στο διάγραμμα, απεικονίζεται η περιουσία και η κατάταξη του Warren Buffett στη λίστα Forbes με τους πλουσιότερους ανθρώπους του κόσμου.

Πίνακας 1.1*

Έτος	Δις $	Κατάταξη Forbes
2000	25,6	4ος
2001	32,3	2ος
2002	35,0	2ος
2003	30,5	2ος
2004	42,9	2ος
2005	44,0	2ος
2006	42,0	2ος
2007	52,0	2ος
2008	62,0	1ος
2009	37,0	2ος
2010	47,0	3ος

Διάγραμμα 1.1*



*Πηγή: http://billionaires.forbes.com/topic/Warren_Buffett

1.4 Η Berkshire Hathaway

Η Berkshire Hathaway είναι μια εταιρεία με ρίζες σε έναν όμιλο εταιρειών υφαντουργίας και ιδρύθηκε στις αρχές του 19ου αιώνα. Ο Buffett πήρε τα ηνία της το 1964. Σήμερα η Berkshire είναι μια εταιρεία επενδύσεων χαρτοφυλακίου με συμφέροντα σε ποικίλες αλλά όχι σε υφαντουργικές επιχειρήσεις. Η πιο σημαντική επιχειρηματική δραστηριότητα της Berkshire είναι η παροχή ασφαλίσεων κυρίως μέσω της ιδιόκτητης θυγατρικής εταιρείας Geico Corporation, της τρίτης[1] μεγαλύτερης ασφαλιστικής εταιρείας αυτοκινήτων στις Ηνωμένες Πολιτείες και της General Re Corporation, μία από τις τέσσερις μεγαλύτερες εταιρείες αντασφάλισης στον κόσμο. Η Berkshire εκδίδει την εφημερίδα *"Τα Νέα του Buffalo"* και έχει στην ιδιοκτησία της και άλλες επιχειρήσεις που κατασκευάζουν ή διανέμουν διάφορα προϊόντα· από μοκέτες, τούβλα, μπογιές, εγκυκλοπαίδειες, έπιπλα και συστήματα καθαρισμού, μέχρι σοκολάτες, παγωτά, υποδήματα, στολές και αεροσυμπιεστές, καθώς επίσης έχει και μερικά μειοψηφικά ιδιοκτησιακά συμφέροντα σε εταιρείες αεροσκαφών γενικής αεροπλοΐας και παραγωγής ενέργειας. Η Berkshire, επιπλέον, έχει σημαντικά μετοχικά συμφέροντα σε μεγάλες επιχειρήσεις όπως οι American Express, Coca-Cola, Walt Disney, Freddie Mac, Gillette, Mc Donald's, The Washington Post και Well Fargo.

Τα περιουσιακά στοιχεία της Berkshire Hathaway είναι τα κάτωθι:

1. Ρευστά Διαθέσιμα: 408 εκ. δολάρια την 31/12/2009.[2]
2. Θυγατρικές: βλέπε παράρτημα, πίνακα 2.
3. Μετοχικό χαρτοφυλάκιο της Berkshire Hathaway: βλέπε παράρτημα, πίνακα 3.

---

[1] Όπως ανέφερε η A.M. Best, μια εταιρεία αξιολόγησης ασφαλιστικών εταιρειών, στα στοιχεία του 2008 για τα μερίδια αγοράς.

[2] Πηγή: Berkshire Hathaway INC. 2009 Annual Report.

Κεφάλαιο 2^{ο}.

Περιγραφή Επενδυτικής Στρατηγικής.

Χρηματοοικονομία και Επενδύσεις.

Ο Warren Buffett διδάχτηκε από τον Ben Graham πως το μυστικό της επιτυχούς επένδυσης ήταν η αγορά μετοχών μιας επιτυχημένης εταιρείας όταν οι τιμές αγοράς ήταν πολύ χαμηλότερες από τις βασικές επιχειρηματικές της αξίες. Παράδειγμα αποτελεί η αγορά ολόκληρου του μεριδίου της Washington Post Company το 1973, σε τιμή όχι μεγαλύτερη από το ¼ της τότε εσωτερικής αξίας ανά μετοχή. Επιπλέον, το επενδυτικό σκεπτικό του Buffett και κατά συνέπεια της Berkshire, χαρακτηρίζεται από την θέση ότι εξετάζονται οι οικονομικές προοπτικές της εταιρείας, οι άνθρωποι που την διοικούν και η τιμή που θα πληρώσει για την απόκτηση μετοχών, αλλά όχι η χρονική στιγμή που θα αυτές θα πωληθούν. Συνεπώς ο Buffett και ο αντιπρόεδρος της Berkshire, Charlie Munger, μπορούν να θεωρηθούν αναλυτές επιχειρήσεων και όχι μακροοικονομικοί ή χρηματιστηριακοί αναλυτές αφού, επενδυτικά, δρουν κινούμενοι από την πεποίθηση ότι το οικονομικό τους πεπρωμένο θα καθοριστεί από το οικονομικό πεπρωμένο των εταιρειών που κατέχουν μερικά ή ολικά.

Η πνευματική συμπεριφορά προς τις διακυμάνσεις τις αγοράς είναι κύριο χαρακτηριστικό του Warren Buffett. Ο Buffett φαντάζεται πως οι τιμές των μετοχών καθορίζονται από έναν εξυπηρετικό κύριο που ονομάζεται "Ο κύριος Αγοράς" και ο οποίος είναι συνέταιρος σε μια δική του επιχείρηση. Αυτός ο κύριος Αγοράς, κάθε μέρα προσφέρει την τιμή που διατίθεται να αγοράσει το μερίδιο του Buffett ή να του πουλήσει το δικό του. Παρόλο που τα οικονομικά χαρακτηριστικά της εταιρείας μπορεί να είναι σταθερά, οι τιμές του κ. Αγορά είναι κάθε άλλο από σταθερές. Ο κ. Αγοράς είναι ένας μεταπτωτικός χαρακτήρας που όταν αισθάνεται ευφορία αντιλαμβάνεται μόνο τους ευνοϊκούς παράγοντες που χαρακτηρίζουν και επηρεάζουν την εταιρεία και έτσι προσφέρει πολύ υψηλή τιμή για αγορά ή πώληση και όταν αισθάνεται θλιμμένος βλέπει μόνο προβλήματα στην εταιρεία και έτσι προσφέρει πολύ χαμηλή τιμή, επειδή ακριβώς φοβάται ότι ο συνέταιρός του θα θελήσει να του "φορτώσει" το μερίδιό του. Και ακόμα, ο κ. Αγοράς χαρακτηρίζεται από μεγάλη υπομονή γιατί κάθε μέρα έρχεται με καινούρια προσφορά. Ο Buffett θεωρεί πως είναι προς όφελός του να εμφανίζεται όσο γίνεται και πιο μανιοκαταθλιπτική η συμπεριφορά του κ. Αγορά. Επίσης πιστεύει πως ο

κ. Αγοράς πρέπει είτε να αγνοηθεί είτε να τον εκμεταλλευτούν, ποτέ όμως να επηρεάσει μια επενδυτική συμπεριφορά· θεωρεί χρήσιμο το "σημειωματάριό του" και όχι "τη σοφία του".

Κατά κανόνα ο Buffett και ο στενός του συνεργάτης Munger, αφήνουν την επιχειρηματική και επενδυτική τους κρίση έξω από διάφορα υπέρ-μεταδοτικά συναισθήματα που εμφανίζονται ενίοτε στην αγορά. Επιτρέπουν στους εμπορεύσιμους τίτλους να τους πληροφορήσουν με τα λειτουργικά τους αποτελέσματα και όχι με τις ημερήσιες ή ακόμα και τις ετήσιες τιμές τους, εάν η τοποθέτηση κεφαλαίων σε αυτούς είναι επιτυχημένη. Αν η εσωτερική αξία μιας εταιρείας αυξάνεται με ικανοποιητικούς ρυθμούς, αυτό αποτελεί θετικό κριτήριο για επένδυση στις μετοχές της. Αν η προσδοκώμενη απόδοση των Ιδίων Κεφαλαίων της εταιρείας είναι ικανοποιητική, η διοίκησή της ικανή και εάν η αγορά δεν υπερτιμά της εταιρεία, τότε, η Berkshire κρατάει τις μετοχές αυτής της εταιρείας για απεριόριστο χρονικό διάστημα. Θα τις πουλήσει όμως σε κάποιες περιπτώσεις όπου χρειάζεται τα χρήματα για την τοποθέτησή τους σε μια ακόμα πιο υποτιμημένη επένδυση ή σε μία επένδυση που καταλαβαίνει περισσότερο και αξιολογεί καλύτερα. Σε κάθε περίπτωση, η Berkshire προτίθεται να διαχειριστεί τα ζητήματά της με τρόπο τέτοιο ώστε να μη χρειαστεί να πουλήσει ποτέ.

Η αποφασιστικότητα του να κατέχεις και να μην πουλάς που διέπει τον Buffett σχετίζεται με έναν συνδυασμό από προσωπικούς και οικονομικούς λόγους. Είναι φανερό πως ο Buffett προτιμά μια πτωτική αγορά και για αυτό θεωρεί πως μόνο εκείνοι που σκοπεύουν σύντομα να πουλήσουν τίτλους θα πρέπει να χαίρονται βλέποντας τις τιμές να ανεβαίνουν, και οι μελλοντικοί αγοραστές όπως εκείνος, θα πρέπει να προτιμούν οι τιμές να βυθίζονται. Οι μέτοχοι της Berkshire κατέχουν μεγάλα ποσοστά σε εταιρείες που συστηματικά επαναγοράζουν τις μετοχές τους. Τα οφέλη ενός τέτοιου προγράμματος αυξάνονται καθώς πέφτουν οι τιμές γιατί τα κεφάλαια που μία εταιρεία, στην οποία έχει επενδύσει η Berkshire, ξοδεύει για επαναγορές, αυξάνουν περισσότερο το μερίδιό της Berkshire σε αυτήν όταν οι τιμές των μετοχών είναι χαμηλές παρά όταν είναι υψηλότερες. Η Berkshire απεκόμισε μεγάλη ωφέλεια τέτοιου είδους κατά τις δεκαετίες 1970 και 1980 από επαναγορές που πραγματοποίησαν η Coca-Cola, η Washington Post και η Wells Fargo. Σε μία πτωτική αγορά, για τον Buffett, αυτοί που αποσύρουν τις επενδύσεις τούς χάνουν ενώ οι επενδυτές κερδίζουν.

2.1 Κερδοσκοπικές Αγοραπωλησίες (Arbitrage)

Μπορεί η Berkshire να προτιμά τις μακροχρόνιες δεσμεύσεις αλλά συχνά στο παρελθόν βρέθηκε με περισσότερο ρευστό και λιγότερο καλές ιδέες. Σε τέτοιες περιπτώσεις προτίμησε να εμπλακεί σε πράξεις arbitrage παρά να διατηρήσει τα ρευστά της διαθέσιμα σε προϊόντα βραχυπρόθεσμων τοποθετήσεων, γιατί πολλές φορές το arbitrage υπόσχεται πολύ μεγαλύτερες αποδόσεις από αυτές των εντόκων γραμματίων και επίσης αυτό εξυπηρετούσε ταυτόχρονα και τη μείωση των "πειρασμών" για χαλάρωση της πολιτικής για μακροχρόνιες επενδύσεις.

Για τον Buffett, ο εμπλεκόμενος σε arbitrage προσδοκά κέρδος ανεξάρτητα από τη συμπεριφορά της χρηματιστηριακής αγοράς και ο μεγαλύτερος επενδυτικός κίνδυνος που αντιμετωπίζει, αφορά συνήθως τη μη πραγματοποίηση του εξαγγελθέντος γεγονότος. Η στρατηγική αξιολόγησης του Buffett για τις πράξεις arbitrage συνίσταται από τις απαντήσεις σε τέσσερα βασικά ερωτήματα:

1. Πόσο πιθανό είναι το αναμενόμενο γεγονός να συμβεί;
2. Για πόσο χρονικό διάστημα τα χρήματα θα είναι δεσμευμένα;
3. Τι πιθανότητα υπάρχει ότι κάτι καλύτερο θα διαρρεύσει (π.χ. μια ανταγωνιστική προσφορά εξαγοράς);
4. Τι θα γίνει αν το αναμενόμενο γεγονός δεν συμβεί εξαιτίας κάποιου οικονομικού προβλήματος ή άλλων παραγόντων;

Οι δραστηριότητες της Berkshire στον χώρο του arbitrage διαφέρουν από αυτές των περισσοτέρων που εμπλέκονται σε τέτοιες αγοραπωλησίες. Συμμετέχει σε λίγες και συνήθως πολύ μεγάλες συναλλαγές κάθε χρόνο. Έτσι, λόγω μικρής διασποράς στο σχετικό χαρτοφυλάκιο, μία ιδιαίτερα κερδοφόρα ή μη κερδοφόρα συναλλαγή θα επηρεάσει κατά πολύ περισσότερο τα αποτελέσματα της εταιρείας από ό, τι μία τυπική πράξη arbitrage. Ωστόσο η Berkshire δεν είχε ποτέ κάποια πραγματικά άσχημη εμπειρία από τις πράξεις arbitrage που διενήργησε. Επιπλέον, ο Buffett συμμετείχε μόνο σε πράξεις arbitrage που είναι δημόσια γνωστές από τις εφημερίδες και όχι βασιζόμενος σε φήμες ή προσπαθώντας να μαντέψει ποιες εταιρείες είναι υποψήφιες να αγοραστούν.

Το 1988, η Berkshire πραγματοποίησε ασυνήθιστα υψηλά κέρδη από το arbitrage, και σε απόλυτα νούμερα και σε ποσοστά απόδοσης. Τα κέρδη προ φόρων ήταν περίπου 78 εκ. δολάρια και τα επενδυμένα κεφάλαια είχαν ύψος περίπου 147 εκ. δολαρίων. Παρά ταύτα, το 1989 η εταιρεία συμμετείχε πολύ λίγο σε πράξεις arbitrage, γεγονός που ούτως ή άλλως ο Buffett είχε ήδη αναγγείλει στους μετόχους της Berkshire το 1988. Αυτό συνέβη διότι αφενός η θέση της εταιρείας σε μακροχρόνιες τοποθετήσεις ήταν μεγάλη άρα και τα μετρητά βρίσκονταν σε χαμηλά επίπεδα και επιπλέον ο Buffett δεν επιθυμούσε να κερδοσκοπήσει με συναλλαγές που αντανακλούν την αχαλίνωτη και συχνά αβάσιμη αισιοδοξία που επεδείκνυαν ενίοτε οι αγοραστές και οι πωλητές. Ο Buffett αρεσκόταν στο να συμμετέχει σε πράξεις arbitrage ενίοτε, και, ίσως κάποιες φορές σε μεγαλύτερη κλίμακα, αλλά μόνον όταν του άρεσαν οι πιθανότητες.

2.2 Η Θεωρία της Αποτελεσματικής Αγοράς (ΘΑΑ)

Την δεκαετία του 1970, διαδόθηκε μία θεωρία κατά την οποία η ανάλυση των μετοχών δεν έχει κανένα νόημα γιατί όλες οι δημόσια γνωστές πληροφορίες για αυτές είναι κατάλληλα ενσωματωμένες στην τιμή τους, δηλαδή η αγορά πάντοτε ξέρει τα πάντα. Πρόκειται για την *Θεωρία της Αποτελεσματικής Αγοράς* (ΘΑΑ), η οποία ήταν ευρέως αποδεκτή από ακαδημαϊκούς, επενδυτικούς και διευθυντικούς κύκλους. Η αγορά γι' αυτούς ήταν συχνά αποτελεσματική και έτσι συμπέραιναν ότι η αγορά είναι πάντοτε αποτελεσματική. Ο Warren Buffett κάθετα αντίθετος με την ΘΑΑ, προήγε αυτή την αρχή του στην Graham-Newman Corporation, την Buffett Partnership αλλά και την Berkshire Hathaway. Πραγματοποίησε μάλιστα μια μελέτη των κερδών της Graham-Newman που σημείωσε την περίοδο 1926-1956 και γνωμάτευσε ότι οι αποδόσεις από μη δανειακά κεφάλαια ήταν της τάξης του 20% ετησίως. Χωρίς ακριβείς εκτιμήσεις κατέληξε στο ότι οι αποδόσεις της περιόδου 1956-1988, για την ίδια εταιρεία, ήταν πολύ υψηλότερες του 20% τον χρόνο. Από το 1926 έως το 1988 οι αγορές απέδωσαν κάτι λιγότερο από 10% ετησίως, αλλά οι οπαδοί της ΘΑΑ ποτέ δεν φάνηκαν να ενδιαφέρονται για τέτοιες παράξενες ενδείξεις. Φυσικά προσέφεραν στον Buffett μια εξαιρετική υπηρεσία με αυτή την στάση τους.

Το τεστ της απόδοσης του χαρτοφυλακίου των Graham-Newman, Buffett Partnership και Berkshire Hathaway στις οποίες ενεπλάκη ο Warren Buffett έχει ως εξής:

1. Οι τρεις επιχειρήσεις εμπορεύτηκαν εκατοντάδες διαφορετικές μετοχές στη διάρκεια των 63 αυτών χρόνων.
2. Τα αποτελέσματα δεν ήταν επηρεασμένα από μερικές τυχαίες πολύ καλές αποδόσεις.
3. Ο Warren Buffett σε αυτές τις εταιρείες δεν ανέπτυξε διαισθητικές ικανότητες για επενδυτικά προϊόντα ή διοικήσεις, αλλά ενήργησε βασιζόμενος σε ευρέως γνωστά γεγονότα.
4. Οι θέσεις των εταιρειών σε πράξεις arbitrage ήταν ξεκάθαρες και δεν τις επέλεξαν βασιζόμενες σε προηγούμενες εμπειρίες.

Για κάθε ευκαιρία arbitrage που εκμεταλλεύθηκε ο Buffett, πολύ περισσότερες χάθηκαν γιατί αρχικά φάνηκε πως ήταν σωστά εκτιμημένες, ως μη συμφέρουσες επιλογές. Ωστόσο, ο Buffett δεν επικεντρώθηκε σε ένα μόνο στιλ επενδύσεων όπως το arbitrage ώστε να ζημιωθεί αξιοσημείωτα από χαμένες ευκαιρίες ή κακές κρίσεις. Όπως και ο ίδιος είπε "*Η επένδυση μόνο σε πράξεις arbitrage δεν είναι καλύτερη στρατηγική από την επιλογή ενός χαρτοφυλακίου με τη ρίψη βελών*".

2.3 Η αρχή του "Για Πάντα"

Σε αντίθεση με εκείνους που βιάζονταν να πουλήσουν και να καταγράψουν κέρδη όταν οι εταιρείες πήγαιναν καλά, ο Buffett επέμενε να κρατά τις μετοχές του ακόμα και όταν οι επιχειρήσεις στις οποίες είχε επενδύσει τον απογοήτευαν. Στην περίπτωση της κατοχής μεριδίων από εξαίρετες επιχειρήσεις με πολύ καλές διοικήσεις, ο Buffett θέλει να τα κρατήσει για πάντα, με την ίδια προσήλωση που θα επεδείκνυε και ο ιδιοκτήτης ολόκληρης της εταιρείας. Μαζί με τον Charlie Munger, έχει συνειδητοποιήσει πως είναι πολύ δύσκολο να παίρνει κανείς εκατοντάδες σωστές αποφάσεις, μια ζωή μέσα στις επενδύσεις. Γι' αυτό και τους αρκεί μία καλή ιδέα τον χρόνο.

Ο Buffett αντιτίθετο με το γεγονός ότι αρκετοί διαχειριστές κεφαλαίων έδιναν ιδιαίτερη σημασία στο τι θα κάνουν οι συνάδελφοί τους τις επόμενες ημέρες, παρά στο τι θα κάνουν οι εταιρείες τα επόμενα χρόνια. Αυτή η συμπεριφορά κάποτε οδηγούσε στην στρατηγική "ασφάλειας χαρτοφυλακίου", μια στρατηγική που επιβάλλει να πωλούνται όλο και μεγαλύτερα μερίδια ενός χαρτοφυλακίου μετοχών ή ενός δείκτη μελλοντικών συμβολαίων, ενώ οι τιμές τους μειώνονται. Αγορές στις οποίες λαμβάνουν χώρα τέτοιες επενδυτικές συμπεριφορές, για τον Buffett που επιμένει στο επενδυτικό του προφίλ, είναι ευνοϊκές αφού η όποια σχετική αστάθεια στην αγορά θα προσφέρει στον πραγματικό επενδυτή περισσότερες ευκαιρίες για να κάνει έξυπνες κινήσεις εφόσον δεν αναγκαστεί να πουλήσει σε περιόδους πτώσης.

2.4 Σχετικά με το ρίσκο

Βασική προϋπόθεση για τον Buffett για την δημιουργία επιθυμίας και σιγουριάς για μια συγκεκριμένη επένδυση που θα κρατηθεί για καιρό, είναι η εξοικείωση με τα οικονομικά χαρακτηριστικά της προς αγορά εταιρείας. Ο επενδυτής πρέπει να εντείνει την προσοχή με την οποία παρακολουθεί την επιχείρηση και αυτό για τον Buffett είναι συνώνυμο της μείωσης του επενδυτικού κινδύνου, μέσω μιας πολιτικής συγκέντρωσης στο χαρτοφυλάκιο. Σχεδόν απαξιώνει τον τρόπο που οι πανεπιστημιακοί και διάφοροι αναλυτές επεξηγούν τον όρο "επενδυτικός κίνδυνος", ότι δηλαδή είναι η σχετική αστάθεια μιας μετοχής ή ενός χαρτοφυλακίου. Θεωρεί πως έπειτα από την εκτίμηση του συντελεστή βήτα (beta), πολλοί κατασκευάζουν ακολούθως μυστηριώδεις θεωρίες επενδύσεων και διάθεσης κεφαλαίων γύρω από αυτό τον υπολογισμό, έτσι ώστε τελικά, όπως χαρακτηριστικά και ο ίδιος λέει να "σφάλλουν με ακρίβεια". Οι διακυμάνσεις είναι καλοδεχούμενες για τον πραγματικό επενδυτή. Μια αγορά με φοβερές διακυμάνσεις σημαίνει ότι αρκετές φορές θα υπάρχουν πολύ καλές ευκαιρίες σε παράλογα χαμηλές τιμές. Και επειδή ο επενδυτής είναι απολύτως ελεύθερος να αγνοήσει την αγορά ή να εκμεταλλευθεί την παραφροσύνη της, ο Buffett δεν βλέπει τον λόγο για τον οποίο η προσφορά πολύ χαμηλών τιμών αυξάνει τον κίνδυνο.

Οι φανατικοί χρήστες του συντελεστή βήτα, σε αντίθεση με τον Buffett, απαξιούν να ερευνήσουν τι παράγει η επιχείρηση, τι γίνεται με τον ανταγωνισμό ή πόσα και τι δανειακά

κεφάλαια χρησιμοποιεί, και δίνουν βάση στο ιστορικό της τιμής της μετοχής της. Μετοχές εταιρειών όπως η Coca Cola, έχουν παρόμοιο συντελεστή βήτα με άλλες που πωλούν εμπορευματικού τύπου αγαθά και αγωνίζονται έχοντας μικρό ή κανένα ανταγωνιστικό πλεονέκτημα. Γι' αυτόν ακριβώς το λόγο, η εξίσωση του συντελεστή βήτα με τον επενδυτικό κίνδυνο δεν έχει κανένα νόημα για τον Buffett.

Ο πραγματικός κίνδυνος που εκτιμά ο Buffett είναι εάν οι συνολικές, μετά τους φόρους, αποδόσεις από μιαν επένδυση (μαζί με αυτή που λαμβάνει με την πώλησή της), θα του αποφέρουν, κατά τη χρονική διάρκεια της επένδυσης, τουλάχιστον τόση αγοραστική δύναμη όση είχε και στην αρχή συν ένα μέτριο επιτόκιο για το αρχικό κεφάλαιο.

Η εκτίμηση αυτή εξαρτάται από:

1. Τη βεβαιότητα με την οποία μπορούν να αξιολογηθούν τα μακροχρόνια οικονομικά χαρακτηριστικά της επιχείρησης.
2. Τη βεβαιότητα με την οποία μπορεί να αξιολογηθεί η διοίκηση και ως προς την ικανότητά της να αντιλαμβάνεται σαφώς τις πλήρεις δυνατότητες της επιχείρησης και ως προς το βαθμό που χρησιμοποιεί με σύνεση τα κεφάλαιά της.
3. Τη βεβαιότητα με την οποία μπορεί κάποιος να βασιστεί στη διοίκηση ότι θα μεταφέρει τις απολαβές της επιχείρησης στους μετόχους και όχι στον εαυτό της.
4. Την τιμή αγοράς της επιχείρησης.
5. Τα επίπεδα της φορολογίας και του πληθωρισμού που θα υφίστανται και θα καθορίσουν το κατά πόσο η απόδοση βάσει της αγοραστικής αξίας θα υπολείπεται της συνολικής απόδοσης.

Η μελέτη κάποιων κλάδων για τον Warren Buffet και τον Charlie Munger θα ήταν εξαιρετικά χρονοβόρα, είτε λόγω της αδυναμίας τους να κατανοήσουν τη φύση του κλάδου, όπως για παράδειγμα τη φύση μιας επιχειρηματικής δραστηριότητας που αντιμετωπίζει την γρήγορη εξέλιξη της τεχνολογίας, είτε λόγω προσωπικών αδυναμιών. Γενικώς, οι ταχύτατα αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις δεν συμπεριλαμβάνονται στις επενδυτικές επιλογές των Buffett και Munger καθότι τις θεωρούν δύσκολες και ανοίκειες περιπτώσεις.

***

Ο Buffett δεν διακρίνει πολλές θεμελιώδεις διαφορές μεταξύ της απόκτησης του ελέγχου μιας επιχείρησης και της αγοράς εμπορεύσιμων συμμετοχών. Κατά την πραγματοποίηση εξαγοράς είτε πλειοψηφικών πακέτων ή ενός αριθμού μετοχών, οι επιχειρήσεις πρέπει να έχουν όχι μόνο καλά οικονομικά χαρακτηριστικά αλλά και διοικήσεις υψηλής ποιότητας και ταλαντούχες. Στην περίπτωση κατοχής πλειοψηφικών πακέτων, εάν κριθεί λάθος η διοίκηση, τότε ο επενδυτής έχει τη δυνατότητα να τους αλλάξει. Επίσης, ελέγχοντας μια εταιρεία μπορεί να καθορίσει την διάθεση των κεφαλαίων, κάτι που το κρίνει ιδιαίτερα σημαντικό όταν οι διευθυντές δεν έχουν τα απαραίτητα προσόντα για να τοποθετήσουν σωστά τα κεφάλαια. Ένας ακόμη λόγος, πέρα από τη δυνατότητα ελέγχου στη διοίκηση, που ο Buffett προτιμά ένα πλειοψηφικό πακέτο αντί για μια εμπορεύσιμη μετοχή είναι η φορολογία. Όταν το ποσοστό συμμετοχής είναι μεγαλύτερο από 80% τότε σημαντικές φορολογικές δαπάνες δεν απορροφώνται από την Berkshire. Εντούτοις, αρκετές φορές η Berkshire αγόρασε μικρά μερίδια από εξαιρετικές εταιρείες σε τιμές πολύ χαμηλότερες από ό, τι επιτυγχάνει στις συναλλαγές μέσω διαπραγματεύσεων για την απόκτηση μεγάλου ποσοστού μιας εταιρείας.

Μια επένδυση για τον Buffett είναι ελκυστική αν συνδυάζει αξία με δυνατότητα ανάπτυξης. Θεωρεί πως η ανάπτυξη είναι πάντοτε συστατικό υπολογισμού της αξίας μιας εταιρείας. Εάν δείκτες που σχετίζονται άμεσα με την αξία είναι χαμηλοί, όπως ο τιμής προς κέρδη ανά μετοχή (P/ EPS), ο δείκτης τιμής προς λογιστική αξία (P/ BV) και η μερισματική απόδοση, τότε η επένδυση δεν είναι απαραίτητα επένδυση "αξίας" για τον Buffett. Θεωρεί πως ακόμα κι αν πολλοί τέτοιοι δείκτες μαζί εμφανίζονται χαμηλοί, δεν καθορίζουν αν ο επενδυτής πράγματι αγοράζει κάτι πληρώνοντας αυτό που αξίζει, λειτουργώντας βάσει του κανόνα της αποκόμισης αξίας στις επενδύσεις του.

Αντιστοίχως, υψηλοί δείκτες P/ BV και P/ EPS μαζί με χαμηλή μερισματική απόδοση, δεν δημιουργούν απαραίτητα ασυμβατότητα με μια αγορά "αξίας". Ομοίως, η ανάπτυξη της επιχείρησης από μόνη της δεν είναι αρκετή. Η ανάπτυξη ωφελεί τους επενδυτές μόνον όταν η συγκεκριμένη επιχείρηση μπορεί να επενδύσει με επιπρόσθετες αποδόσεις που είναι δελεαστικές, δηλαδή μόνον όταν κάθε δολάριο που χρησιμοποιείται για τη χρηματοδότηση της ανάπτυξης δημιουργεί μακροχρόνια εμπορική αξία περισσότερη του ενός δολαρίου. Στις περιπτώσεις που εταιρείες με χαμηλές αποδόσεις χρειάζονται επιπλέον κεφάλαια, η ανάπτυξη ζημιώνει τον επενδυτή.

2.5 Η Θεωρία της Επενδυτικής Αξίας

Ο Buffett διδάχθηκε από τη Θεωρία της Επενδυτικής Αξίας του John Burr Williams, την εξίσωση για την αξία συμπυκνωμένη εδώ: "*Η αξία οποιασδήποτε μετοχής, ομολόγου επιχείρησης, σήμερα καθορίζεται από τις χρηματικές εισροές και εκροές -προεξοφλούμενες με το κατάλληλο επιτόκιο- που αναμένονται στο υπόλοιπο της ζωής του περιουσιακού στοιχείου*". Ο τύπος είναι ο ίδιος για τις μετοχές και τα ομόλογα, όμως υπάρχει μια σημαντική διαφορά μεταξύ τους: Το ομόλογο έχει κουπόνι (πληρωτέο τόκο) και ημερομηνία λήξης τα οποία καθορίζουν με σαφήνεια τις αναμενόμενες χρηματικές εισροές. Στις μετοχές, ο επενδυτικός αναλυτής θα πρέπει να εκτιμήσει ο ίδιος τα "κουπόνια". Επιπλέον, η ποιότητα της διοίκησης σπάνια επιδρά στο κουπόνι του ομολόγου, παρά μόνο στην περίπτωση που η διοίκηση είναι τόσο ανέντιμη οπότε σταματούν οι πληρωμές των τόκων. Αντιθέτως, η ικανότητα της διοίκησης μπορεί να επηρεάσει δραματικά τα "κουπόνια" των μετοχών.

Η επένδυση που από την εκτίμηση των προεξοφλούμενων χρηματικών ροών δείχνει να είναι φθηνότερη, είναι αυτή την οποία διαλέγει ο Buffett, χωρίς να σκέπτεται αν η εταιρεία αναπτύσσεται ή όχι, αν παρουσιάζει διακυμάνσεις η σταθερότητα στα κέρδη ή η τιμή της είναι υψηλή ή χαμηλή σε σχέση με τα τρέχοντα κέρδη και τη λογιστική αξία. Επιπλέον, αν και η εξίσωση της αξίας συνήθως δείχνει στον Buffett ότι οι μετοχές είναι φθηνότερες από τα ομόλογα, όταν οι υπολογισμοί δείχνουν ότι τα ομόλογα είναι πιο ελκυστική επένδυση, τότε επενδύει σε αυτά. Άσχετα από την τιμή, η καλύτερη επιχείρηση για να κατέχει, είναι αυτή που για μεγάλο χρονικό διάστημα χρησιμοποιεί μεγάλα ποσά επιπρόσθετων κεφαλαίων με πολύ υψηλές αποδόσεις. Η χειρότερη είναι αυτή που αναγκάζεται να πράξει το αντίθετο, δηλαδή που θα απορροφά συστηματικά όλο και περισσότερα κεφάλαια με πολύ χαμηλές αποδόσεις.

Στην Berkshire, η εκτίμηση της αξίας μιας μετοχής γίνεται με δύο τρόπους. Πρώτον, επιμένει σε επιχειρήσεις που πιστεύει ότι κατανοεί και θεωρεί πως είναι σχετικά απλές και σταθερές στον χαρακτήρα τους. Εάν μια επιχείρηση είναι πολύπλοκη ή αντικείμενο συχνών αλλαγών, ο Buffett δεν βρίσκει εύκολη την πρόβλεψη των μελλοντικών χρηματικών ροών. Δεύτερον, επιμένει σε ένα περιθώριο ασφαλείας στην τιμή αγοράς. Εάν εκτιμηθεί ότι η αξία μιας κοινής μετοχής είναι μόλις λίγο υψηλότερη από την τιμή της, δεν ενδιαφέρεται να την

αγοράσει. Αυτός ο κανόνας του περιθωρίου ασφαλείας είναι πολύ σημαντικός για την Berkshire.

Το περιθώριο ασφαλείας (Margin Of Safety), είναι βασικό σημείο στην επενδυτική μεθοδολογία του Buffett. Ο όρος αυτός διαδόθηκε από τον Ben Graham, καθηγητή και μέντορα του Buffett. Ο Graham πίστευε ότι οι μετοχές πρέπει ν' αγοράζονται σε τιμή μικρότερη από την αξία τους. Η έκπτωση αυτή στην καθαρή αξία, έδινε στους επενδυτές το περιθώριο ασφάλειας. Αγοράζοντας φθηνότερα, ένας επενδυτής θα μπορούσε να επιτύχει καλύτερες αποδόσεις και να αποφύγει τα δαπανηρά λάθη. Αν, επί παραδείγματι, και κάνοντας συντηρητικές προβλέψεις, υπολογιστεί ότι η μετοχή μιας εταιρείας αξίζει 10 δολάρια και η μετοχή στο χρηματιστήριο πωλείται για 9, καλύτερα θα ήταν να μην γίνει αγορά. Ο επενδυτής πρέπει να σκεφτεί για 8 δολάρια και χτίζει θέση από εκεί και κάτω.

Το 1997, ο Buffett είχε πει τα εξής για το περιθώριο ασφαλείας:

"Εάν καταλαβαίνατε μια επιχείρηση τέλεια όπως και το μέλλον της επιχείρησης, θα ήταν πολύ μικρότερη η ανάγκη για ένα περιθώριο ασφάλειας . Έτσι, όσο πιο τρωτή είναι η επιχείρηση, υποθέτοντας ότι θέλετε πάντα να επενδύσετε σε αυτήν, τόσο μεγαλύτερο περιθώριο ασφάλειας θα χρειάζεστε. Να επιτρέπετε στον εαυτό σας ένα τεράστιο περιθώριο ασφάλειας. Να χτίζετε μια γέφυρα που μπορούν να τη διασχίσουν φορτηγά τα οποία ζυγίζουν 30.000 λίβρες και ύστερα να τη διασχίζετε με φορτηγά που ζυγίζουν 10.000 λίβρες. Αυτός είναι ο τρόπος που εγώ θέλω να διασχίζω γέφυρες".

***

Το 1985 η Berkshire πλήρωσε 517,5 εκ. δολάρια για μετοχές της Cap Cities (3 εκ. μετοχές με 172,5 δολάρια τη μετοχή). Ο Buffett θεωρεί πως η διοίκηση της Cap Cities είναι η καλύτερη διοίκηση από οποιαδήποτε άλλη διοίκηση εισηγμένης ανώνυμης εταιρείας, στις Ηνωμένες Πολιτείες. Μάλιστα ως απόδειξη της εμπιστοσύνης του είχε εφαρμόσει μια ασυνήθιστη συμφωνία: για μια μεγάλη χρονική περίοδο ο διευθύνων σύμβουλος της Cap Cities θα ψήφιζε αντί για την Berkshire, για τις μετοχές της. Η πρωτοβουλία για τη συμφωνία αυτή ήταν του Warren Buffett και του Charlie Munger οι οποίοι έθεσαν διάφορους περιορισμούς όσον αφορά την πώληση των μετοχών τους. Ο στόχος αυτών των περιορισμών ήταν η εξασφάλιση ότι το πακέτο τους δεν θα πωλείτο σε κάποιον που ήδη είχε μεγάλο μερίδιο ή που σκόπευε να το αποκτήσει χωρίς την έγκριση της διοίκησης.

Μια παρόμοια συμφωνία είχε συναφθεί με την GEICO και την Washington Post παλαιότερα. Ο λόγος για αυτές τις συμφωνίες είναι ότι, Buffett και Munger πίστευαν πως οι μακροπρόθεσμες οικονομικές προοπτικές αυτών των επιχειρήσεων οπότε και οι δικές τους ως ιδιοκτήτες θα βελτιώνονταν μ' αυτές τις συμφωνίες. Όταν είναι τέτοιες συμφωνίες σε ισχύ, οι πρώτης τάξεως διευθυντές με τους οποίους ο Buffett και ο Munger έχουν ευθυγραμμιστεί μπορούν να εστιάσουν τις προσπάθειές τους στη διοίκηση των εταιρειών και τη μεγιστοποίηση των μακροχρόνιων αξιών.

Βάζοντας περιορισμούς στα πακέτα των μετοχών τους όπως συνηθίζουν, αποσκοπούν στην προώθηση της σταθερότητας εκεί που σε διαφορετική περίπτωση θα μπορούσε να απουσιάζει. Αυτού του είδους η σιγουριά σε συνδυασμό με έναν καλό διευθυντή και μια καλή επιχείρηση, τους προσφέρει θαυμάσιο έδαφος για μια πλούσια οικονομική σοδειά. Αυτό είναι το οικονομικό επιχείρημα υπέρ των συμφωνιών τους. Η ανθρώπινη πλευρά είναι εξίσου σημαντική. Δεν θέλουν οι διευθυντές που συμπαθούν και θαυμάζουν να διερωτώνται αν θα υπάρξουν εκπλήξεις λόγω του μεγάλου μεριδίου τους.

***

Για τον Buffett, ο επενδυτής που αγοράζει σε μια αγορά που έχει υπερθερμανθεί, πρέπει να καταλάβει ότι μπορεί να πάρει πολύ χρόνο ώστε η αξία ακόμα και μιας εξαιρετικής εταιρείας να φθάσει στην τιμή που πλήρωσε γι' αυτή.

Η κατοχή κοινών μετοχών μέσω ενός χαρτοφυλακίου που επενδύει στις μετοχές ενός συγκεκριμένου δείκτη (index fund) και χρεώνει ελάχιστη προμήθεια, είναι για τον Buffett ένας πολύ καλός τρόπος κατοχής κοινών μετοχών· ωστόσο εκείνος επενδύει έξυπνα δημιουργώντας το δικό του χαρτοφυλάκιο αξιολογώντας σωστά τις εταιρείες που επιλέγει. Η επιλογή αυτών των εταιρειών εξαρτάται από τον κύκλο των ικανοτήτων του Buffett για την κατανόηση τους. **Η φιλοσοφία του κινείται γενικά σε δύο άξονες: πώς να αξιολογεί μια επιχείρηση και πώς να σκέπτεται για τις τιμές της αγοράς.** Έχει ως στόχο την αγορά σε λογική τιμή, ενός μεριδίου μιας εύκολα κατανοητής επιχείρησης της οποίας τα κέρδη να είναι υψηλότερα σε πέντε με δέκα, ακόμα και είκοσι χρόνια από τη στιγμή της αγοράς. Γι' αυτό και ο επενδυτικός ορίζοντας του Buffett είναι στη συντριπτική πλειοψηφία των περιπτώσεων μακροχρόνιος. Αυτή η τακτική, όπως ο ίδιος υποστηρίζει, έχει αποδώσει τα κέρδη της

Berkshire στους μετόχους της και έχει αυξήσει με καλούς ρυθμούς τα *κέρδη πίσω από τον καθρέπτη*, όσα χρόνια λειτουργεί ή εταιρεία.

Το 1999 βέβαια, αρκετές από τις εταιρείες στις οποίες η Berkshire είχε μεγάλη συμμετοχή δεν απέδωσαν ικανοποιητικά αποτελέσματα. Ο Buffett παρ' όλα αυτά, επειδή πίστευε πως οι επιχειρήσεις αυτές διέθεταν σημαντικά ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα που θα διατηρούνταν για καιρό, δεν απέσυρε τα σχετικά μερίδια από αυτές αλλά ούτε και αύξησε τη συμμετοχή του σε αυτές.

Ακριβώς αυτό ήταν άλλωστε και ένα σοβαρό κριτήριο ώστε να καταστεί για εκείνον μια επένδυση ελκυστική και πραγματοποιήσιμη: η γνώση για τη φύση του κλάδου και κυριότερα, για το αν η εταιρεία στον υπό εξέταση κλάδο κατείχε αξιοσημείωτο και διαρκές ανταγωνιστικό πλεονέκτημα.

Ωστόσο, ο Buffett πραγματοποίησε στον απεχθή και δυσκολονόητο γι' αυτόν κλάδο των ".coms", μια "ριψοκίνδυνη επένδυση" τον Ιούλιο του 2002. Αφού είχε επαινέσει την Amazon.com για την γενναία κίνησή της να καταγράψει σαν έξοδα τα stock options, αγόρασε junk bonds της εταιρίας, αξίας 98,3 εκ. δολαρίων. Μέχρι τότε, όπως τουλάχιστον ήταν γνωστό, η μοναδική "επένδυση" του Buffett στην τεχνολογία ήταν 100 μετοχές της Microsoft, τις οποίες απέκτησε αναγκαστικά, αφού έχασε κάποιο στοίχημα που είχε βάλει με τον Bill Gates.

Επιπλέον, η Berkshire κατείχε περίπου 20 εκ. μετοχές της τηλεπικοινωνιακής/ τεχνολογικής εταιρίας Level 3 στο τέλος Ιουνίου του 2003, σύμφωνα με τα όσα αποκάλυψαν οι ρυθμιστικές αρχές της αμερικανικής αγοράς. Η αποκάλυψη αυτής της συμμετοχής δεν έγινε με τη συναίνεση του Buffett αλλά κατόπιν εξαναγκασμού εκ μέρους της SEC. Ο Warren Buffett έχει δώσει τα τελευταία χρόνια πολλές μάχες προκειμένου να διατηρηθεί το καθεστώς ανωνυμίας που επί σειρά ετών προστάτευε τις επενδυτικές επιλογές του μιας και δεν αρέσκεται να παρέχει εκ των πραγμάτων επενδυτικές συμβουλές στους μικροεπενδυτές.

Μελετώντας τις επενδύσεις που έχει πραγματοποιήσει και σε θυγατρικές εταιρείες και σε κοινές μετοχές, προτιμά επιχειρήσεις και κλάδους όπου δεν είναι πολύ πιθανόν να υπάρξουν μεγάλες αλλαγές. Και στη μία και στην άλλη περίπτωση, αγοράζοντας, αναζητά δραστηριότητες που πιστεύει ότι σίγουρα θα κατέχουν τρομερή ανταγωνιστική δύναμη για τα επόμενα δέκα με είκοσι χρόνια. Μπορεί ένα γρήγορα μεταβαλλόμενο επιχειρησιακό περιβάλλον να δίνει τη δυνατότητα τεράστιων κερδών, όχι όμως τη σιγουριά που ο Buffett

χρειάζεται. Για τους εμπορεύσιμους τίτλους, υπάρχει μια κατηγορία εταιρειών που η Berkshire καλεί "υποχρεωτικές", όπως η Coca Cola και η Gillette που θεωρεί πως θα κυριαρχούν στο χώρο τους για πάντα. Μάλιστα, για κάθε μία τέτοια "υποχρεωτική" προς επένδυση εταιρεία, υπάρχουν δεκάδες άλλες "παραπλανητικές" που προς το παρόν μπορεί να κυριαρχούν αλλά είναι ευάλωτες στον ανταγωνισμό.

***

Ο Buffett θεωρεί λάθος την αγορά του ελέγχου της Berkshire. Αν και γνώριζε ότι η δραστηριότητά της, παραγωγή υφασμάτων, δεν είχε καλές προοπτικές την αγόρασε γιατί η τιμή της φαινόταν χαμηλή. Στα πρώτα του χρόνια, αγορές τέτοιου είδους μετοχών είχε αποδειχθεί ότι άξιζαν τον κόπο, αν και την εποχή που εμφανίστηκε η ευκαιρία της Berkshire το 1965, άρχισε να συνειδητοποιεί ότι αυτή η στρατηγική δεν ήταν η καλύτερη. Μετά την αγορά μετοχών σε αρκετά χαμηλή τιμή, συνήθως θα υπάρξει μια ταλάντευση στην τύχη της επιχείρησης που δίνει την ευκαιρία για πώληση αποκομίζοντας σχετικά καλό κέρδος, παρόλο που η μακροχρόνια απόδοση της επιχείρησης μπορεί να είναι τρομερά άσχημη. Αυτή την επενδυτική προσέγγιση, όπως και ο δάσκαλός του Ben Graham, ο Buffett ονομάζει "cigar butt". Όπως μια γόπα τσιγάρου δηλαδή που θα βρεθεί στον δρόμο και μπορεί να μην έχει πολύ καπνό να δώσει αλλά το γεγονός ότι είναι τζάμπα, σημαίνει ότι όλος αυτός ο καπνός είναι κέρδος. Ο Buffett διαφωνεί με αυτή τη στρατηγική αγοράς επειδή το πιθανότερο είναι ότι η αρχική "τιμή ευκαιρίας" δεν θα αποδειχθεί και τόσο χαμηλή. Σε μια δύσκολη επιχείρηση, το επόμενο πρόβλημα εμφανίζεται πριν τελειώσει το προηγούμενο. Έπειτα, οποιοδήποτε αρχικό πλεονέκτημα εξασφαλιστεί, γρήγορα θα διαβρωθεί από το χαμηλό ποσοστό απόδοσης της εταιρείας.

2.6 Η Θεσμική Προστασία

Ο Buffett μιλά στην ετήσια έκθεση της Berkshire του 1989, για την "Θεσμική Προστασία" (The Institutional Imperative). Πρόκειται για μια αρχή την οποία θεωρεί ως την σπουδαιότερη ανακάλυψή του: μια αόρατη δύναμη που όταν εμφανίζεται στο επιχειρησιακό προσκήνιο, η ορθολογικότητα "μαζεύεται". Υποδεικνύει ότι:

1. Κάθε επιχείρηση θα αντισταθεί σε κάθε αλλαγή στην τρέχουσα πορεία της, όπως τα σώματα αντιδρούν σε κάθε μεταβολή της κινητικής τους κατάστασης.
2. Όπως η δουλειά αυξάνεται και γεμίζει τον διαθέσιμο χρόνο, έτσι και τα επιχειρησιακά σχέδια και οι εξαγορές θα πραγματοποιηθούν για να απορροφήσουν τα διαθέσιμα κεφάλαια.
3. Κάθε επιχειρηματικό σχέδιο από τον ηγέτη, όσο ανόητο κι αν είναι, θα υποστηριχτεί γρήγορα με λεπτομέρειες για το ποσοστό απόδοσης και με μελέτες στρατηγικής προετοιμασμένες από τον "στρατό" του.
4. Μια εταιρεία θα μιμηθεί αλόγιστα τη συμπεριφορά άλλων παρόμοιων εταιρειών στην αγορά, είτε αυτές αναπτύσσονται είτε εξαγοράζουν είτε προσδιορίζουν τις αμοιβές των στελεχών τους είτε οτιδήποτε άλλο.

Μετά από κάποια λάθη που προέκυψαν επειδή αγνόησε αυτή την προσταγή, **μαζί με τον Munger, ο Buffett έχει επιδιώξει να επικεντρώσει τις επενδύσεις τους σε εταιρείες που είναι γνώστες του προβλήματος της "Θεσμικής Προσταγής"** και να διοικήσει την Berkshire με τρόπο τέτοιο ώστε να ελαχιστοποιηθεί το δυνατόν περισσότερο η επιρροή της.

***

Μερικά από τα λάθη του Buffett δεν ήταν εμφανώς ορατά. Ήταν αγορές μετοχών ή εταιρειών των οποίων τις αρετές κατανόησε αλλά ποτέ δεν πραγματοποίησε. Έχοντας συντηρητική χρηματοοικονομική πολιτική, παραδέχεται πως μια αρκετά υψηλότερη αν και πάλι συνηθισμένη, δανειακή μόχλευση στην Berkshire, θα είχε αποδώσει πολύ καλύτερα ποσοστά απόδοσης μετοχικού κεφαλαίου (δείκτης ROE). Ο δανεισμός κινεί τα πράγματα γρηγορότερα ενώ ο Buffett ποτέ δεν βιαζόταν.

2.7 Εναλλακτικές επενδυτικές προτάσεις

Η Berkshire κατέχει μεγάλο αριθμό εμπορεύσιμων τίτλων στις ασφαλιστικές της εταιρείες. Χρησιμοποιεί πέντε βασικές κατηγορίες:

1. Μακροπρόθεσμες επενδύσεις σε κοινές μετοχές.
2. Μεσομακροπρόθεσμοι τίτλοι σταθερού εισοδήματος.

3. Μακροπρόθεσμοι τίτλοι σταθερού εισοδήματος.
4. Προϊόντα βραχυπρόθεσμων τοποθετήσεων ρευστών διαθεσίμων.
5. Βραχυπρόθεσμες πράξεις arbitrage.

Δεν υπάρχει κάποια προκατάληψη κατά την επιλογή του Buffett ανάμεσα σ' αυτές τις κατηγορίες. Τα κριτήρια του δεν έχουν να κάνουν με τη μεγιστοποίηση των αποτελεσμάτων που θα δημοσιευθούν στον επόμενο ισολογισμό, στόχος είναι μάλλον να μεγιστοποιήσει την τελική καθαρή αξία.

2.8 Ομόλογα Υψηλού Κινδύνου

Η περίπτωση της Wells Fargo.

Το 1990 η Berkshire αύξησε τη συμμετοχή της σε ποσοστό περίπου 10% στη Wells Fargo, έναν τραπεζικό οργανισμό με εξαιρετική διοίκηση και υψηλές αποδόσεις. Ο τραπεζικός τομέας δεν είναι από τους αγαπημένους της Berkshire. Με τη Wells Fargo όμως πίστευε ότι απέκτησε τους καλύτερους διευθυντές σ' αυτόν τον χώρο, τον Carl Reichardt και τον Paul Hazen. Όταν αγόρασε μετοχές της Wells Fargo το 1990, εκμεταλλεύθηκε το χάος που επικρατούσε στην αγορά τραπεζικών μετοχών. Η σύγχυση ήταν ό, τι έπρεπε: Κάθε μήνα ανόητες δανειοδοτήσεις, κάποτε αξιοπρεπών τραπεζών γίνονταν δημόσια γνωστές. Καθώς αποκαλυπτόταν η μία τεράστια ζημιά μετά την άλλη, συχνά αμέσως μετά τις διαβεβαιώσεις των διοικήσεων ότι όλα ήταν εντάξει, οι επενδυτές συμπέραναν ότι δεν μπορούσαν να εμπιστευθούν τους αριθμούς καμίας τράπεζας. Βοηθούμενη από τη φυγή τους μακριά από τις τραπεζικές μετοχές, η Berkshire αγόρασε την κατά 10% συμμετοχή της στην Wells Fargo για 290 εκ. δολάρια, λιγότερο από πέντε φορές τα κέρδη μετά τους φόρους και λιγότερο από τρεις φορές τα προ φόρων κέρδη.

Η ιδιοκτησία μιας τράπεζας κάθε άλλο παρά ακίνδυνη ήταν. Η Wells Fargo θεωρείτο ιδιαίτερα ευάλωτη γιατί ήταν ένας από τους μεγαλύτερους δανειστές στην αγορά ακινήτων. Όμως ακόμα και μια σημαντική πτώση της αξίας των ακινήτων ήταν απίθανο να δημιουργήσει σοβαρά προβλήματα στα καλά διοικούμενα πιστωτικά ιδρύματα. Η Wells

Fargo κέρδιζε πολύ περισσότερο από 1 δισεκατομμύριο δολάρια προ φόρων, αφού δήλωνε σαν δαπάνη 300 εκ. δολάρια για επισφαλή δάνεια.

Στην πραγματικότητα, στην Berkshire αρέσει να εξαγοράζει επιχειρήσεις ή να επενδύει σε κεφαλαιουχικά σχέδια που μπορεί να μην αποδώσουν κέρδη τον πρώτο χρόνο, αλλά που αναμένεται στη συνέχεια να αποδώσουν 20% επί των αυξανόμενων ιδίων κεφαλαίων. Παρ' όλα αυτά, οι φόβοι μιας καταστροφής στην αγορά των ακινήτων της Καλιφόρνια, παρόμοια με αυτήν που συνέβη στη Νέα Αγγλία, είχε ως αποτέλεσμα η τιμή της μετοχής της Wells Fargo να μειωθεί κατά 50% μέσα σε λίγους μήνες το 1990. Αν και η Berkshire είχε αγοράσει κάποιες μετοχές στις τιμές που ίσχυαν νωρίτερα, η πτώση ήταν καλοδεχούμενη, γιατί θα της επέτρεπε να αγοράσει πολύ περισσότερες μετοχές στις νέες τιμές του πανικού.

Η πιο συνηθισμένη αιτία για την πτώση των τιμών είναι η απαισιοδοξία και η Berkshire θέλει τις συναλλαγές της σε περιβάλλον ακριβώς αυτού είδους, όχι γιατί της αρέσει η απαισιοδοξία, αλλά γιατί της αρέσουν οι τιμές που αυτή δημιουργεί. Τίποτα από αυτά όμως για τον Buffett δεν υπονοεί ότι μια εταιρεία ή μια μετοχή είναι έξυπνη αγορά μόνο και μόνο επειδή δεν είναι δημοφιλής. Βρίσκει την προσέγγιση που θέλει τον επενδυτή να πηγαίνει κόντρα στο ρεύμα, να είναι εξίσου ανόητη με την προσέγγιση που τον θέλει να ακολουθεί το πλήθος.

Η περίπτωση της RJR Nabisco.

Μια άλλη σημαντική μεταβολή στο χαρτοφυλάκιο τον ίδιο χρόνο ήταν οι μεγάλες αυξήσεις στον αριθμό των ομολόγων της RJR Nabisco. Στο τέλος του 1990, η Berkshire είχε επενδύσει 440 εκατ. δολάρια σ' αυτούς τους τίτλους, ένα ποσό που ήταν πολύ κοντά στην αγοραία αξία τους η οποία όχι πολύ αργότερα αυξήθηκε κατά περισσότερο από 150 εκ. δολάρια.

Όπως η αγορά μετοχών του τραπεζικού τομέα ήταν κάτι το ασυνήθιστο, έτσι ήταν και η αγορά εταιρικών ομολόγων με χαμηλό δείκτη φερεγγυότητας. Αλλά ευκαιρίες που την ενδιαφέρουν και που να είναι αρκετά μεγάλες ώστε να έχουν αξιόλογες επιπτώσεις στα αποτελέσματα της Berkshire ήταν σπάνιες. Γι' αυτόν τον λόγο ψάχνει πάντα σε κάθε κατηγορία επενδύσεων, αρκεί να κατανοεί την εταιρεία στην οποία επενδύει και να πιστεύει ότι υπάρχει σημαντική διαφορά μεταξύ τιμής και αξίας

Τα υψηλότερα επιτόκια που προσέφεραν τα ομόλογα υψηλού επενδυτικού κινδύνου είχαν με το παραπάνω αποζημιώσει για τα μεγάλα ποσοστά αδυναμίας πληρωμών. Η υπόθεση που είχε γίνει ήταν ότι ο κόσμος των νέων εκδόσεων των ομολόγων υψηλού επενδυτικού κινδύνου ήταν πανομοιότυπος με αυτόν των "πεπτωκότων αγγέλων" (fallen angels) οπότε και η εμπειρία όσον αφορά τα ποσοστά αδυναμίας πληρωμών αυτών των τελευταίων θα μπορούσε λογικά να χρησιμοποιηθεί για να προβλεφθούν τα αντίστοιχα ποσοστά των νέων εκδόσεων.

Οι δύο αυτοί κόσμοι ήταν διαφορετικοί από πολλές πλευρές. Ο διευθυντής της εταιρείας τύπου "πεπτωκώς άγγελος" σχεδόν πάντοτε, επιθυμούσε να αποκαταστήσει την υψηλή φερεγγυότητα και εργαζόταν για την επίτευξη αυτού του σκοπού. Ο διαχειριστής, όμως ενός junk bond είχε διαφορετική αντιμετώπιση. Επιπλέον, οι καταπιστευματικές ευαισθησίες των στελεχών που διηύθυναν τον πεπτωκότα άγγελο ήταν συχνά αν και όχι πάντοτε πιο εκλεπτυσμένες απ' ό, τι εκείνες των στελεχών των junk-bonds.

Στην περίπτωση της RJR Nabisco, η φερεγγυότητα της εταιρείας ήταν σημαντικά καλύτερη απ' ό, τι γενικά φαινόταν για ένα χρονικό διάστημα και η απόδοση καθώς και η δυνατότητα για υπεραξίες κεφαλαίου, αποζημίωσε με το παραπάνω το ρίσκο που ανέλαβε η Berkshire. Η RJR είχε πουλήσει στοιχεία του ενεργητικού της σε ευνοϊκές τιμές, είχε προσθέσει μεγάλα ποσά ιδίων κεφαλαίων και διοικούταν καλά.

Σε αυτό το χώρο όμως, τα περισσότερα ομόλογα με χαμηλό δείκτη φερεγγυότητας δεν είναι ελκυστικά για τον Buffett. Παρ' όλα αυτά, θα συνέχιζε να ψάχνει για ευκαιρίες καθώς η αγορά για junk bonds ξεδιπλωνόταν.

2.9 Ομόλογα χωρίς περιοδικές πληρωμές

Η Berkshire εξέδωσε το 1989 zero-coupon convertible subordinated debentures αξίας 902,6 εκ. δολαρίων. Η Salomon Brothers πραγματοποίησε τη διάθεση με εξαιρετικό τρόπο, παρέχοντάς στην Berkshire χρήσιμες συμβουλές.

Ένα ομόλογο zero-coupon δεν απαιτεί περιοδικές πληρωμές τοκομεριδίων. Ο επενδυτής αποκομίζει απόδοση αγοράζοντας το ομόλογο με σημαντική έκπτωση από την αξία που θα

έχει στη λήξη του. Το πραγματικό επιτόκιο καθορίζεται από την αρχική τιμή έκδοσης, την αξία στη λήξη και το χρονικό διάστημα μεταξύ της έκδοσης και της λήξης.

Τα ομόλογα εκδόθηκαν στο 44,31% της αξίας τους στη λήξη και θα έληγαν σε 15 χρόνια. Για τους επενδυτές που αγοράζουν τα ομόλογα, αυτό αντιστοιχεί σε πληρωμές τόκου ύψους 5,5%, ανατοκιζόμενες ανά έξι μήνες. Επειδή η Berkshire έλαβε μόνο 44,31 σεντς για κάθε δολάριο, τα έσοδα από την έκδοση ήταν 400 εκ. δολάρια (μείον περίπου 9,5 εκ. για τα έξοδα της διάθεσης).

Για φορολογικούς λόγους η Berkshire έχει το δικαίωμα να αφαιρεί από το εισόδημα τα τοκομερίδια με βάση το 5,5% ετησίως, παρόλο που στην πραγματικότητα δεν τα αποδίδει στους κατόχους των ομολόγων. Οπότε, η καθαρή επίπτωση σε αυτή, ως αποτέλεσμα των μειωμένων φόρων, ήταν μια θετική χρηματική ροή. Μερικοί παράγοντες κατέστησαν αδύνατο τον υπολογισμό του ακριβούς πραγματικού επιτοκίου, αλλά σε κάθε περίπτωση θα ήταν κάτω από το 5,5%. Στο μεταξύ, κάθε φορολογούμενος κάτοχος των ομολόγων πρέπει να πληρώσει φόρο κάθε χρόνο για το 5,5%, παρόλο που δεν λαμβάνει μετρητά.

Επειδή τα ομόλογα που ήταν στην κατοχή της Berkshire δεν έμοιαζαν με τον μεγάλο όγκο των zero-coupon, που είχαν εκδοθεί τα προηγούμενα χρόνια, ο Buffett και ο Munger είναι ειλικρινείς επικριτές των ομολόγων χωρίς περιοδικές πληρωμές. Τέτοια ομόλογα είχαν χρησιμοποιηθεί με απατηλούς τρόπους και με καταστροφικές συνέπειες για τους επενδυτές.

Πολλές φορές τα ομόλογα χωρίς περιοδικές πληρωμές και το λειτουργικό τους ανάλογο, ομόλογα με Πληρωμή Σε Είδος (ΠΣΕ) -το οποίο διανέμει επιπλέον ομόλογα με ΠΣΕ κάθε έξι μήνες σαν τόκο αντί να πληρώνει σε μετρητά- έχουν εκδοθεί σε τεράστιες ποσότητες από όλο και υποδεέστερους σε φερεγγυότητα δανειζόμενους. Ωστόσο, πολλά ομόλογα χωρίς περιοδικές πληρωμές και ομολογά με ΠΣΕ δεν θα αποτύγχαναν στις πληρωμές τους. Πράγματι, η Berkshire είχε στην κατοχή της μερικά και ίσως αγόραζε περισσότερα, ποτέ όμως από κάποιον με χαμηλή φερεγγυότητα.

Οποιαδήποτε φορά μια τράπεζα επενδύσεων αρχίζει να μιλά για κέρδη προ αποσβέσεων, φόρων και τόκων ή οποιαδήποτε φορά κάποιος δημιουργεί μια κεφαλαιουχική δομή που δεν επιτρέπει το σύνολο των τόκων, και των τρεχόντων και των συσσωρευμένων, να καλύπτονται άνετα από τις καθαρές, από τις δαπάνες κεφαλαίου, τρέχουσες ταμειακές ροές, ο Buffett απομακρυνόταν.

2.10 Προνομιούχες Μετοχές

Πολλοί διευθύνοντες σύμβουλοι όπως της Salomon, της Gillette, της USAir και της Champion, ζητούν οι προνομιούχες μετοχές της Berkshire να έχουν απεριόριστα δικαιώματα ψήφου σε βάση πλήρους μετατρεψιμότητας, μια συμφωνία που απέχει από τις καθιερωμένες στη χρηματοοικονομία. Ο μόνος τρόπος για να πραγματοποιήσει η Berkshire ικανοποιητικά αποτελέσματα από τις τέσσερις προνομιούχες μετοχές της, είναι οι κοινές μετοχές των εταιρειών αυτών να έχουν καλή απόδοση. Για να συμβεί αυτό, θα χρειαστούν καλή διοίκηση και υποφερτές συνθήκες στην αγορά. Στις δοσοληψίες με τις εταιρείες στις οποίες έχει επενδύσει, ο Buffett επιδεικνύει υποστήριξη, αναλυτική σκέψη και αντικειμενικότητα. Ναι μεν συνεργάζεται με έμπειρους διευθύνοντες συμβούλους που έχουν τον πλήρη έλεγχο της εταιρείας τους, αλλά που, παρ' όλα αυτά, μερικές φορές θέλουν να έχουν την ευκαιρία να ελέγξουν εάν ο τρόπος σκέψης τους είναι σύμφωνος μ' αυτόν κάποιου που δεν συνδέεται με τον κλάδο τους ή με τις προηγούμενες αποφάσεις τους.

Ως σύνολο, αυτές οι μετατρέψιμες προνομιούχες μετοχές δεν θα πραγματοποιήσουν τις αποδόσεις που μπορεί να αποκομίσει εάν βρει μια εταιρεία με θαυμάσιες οικονομικές προοπτικές και που δεν έχει εκτιμηθεί αρκετά από την αγορά. Ούτε οι αποδόσεις αυτές θα είναι τόσο ελκυστικές όσο αυτές που αποκομίζει όταν ακολουθεί τον αγαπημένο του τρόπο ανάπτυξης των κεφαλαίων, την εξαγορά του 80%, ή και περισσότερο, μιας καλής εταιρείας με καλή διοίκηση.

Για τον Buffett, οι επενδύσεις σε προνομιούχες μετοχές θα πρέπει να παράγουν αποδόσεις λίγο υψηλότερες από εκείνες των περισσότερων χαρτοφυλακίων σταθερού εισοδήματος και να μπορεί να παίξει έναν μικρό αλλά εποικοδομητικό ρόλο στις εταιρείες που επενδύει.

Ο Buffett θεωρεί λάθος επιλογή την αγορά προνομιούχων μετοχών της USAir, αξίας 358 εκατομμυρίων δολαρίων το 1989, για τις οποίες η διανομή μερισμάτων διεκόπη έπειτα. Ήταν μάλλον μια περίπτωση προχειρότητας στην ανάλυση, ένα ολίσθημα που μπορεί να το προξένησε το γεγονός ότι αγόραζε μια μετοχή με προτεραιότητα στη ρευστοποίηση ή η αλαζονεία. Πριν από την εξαγορά, παρέλειψε να εστιάσει στα προβλήματα που αναπόφευκτα θα πίεζαν μια αεροπορική εταιρεία της οποίας οι δαπάνες ήταν και υψηλές και εξαιρετικά δύσκολο να μειωθούν. Τα παλαιότερα χρόνια, αυτές οι απειλητικές για τη βιωσιμότητα της εταιρείας δαπάνες δεν δημιουργούσαν πολλά προβλήματα.

Στα τέλη του 1994, η λογιστική αξία της επένδυσης στη USAir μειώθηκε στα 89,5 εκ. δολάρια ή στα 25 σεντς για κάθε δολάριο. Αυτή η αξιολόγηση αντανακλούσε την πιθανότητα οι προνομιούχες μετοχές να ανακτούσαν πλήρως ή σε μεγάλο ποσοστό την αξία τους αλλά και την αντίθετη πιθανότητα, οι μετοχές να έχαναν σταδιακά όλη τους την αξία.

Η ανάλυση του Buffett για τις επιχειρηματικές δραστηριότητες της USAir ήταν λανθασμένη. Παραπλανήθηκε τόσο πολύ από τη μακρά περίοδο κερδοφορίας της εταιρείας στο παρελθόν και από την προστασία που του παρείχε κατά τα φαινόμενα, η ιδιοκτησία μιας μετοχής με προτεραιότητα στη ρευστοποίηση, που παρέβλεψε ότι τα έσοδα της USAir θα επηρεάζονταν όλο και περισσότερο από τις συνέπειες μιας απελευθερωμένης, σκληρά ανταγωνιστικής αγοράς, ενώ η δομή των δαπανών της ήταν απομεινάρι των ημερών που οι κυβερνητικές ρυθμίσεις προστάτευαν τα κέρδη. Αυτές οι δαπάνες, εάν έμεναν ανεξέλεγκτες, θα προμήνυαν καταστροφή, άσχετα από το πόσο καθησυχαστικό ήταν το ιστορικό της εταιρείας.

Ωστόσο, κατά την πραγματοποίηση της επένδυσης, συμπεριέλαβε στο συμβόλαιο για τις προνομιούχες μετοχές έναν ασυνήθιστο όρο ο οποίος όριζε ότι σε περίπτωση που η πληρωμή των μερισμάτων θα καθυστερούσε, θα συσσωρεύονταν "μερίσματα ποινής" τα οποία θα έτρεχαν με επιτόκιο πέντε ποσοστιαίες μονάδες πάνω από το βασικό. Αυτό σήμαινε ότι όταν το μέρισμα που δικαιούταν με βασικό επιτόκιο 9,25% δεν πληρωνόταν για δύο χρόνια, τα απλήρωτα ποσά ανατοκίζονταν με ποσοστά που κυμαίνονταν από 13,25% μέχρι 14%.

Με αυτόν τον όρο σε ισχύ η USAir είχε κάθε κίνητρο να πληρώσει τα οφειλόμενα όσο πιο έγκαιρα μπορούσε. Και το δεύτερο εξάμηνο του 1996, όταν επανήλθε στην κερδοφορία, πράγματι άρχισε να πληρώνει δίνοντας στην Berkshire 47,9 εκ. δολάρια.

Στις αρχές του 1996 πριν πληρωθούν τα οφειλόμενα μερίσματα, ο Buffett ήθελε για άλλη μια φορά να ξεφορτωθεί τη συμμετοχή του· αυτήν τη φορά για 335 εκ. δολάρια, όμως δεν κατέληξε τελικά σε μια τέτοια πράξη.

Τα προβλήματα της USAir δημιουργήθηκαν από τις συνθήκες του κλάδου και από τις δυσκολίες που αντιμετώπισε μετά τη συγχώνευση με την Piedmont, μια συμφορά που ο Buffett θα έπρεπε να περιμένει εφόσον όλες οι συγχωνεύσεις στις αερομεταφορές είχαν συνοδευτεί από λειτουργικές αναταραχές.

Οι μετατρέψιμες προνομιούχες μετοχές της Berkshire είναι σχετικά απλοί τίτλοι, όμως πότε-πότε δημιουργούνται ανακριβή και παραπλανητικά σχόλια γι' αυτές. Το 1989 για

παράδειγμα, μερικοί δημοσιογράφοι εκτίμησαν ότι η αξία όλων των προνομιούχων μετοχών της Berkshire ήταν ίση με αυτήν των κοινών μετοχών στις οποίες είναι μετατρέψιμες. Χρησιμοποιώντας αυτή τη λογική, συμπεραίνει κανείς ότι όλη η αξία των προνομιούχων μετοχών έγκειται στο δικαίωμα της μετατροπής τους και ότι η αξία μιας μη μετατρέψιμης προνομιούχου μετοχής, της Salomon για παράδειγμα, είναι μηδέν άσχετα από το ονομαστικό επιτόκιο ή τους όρους της εξόφλησης του.

Το μεγαλύτερο μέρος της αξίας των μετατρέψιμων προνομιούχων μετοχών προέρχεται από τα χαρακτηριστικά σταθερού εισοδήματος που έχουν. Αυτό σημαίνει ότι οι μετοχές αυτές δεν μπορεί να έχουν λιγότερη αξία απ' ό, τι αν ήταν μη μετατρέψιμες και μπορεί να αξίζουν περισσότερο εξ αιτίας του δικαιώματος της μετατροπής. Η Berkshire προχώρησε σε πέντε ιδιωτικές αγορές μετατρέψιμων προνομιούχων μετοχών στη διάρκεια της περιόδου 1987-1991.

Η ιδιωτική αγορά μετοχών τύπου PERCS της American Express, αξίας 300 εκ. δολαρίων, ήταν μια παραλλαγμένη μορφή κοινών μετοχών, της οποίας τα χαρακτηριστικά σταθερού εισοδήματος είχαν μικρή συμμετοχή στην αρχική αξία τους. Τρία χρόνια μετά την αγορά τους, οι PERCS μετατράπηκαν αυτόματα σε κοινές μετοχές. Αντιθέτως, οι άλλες μετατρέψιμες μετοχές ήταν καθορισμένες να μετατραπούν σε κοινές μόνον αν το επέλεγε η Berkshire.

Αρχικά ο Buffett με την αγορά των PERCS προσδοκούσε να αποκομίσει μετά φόρων αποδόσεις που ελάχιστα θα υπερέβαιναν εκείνες που θα μπορούσε να αποκομίσει από τους μεσοπρόθεσμους τίτλους που αντικατέστησαν. Η προσδοκία ξεπεράστηκε, αλλά μόνον εξ αιτίας της απόδοσης μιας και μόνο έκδοσης. Ο Buffett καταλάβαινε εξαρχής πως αυτές οι μετοχές, σαν σύνολο, δεν θα πραγματοποιούσαν τις αποδόσεις που θα μπορούσε να επιτύχει εάν έβρισκε μια επιχείρηση με θαυμάσιες οικονομικές προοπτικές.

Θεωρούσε ως την καλύτερη συμμετοχή του αυτή στην Gillette, όμως είχε πληρώσει 600 εκ. δολάρια το 1989 για προνομιούχες μετοχές της, που ήταν μετατρέψιμες σε κοινές μετοχές αξίας 48 εκ. δολαρίων (λαμβάνοντας υπ' όψιν και τις διασπάσεις). Χρησιμοποιώντας διαφορετικά τα 600 εκ., θα μπορούσε ίσως να είχε αγοράσει 60 εκ. κοινές μετοχές της εταιρείας. Η αγοραία τιμή των κοινών μετοχών, εκείνη την περίοδο, ήταν 10,5 δολάρια και δεδομένου ότι η διάθεση θα πραγματοποιούνταν με τεράστια ιδιωτική τοποθέτηση που θα

περιλάμβανε σημαντικούς περιοριστικούς όρους, θα μπορούσε να είχε αγοράσει τις μετοχές με τουλάχιστον 5% έκπτωση.

Αντ' αυτού, για λιγότερο από δύο χρόνια αποκόμισε λίγο παραπάνω εισόδημα από μερίσματα (τη διαφορά μεταξύ της απόδοσης των προνομιούχων και αυτής των κοινών μετοχών), ώσπου η εταιρεία ανακάλεσε την έκδοση, κάνοντας το όσο το δυνατόν γρηγορότερα. Αν είχε διαπραγματευτεί για κοινές και όχι για προνομιούχες μετοχές, στα τέλη του 1995, η Berkshire θα ήταν πλουσιότερη κατά 625 εκ. δολάρια, πλην τα 70 εκ. δολάρια από τα επιπλέον μερίσματα.

Στην περίπτωση της Champion, μίας εταιρείας παραγωγής χάρτου, η δυνατότητα της εταιρείας να ανακαλέσει τις προνομιούχες μετοχές στο 115% του κόστους, ανάγκασε την Berkshire το 1994 να μετατρέψει τις μετοχές της πριν από την ημερομηνία που είχε το δικαίωμα να το πράξει και τις προσέφερε στην εταιρεία με μια μικρή έκπτωση. Ο Buffett και ο Munger δεν είχαν κανένα ενδιαφέρον προς τη βιομηχανία παραγωγής χάρτου και ποτέ άλλοτε δεν είχαν πραγματοποιήσει μια σχετική επένδυση με αυτή της Champion. Η υπεραξία από την Champion ήταν περίπου 19% μετά τους φόρους από μια εξαετή επένδυση και οι προνομιούχες μετοχές απέφεραν καλή μερισματική απόδοση μετά τους φόρους στη διάρκεια των έξι ετών που κράτησαν.

Οι προνομιούχες μετοχές στη First Empire επρόκειτο να ανακληθούν στις 31 Μαρτίου του 1996. Ο τραπεζικός τομέας βέβαια δεν ήταν από τους αγαπημένους της Berkshire όμως ο Buffett αισθανόταν άνετα όταν κατείχε μετοχές καλά διοικούμενων τραπεζών. Τις μετοχές της First Empire έμελλε να τις κρατήσει αφού τις μετέτρεπε σε κοινές. Ο Bob Wilmers, ο διευθύνων σύμβουλος της First Empire, ήταν ένας εξαίρετος τραπεζίτης για τον Buffett και τον ευχαριστούσε να συνεργάζεται μαζί του.

Οι άλλες δύο προνομιούχες μετοχές, ήταν απογοητευτικές, αν και αυτές της Salomon είχαν ξεπεράσει λίγο σε απόδοση τους τίτλους σταθερού εισοδήματος, για τους οποίους ήταν υποκατάστατο.

Λίγο μετά την αγορά των προνομιούχων μετοχών της Salomon το 1987, ο Buffett δεν είχε κάποια προαίσθηση για την μελλοντική πορεία της κερδοφορίας των τραπεζών επενδύσεων. Το δικαίωμα να μετατραπούν οι προνομιούχες σε κοινές μετοχές της Salomon, στη συνέχεια, δε φάνηκε ότι άξιζε ενώ ο Buffett πίστευε αρχικά ότι το δικαίωμα μετατροπής θα είχε αξία.

Παρ' όλα αυτά, οι προνομιούχες απέδιδαν σαν μετοχές σταθερού εισοδήματος με το μέρισμα να είναι σε ποσοστό 9% .

Οι τιμές των κοινών μετοχών της Gillette και της First Empire (στις οποίες είχαν μετατραπεί οι προνομιούχες μετοχές της Berkshire) αυξήθηκαν σημαντικά το 1997, ανάλογα με την καλή απόδοση των δύο αυτών εταιρειών. Στα τέλη του 1997, τα 600 εκ. δολάρια που είχαν τοποθετηθεί στην Gillette το 1989, είχαν αυξηθεί σε 4,8 δις δολάρια και τα 40 εκ. που δεσμεύθηκαν στη First Empire το 1991, είχαν αυξηθεί σε 236 εκ. δολάρια.

Η USAir και η Salomon, στο μεταξύ, είχαν επανέλθει πανηγυρικά στη ζωή. Σε μια συναλλαγή που αντάμειψε τους για πολλά χρόνια υποφέροντες επενδυτές της, η Salomon συγχωνεύτηκε στον όμιλο της Travelers. Η ανάσταση της USAir άγγιζε τα όρια του θαύματος. Ο Buffett αρχικά μετάνιωσε που αγόρασε τις μετοχές, καθώς και που αργότερα προσπάθησε επανειλημμένα να ξεφορτωθεί τη συμμετοχή αυτή. Η USAir πλήρωσε τα συσσωρευμένα μερίσματα για τις προνομιούχες μετοχές το 1997, προσθέτοντας επιπλέον πληρωμές σαν αποζημίωση για την καθυστέρηση και η τιμή των κοινών μετοχών της εταιρείας ανέβηκε από τα 4 δολάρια στα 73 δολάρια. Οι προνομιούχες μετοχές της USAir κλήθηκαν για εξόφληση και η άνοδος της τιμής της μετοχής της εταιρείας είχε προσδώσει στα δικαιώματα μετατροπής μεγάλη αξία.

Το 1991 η Berkshire αγόρασε μετοχές τύπου PERCS της American Express, αξίας 300 εκ. δολαρίων. Έλαβε επιπλέον μερίσματα στη διάρκεια αυτής της περιόδου, αλλά περιορίστηκε όσον αφορά την απόδοση από την αύξηση της τιμής που θα μπορούσε να αποκομίσει. Παρά τον περιορισμό, αυτή η συμμετοχή έχει αποδειχθεί ιδιαίτερα επικερδής. Οι μετατρέψιμες θα ανταλλάσσονταν με κοινές μετοχές τον Αύγουστο του 1994. Ο Buffett σκεπτόταν να πουλήσει αμέσως μετά τη μετατροπή. Εντούτοις, ένας λόγος για να τις κρατήσει ήταν ο διευθύνων σύμβουλος της Amex, Harvey Golub, ο οποίος φαινόταν ικανός να μεγιστοποιήσει οποιεσδήποτε δυνατότητες είχε η εταιρεία. Όμως η Amex αντιμετώπιζε σκληρό ανταγωνισμό από ένα πλήθος εκδοτών πιστωτικών καρτών, με κυριότερο τη Visa και έτσι έγειρε προς την πώληση.

Όταν έπρεπε να λάβει μια τελική απόφαση, σε ένα παιχνίδι γκολφ με τον Frank Olson, διευθύνοντα σύμβουλο της Hertz, με βαθιά γνώση του χώρου των πιστωτικών καρτών, πείστηκε ότι η επιχειρηματική πιστωτική κάρτα της Amex ήταν ένα θαυμάσιο franchise και

αποφάσισε να μην πουλήσει. Λίγους μήνες μετά, η Berkshire κατείχε το 10% της εταιρείας. από την οποία, μέχρι το 1997, αποκόμισε κέρδος 3 δις δολαρίων.

2.11 Μη Συμβατικές Οικονομικές Δεσμεύσεις

Όταν δεν μπορεί να βρεθεί μια καλά διοικούμενη επιχείρηση με καλά οικονομικά χαρακτηριστικά και λογική τιμή, τα χρήματα της Berkshire τοποθετούνται σε βραχυπρόθεσμους τίτλους υψηλής ποιότητας αλλά και αλλού. Η Berkshire είχε τρεις μη συμβατικές θέσεις στα τέλη του 1997. Η πρώτη ήταν παράγωγα συμβόλαια για 14 εκ. βαρέλια πετρελαίου· ό, τι είχε απομείνει από τα 47,7 εκ. βαρέλια, θέση που είχε πάρει την περίοδο 1994-1995. Την περίοδο 1995-1997, εκκαθαρίστηκαν συμβόλαια για 31,7 εκ. βαρέλια και της απέφεραν προ φόρων κέρδη 61,9 εκ. δολαρίων. Όταν τα αγόρασε, η τιμή συμβολαίου του πετρελαίου για μελλοντική παράδοση φαινόταν χαμηλή όμως λίγα χρόνια αργότερα δεν μπορούσε να εκφέρει γνώμη για την ελκυστικότητα τους.

Η δεύτερη μη συμβατική της δέσμευση ήταν σε ασήμι. Το 1996, αγόρασε 111,2 εκ. ουγγιές. Αυτή η θέση της απέδωσε 97,4 εκ. δολάρια κέρδη προ φόρων για το 1997. Το 1967 ο Buffett αγόρασε ασήμι γιατί προσδοκούσε την απονομισματοποίησή του από την αμερικανική κυβέρνηση. Από τότε, παρακολουθούσε την πορεία των βασικών μεγεθών του μετάλλου, αλλά ποτέ μέχρι το 1997 δεν το αγόρασε.

Τέλος, η μεγαλύτερη μη συμβατική θέση της Berkshire στο τέλος του 1997 ήταν 4,6 δις δολάρια, με απόσβεση του κόστους σε μακροχρόνια ομόλογα χωρίς περιοδικές πληρωμές του αμερικανικού Δημοσίου. Αυτά τα χρεόγραφα δεν πληρώνουν τόκους. Αντ' αυτού, προσφέρουν στους κατόχους τους απόδοση μέσω της μειωμένης τιμής στην οποία αγοράζονται, ένα χαρακτηριστικό που κάνει τις τιμές τους στην αγορά να κινούνται γρήγορα όταν μεταβάλλονται τα επιτόκια. Από τότε που έπεσαν τα επιτόκια το 1997, έκλεισε τον χρόνο με μη πραγματοποιηθέντα προ φόρων κέρδη 598,8 εκ. δολαρίων, από τα ομόλογα δίχως περιοδικές πληρωμές. Επειδή μετέφερε τα ομόλογα αυτά στην αγοραία τους αξία, το κέρδος αντικατοπτριζόταν στη λογιστική αξία στο τέλος του έτους. Ο Buffett αναγνώριζε πως μια μακροοικονομική δέσμευση σαν αυτή, δεν θα είχε πιθανότητες κοντά στο 100% να είναι επιτυχής, όμως θεωρούσε πως για τη συγκεκριμένη επένδυση χρησιμοποίησε την κρίση του με τον καλύτερο τρόπο.

2.12 Διανομή Μερισμάτων και Επαναγορές Μετοχών

Η πολιτική διανομής μερισμάτων είναι πολύ σημαντική για την Berkshire και τη διαχείριση των επενδύσεών της. Όλα τα κέρδη δεν είναι ίσα. Για τον Buffett, μερικά ή όλα τα ανακοινωθέντα κέρδη των επιχειρήσεων με υψηλό δείκτη ενεργητικού προς κέρδη, γίνονται λόγω του πληθωρισμού "τεχνητά υποκατάστατα" και "απαγορευμένα". Αν αυτά τα κέρδη μοιράζονταν, μια επιχείρηση θα έχανε έδαφος στην ικανότητα της να διατηρήσει τον όγκο των πωλήσεων της, τη μακροχρόνια ανταγωνιστική της θέση και την οικονομική της δύναμη. Άσχετα από το πόσο συντηρητικό είναι το ποσοστό διανομής, μια εταιρεία που συστηματικά διανέμει τα απαγορευμένα κέρδη της είναι καταδικασμένη να ξεχαστεί, εκτός και αν με κάποιο τρόπο ενισχυθεί με ίδια κεφάλαια.

Ο Buffett και ο Munger πιστεύουν πως τα μη απαγορευμένα κέρδη θα πρέπει να παρακρατούνται μόνο όταν υπάρχει μια λογική που να βασίζεται σε ιστορικά στοιχεία ή όταν είναι απαραίτητο σε μια προσεκτική ανάλυση του μέλλοντος ότι από κάθε παρακρατημένο δολάριο, ένα δολάριο εμπορικής αξίας θα δημιουργείται για τους μετόχους. Αυτό θα συνέβαινε μόνο όταν το παρακρατηθέν κεφάλαιο παρήγε επιπλέον κέρδη, ίσα ή μεγαλύτερα από αυτά που θα μπορούσαν να αποκομίσουν από μόνοι τους οι επενδυτές. **Η Berkshire προτιμά να επανεπενδύονται τα κέρδη της αν αναμένει υψηλότερες αποδόσεις ενώ να τα διανέμει σε μετρητά εάν οι πιθανές αποδόσεις της επανεπένδυσης είναι χαμηλές.** Οι πληρωμές θα πρέπει να αντικατοπτρίζουν μακροπρόθεσμες προσδοκίες για τα κέρδη και τις αποδόσεις των πρόσθετων κεφαλαίων. Εφόσον οι μακροπρόθεσμες προοπτικές της επιχείρησης δεν αλλάζουν συχνά, έτσι δεν θα πρέπει να αλλάζει συχνά και το μοντέλο διανομής μερισμάτων.

Οι εταιρείες στις οποίες η Berkshire έχει επενδύσει τα περισσότερα έχουν όλες πραγματοποιήσει σημαντικές επαναγορές μετοχών, σε στιγμές που υπήρχαν μεγάλες διαφορές μεταξύ τιμής και αξίας. Αυτό το βρίσκει ενθαρρυντικό και ανταποδοτικό για δύο λόγους. Πρώτον, μεγάλες επαναγορές σε τιμές αρκετά χαμηλότερες από την εσωτερική επιχειρηματική αξία ανά μετοχή αμέσως αυξάνουν σημαντικά αυτήν την αξία. Όταν οι επιχειρήσεις αγοράζουν τις ίδιες τις μετοχές τους, βρίσκουν πιο εύκολο να αποκομίσουν παρούσα αξία δύο δολαρίων στην τιμή του ενός παρά μέσω προγραμμάτων εξαγορών.

Δεύτερον, επαναγοράζοντας μετοχές όταν η αγοραία αξία μιας εταιρείας είναι πολύ χαμηλότερη από την επιχειρηματική της αξία, η διοίκησή της δείχνει ξεκάθαρα ότι προβαίνει σε πράξεις που αυξάνουν τον πλούτο των μετόχων και όχι σε πράξεις που επεκτείνουν τον έλεγχο της και δεν κάνουν τίποτε για τους μετόχους ή κάνουν κάτι σε βάρος τους. Έτσι οι μέτοχοι ή οι μελλοντικοί μέτοχοι, προσαρμόζουν προς τα πάνω τις προβλέψεις τους για τις μελλοντικές αποδόσεις αυτής της εταιρείας. Αυτή η προσαρμογή παράγει αγοραίες τιμές που ταιριάζουν καλύτερα με την εσωτερική επιχειρηματική αξία. Αυτές οι τιμές είναι εξ ολοκλήρου ορθολογικές και ελκυστικές για τη Berkshire.

Υπάρχει μόνο ένας συνδυασμός γεγονότων που συστήνει στη Berkshire την επαναγορά μετοχών:

1. Η εταιρεία έχει διαθέσιμα κεφάλαια δηλαδή μετρητά συν μια λογική δυνατότητα δανεισμού πέρα από τις βραχυχρόνιες ανάγκες της επιχείρησης και
2. Βρίσκει τη μετοχή της να πωλείται στη αγορά κάτω από την εσωτερική της αξία με μια συντηρητική εκτίμηση.

Ο Buffett και ο Munger είναι σε θέση να εκτιμήσουν με σιγουριά την εσωτερική αξία μόνο για μια μερίδα από τις εμπορεύσιμες μετοχές και μάλιστα μόνο αν χρησιμοποιήσουν ένα περιθώριο τιμών και όχι ένα έγγιστο νούμερο. Αναγνωρίζουν επίσης ότι σε μερικές περιπτώσεις στο παρελθόν έχουν σφάλει μη προβαίνοντας σε επαναγορές. Η εκτίμηση για την αξία της Berkshire ήταν τότε πολύ συντηρητική ή είχαν ενθουσιαστεί περισσότερο από ό, τι έπρεπε για μερικές εναλλακτικές χρήσεις των κεφαλαίων. Έχουν λοιπόν χάσει μερικές ευκαιρίες, αν και ο όγκος συναλλαγών της Berkshire σε εκείνες τις περιόδους ήταν πολύ μικρός για να προέβαιναν σε μεγάλης κλίμακας επαναγορές που σημαίνει ότι το κέρδος σε αξία ανά μετοχή θα ήταν ελάχιστο.

Η Berkshire δεν αγοράζει μετοχές της παρά μόνο αν πιστεύει ότι πωλούνται πολύ κάτω από την εσωτερική της αξία, με συντηρητικές εκτιμήσεις.

***

Σύγκριση του τύπου Α και του τύπου Β κοινών μετοχών της Berkshire.

Η Berkshire έχει δύο κατηγορίες κοινών μετοχών, τον τύπο Α και τον τύπο Β. Ένα ποσοστό του τύπου Β έχει τα δικαιώματα του 1/ 30ου του μεριδίου του τύπου Α, εκτός εάν μια τύπου Β μετοχή έχει το 1/ 200ο των δικαιωμάτων ψήφου της μετοχής τύπου Α (αντί για το 1/ 30ο της ψηφοφορίας). Κάθε μετοχή τύπου Α είναι μετατρέψιμη οποιαδήποτε στιγμή με τη βούληση του κατόχου της, σε 30 μετοχές τύπου Β. Αυτό το προνόμιο μετατροπής δεν λειτουργεί αντίστροφα. Δηλαδή οι κάτοχοι μετοχών τύπου Β δεν είναι σε θέση να τις μετατρέψουν σε μετοχές τύπου Α. Οι μέτοχοι και του τύπου Α και του τύπου Β κοινών μετοχών έχουν δικαίωμα να παρακολουθήσουν την Ετήσια Συνάντηση της Berkshire Hathaway που πραγματοποιείται το πρώτο Σάββατο κάθε Μαΐου.

Οι σχετικές τιμές του τύπου Α και του τύπου Β κοινών μετοχών.

Ο τύπος Β δεν μπορεί ποτέ να πουλήσει περισσότερο από ένα μικρό ποσοστό πάνω από το 1/ 30ο της τιμής της μετοχής τύπου Α. Όταν αυξάνεται πάνω από το 1/ 30ο, λαμβάνει χώρα το arbitrage όπου κάποιος, ίσως αγοράζει τη μετοχή τύπου Α και τη μετατρέπει σε τύπου Β. Το γεγονός αυτό ωθεί τις τιμές πάλι σε μια αναλογία 1:30. Από την άλλη πλευρά, η Β μπορεί να πουλήσει για λιγότερο από 1/ 30ο της τιμής του Α εφόσον η μετατροπή δεν συμβαίνει αντίστροφα.

***

Όταν η τιμή των μετοχών τύπου Α έπεσε κάτω από τις 45.000 δολάρια, η Berkshire σκεπτόταν να προβεί σε επαναγορές. Αποφάσισε όμως να καθυστερήσει την αγορά, έως ότου οι μέτοχοι είχαν την ευκαιρία να μελετήσουν αυτήν την αναφορά. Ο Buffett αντιτίθεται στην επαναγορά μετοχών με την πρόθεση να αναχαιτιστεί μια πτώση στην τιμή της Berkshire. Θα αγοράσει μετοχές εάν και όταν πιστεύει ότι οι επαναγορές αυτές αντιπροσωπεύουν ελκυστική χρήση των χρημάτων της εταιρείας.

2.13 Διασπάσεις μετοχών, εξαγορές και συγχωνεύσεις

Η Berkshire δεν διασπά τις μετοχές της. Η διάσπαση, για τον Buffett, δεν είναι μια πράξη προς όφελος των μετόχων της Berkshire. Ένας από τους στόχους της εταιρείας είναι η μετοχή της να πωλείται σε τιμή που είναι συνδεδεμένη σε λογικό πλαίσιο με την εσωτερική επιχειρηματική αξία της. Ο Buffett επιθυμεί να συνεργάζεται με αυτούς που θεωρούν τους εαυτούς τους επιχειρηματίες και επενδύουν σε εταιρείες με πρόθεση να παραμείνουν σε αυτές για μεγάλο διάστημα. Αυτούς που εστιάζουν στα αποτελέσματα της επιχείρησης και όχι στις τιμές της αγοράς. Η διάσπαση της μετοχής θα προσήλκυε μια καινούργια τάξη αγοραστών που δίνουν έμφαση στην τιμή της μετοχής και όχι στην επιχειρηματική της αξία, αντιθέτως με την ιδιοκτησιακή φιλοσοφία του Buffett. Ωστόσο, κάποια splits έχουν λάβει χώρα σε στιγμές που ο Buffett έκρινε πως αυτό θα ήταν προς όφελος της Berkshire και των μετόχων της.

Κατά τη διάρκεια του 1996, η Berkshire πραγματοποίησε δύο μεγάλες προσφορές διά μέσου της Salomon. Η πρώτη ήταν η πώληση 517.500 κοινών μετοχών τύπου Β, που απέφερε στην Berkshire καθαρά έσοδα 565 εκ. δολαρίων.

Η έκδοση των μετοχών Β από μέρους της Berkshire σταμάτησε την πώληση μεριδίων από τις εταιρείες αμοιβαίων κεφαλαίων και προσέφερε στους ανθρώπους έναν φτηνό τρόπο επένδυσης σε μετοχές της Berkshire. Η προμήθεια για αυτή την προσφορά ήταν μόνο 1,5%. Επιπλέον, ο αριθμός των προς διάθεση μετοχών έμεινε ανοικτός, απωθώντας έτσι τον τυπικό αγοραστή των δημόσιων διαθέσεων που αναζητούσε τη βραχυχρόνια απότομη αύξηση της τιμής. Έτσι, οι μετοχές Β θα αγοράζονταν μόνο από επενδυτές με μακροχρόνια προοπτική. Ο όγκος συναλλαγών των μετοχών Β αμέσως μετά τη διάθεση -μια ένδειξη για το πόσες μετοχές πουλήθηκαν αμέσως μετά την αγορά δια μέσου της διάθεσης (flipping)- ήταν πολύ χαμηλότερος του συνηθισμένου για μια καινούργια έκδοση. Στο τέλος, προστέθηκαν περίπου 40.000 νέοι μέτοχοι, οι περισσότεροι από τους οποίους κατανοούσαν τι κατέχουν και είχαν τους ίδιους χρονικούς ορίζοντες με τον Buffett και τον Munger.

***

Ο Buffett δήλωνε για κάποιο χρονικό διάστημα πως έψαχνε να αγοράσει μια μεγάλη επιχείρηση με τα τεράστια αποθέματα μετρητών της Berkshire, τα οποία ανέρχονταν σε

περίπου 21 δις δολάρια στο τέλος του δεύτερου τριμήνου του 2009. Το 2008, περιέγραψε ως πιθανούς στόχους του "μεγάλες επιχειρήσεις, ελέφαντες". Στις 3 Νοεμβρίου 2009, ο Buffet πλήρωσε 34 δις δολάρια (44 δις δολάρια, συμπεριλαμβανομένου και του χρέους) για την αποκλειστική ιδιοκτησία της Burlington Northern Santa Fe Corp. με έδρα το Fort Worth στο Τέξας, η οποία είναι η μεγαλύτερη[3] εταιρεία σιδηροδρόμων των ΗΠΑ.

Η συμφωνία αυτή είναι η μεγαλύτερη εξαγορά στην ιστορία της Berkshire και, σύμφωνα με τα λόγια του Buffet, "*ένα μεγάλο στοίχημα για το οικονομικό μέλλον των Ηνωμένων Πολιτειών*".

Η Berkshire είχε στραμμένη την προσοχή της στις εμπορευματικές αμαξοστοιχίες για καιρό. Το 2006, η εταιρεία αγόρασε το 10,9% της Burlington Northern ενώ αργότερα αύξησε τη συμμετοχή της σε 22%. Έπειτα, αγόρασε το υπόλοιπο της εταιρείας για 100 δολάρια ανά μετοχή σε μετρητά και νεοεκδιδόμενες μετοχές της Berkshire Hathaway.

Στις 20 Ιανουαρίου 2010 πραγματοποιήθηκε η γενική συνέλευση των μετόχων της Berkshire και εγκρίθηκε το προτεινόμενο split σε αναλογία 50 προς 1 των μετοχών τύπου Β, στο πλαίσιο της εξαγοράς της Burlington Northern.

Την ολοκλήρωση της συγχώνευσης της Berkshire με την Burlington Northern, ανακοίνωσαν οι δύο εταιρείες τον Φεβρουάριο του 2010 και πλέον η Burlington Northern λειτουργεί τώρα ως βραχίονάς της Berkshire.

Η εξαγορά αυτή έχει ερμηνευθεί ως ένα στοίχημα στον άνθρακα. Περίπου το ¼ των εσόδων της Burlington Northern προέρχονται από την διακίνηση του άνθρακα κατά μήκος των διαδρομών της, σε όλες τις Η.Π.Α., τον Καναδά και το Μεξικό.

Μήπως ο Buffett προχώρησε σε διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου του; Η Berkshire αγόρασε την Burlington Northern με premium, όχι discount. Συνεπώς, δεν ήταν μια αγορά αξίας σε στυλ Ben Graham.

Η αγορά αυτή θα μπορούσε να αντιπροσωπεύει μια κίνηση του Buffett με σκοπό να εξισορροπήσει το χαρτοφυλάκιο του, που έχει πλέον πάρα πολλές μετοχές με μεγάλη έκθεση στον χρηματοπιστωτικό τομέα, μεταξύ των οποίων η Swiss Re και η Goldman Sachs. Να σημειωθεί επίσης ότι η Berkshire επίσης πρόσφατα μείωσε τις συμμετοχές της στον οίκο πιστοληπτικής αξιολόγησης Moody' s.

---

[3]Σύμφωνα με την κατάταξη Fortune 500 για το 2009.

***

Απ' όλες τις δραστηριότητες στην Berkshire, αυτή που προτιμούν περισσότερο ο Buffett και ο Munger είναι η εξαγορά μιας επιχείρησης με εξαιρετικά οικονομικά χαρακτηριστικά και μια διοίκηση που την εμπιστεύονται και τη θαυμάζουν. Τέτοιες εξαγορές δεν είναι εύκολο να γίνουν, αλλά τις ψάχνουν συνεχώς. Έπειτα από διάφορες αποτυχίες στις εξαγορές, ο Buffett άλλαξε τη στρατηγική του και **προσπάθησε να αγοράζει καλές επιχειρήσεις σε δίκαιες τιμές και όχι μέτριες επιχειρήσεις σε καλές τιμές**.

Η Berkshire αισθάνεται άνετα και με την πλήρη ιδιοκτησία επιχειρήσεων και με την κατοχή εμπορεύσιμων μετοχών που αντιπροσωπεύουν μικρά μερίδια σε εταιρείες. Αναζητά συνεχώς τρόπους για να επενδύσει μεγάλα ποσά και στις δύο αυτές προσεγγίσεις αλλά προσπαθεί να αποφεύγει τις μικρές δεσμεύσεις. Οι ανάγκες ρευστότητας των ασφαλιστικών δραστηριοτήτων τής επιβάλλουν μεγάλες επενδύσεις σε εμπορεύσιμους τίτλους. Οι αποφάσεις της όσον αφορά τις εξαγορές έχουν στόχο να μεγιστοποιήσουν τα πραγματικά οικονομικά οφέλη και όχι τον χώρο ελέγχου της διοίκησης ή, για λογιστικούς λόγους, τα δημοσιεύσιμα στοιχεία. Ο Buffett δίνει μεγαλύτερη σημασία στην οικονομική ουσία παρά στην λογιστική εμφάνιση.

Ανεξάρτητα από τις επιπτώσεις στα αμέσως επόμενα δημοσιεύσιμα κέρδη, προτιμά να αγοράσει το 10% της θαυμάσιας εταιρείας Σ, με χ δολάρια ανά μετοχή, παρά το 100% της Σ, με 2χ δολάρια ανά μετοχή. Ο Buffett απεχθάνεται τις ακριβοπληρωμένες εξαγορές.

Η διοίκηση της Berkshire παραδέχεται ότι μερικά ιστορικά εξαγορών είναι καταπληκτικά. Δύο κυρίως κατηγορίες ξεχωρίζει:

1. Η πρώτη αφορά εταιρείες που έπειτα από σχεδιασμό ή τυχαία, έχουν εξαγοράσει μόνο επιχειρήσεις που έχουν προσαρμοστεί ιδιαίτερα αποτελεσματικά σε ένα πληθωριστικό περιβάλλον. Τέτοιες επιχειρήσεις έχουν δύο χαρακτηριστικά:
   i. την ικανότητα να αυξάνουν με μεγάλη ευκολία τις τιμές, ακόμα και αν η ζήτηση για το προϊόν είναι αμετάβλητη και η παραγωγική δυναμικότητα δεν είναι πλήρως αξιοποιημένη, χωρίς τον φόβο της απώλειας μεριδίου αγοράς ή όγκου πωλήσεων και

ii. την ικανότητα να αντιμετωπίζουν μεγάλες αυξήσεις στην ονομαστική αξία των πωλήσεων που συνήθως προέρχονται από τον πληθωρισμό και όχι από πραγματική ανάπτυξη με μόνο μικρή επιπρόσθετη επένδυση σε κεφάλαια.

2. Η δεύτερη κατηγορία περιέχει δεξιοτέχνες διευθυντές, ανθρώπους που μπορούν να αναγνωρίσουν την εταιρεία που έπειτα από την εξαγορά θα γίνει καλύτερη. Αυτοί οι διευθυντές έχουν πραγματοποιήσει πολύ λίγες συμφωνίες τα τελευταία χρόνια και συχνά έχουν συνειδητοποιήσει ότι η αγορά ιδίων μετοχών είναι η πιο λογική χρήση των επιχειρηματικών κεφαλαίων.

Μια σημαντική έκδοση μετοχών από την Berkshire ή τις θυγατρικές της εταιρείες, που έλαβε χώρα ήταν στη συγχώνευση της Berkshire με την Diversified Retailing Company, το 1978. Οι εκδόσεις μετοχών της Berkshire ακολουθούν έναν απλό βασικό κανόνα: δεν εκδίδει μετοχές παρά μόνο εάν λάβει το λιγότερο τόση εσωτερική επιχειρηματική αξία όση και αυτή που παρέχει.

Η Berkshire έχει δύο τρόπους για να αποφευχθεί η καταστροφή της αξίας για τους παλιούς μετόχους όταν εκδίδονται μετοχές για εξαγορές:

1. Να συμβεί μια πραγματική συγχώνευση, σαν κι αυτή που έλαβε χώρα το 1982 με την Blue Chip. Μια τέτοιου είδους συγχώνευση προσπαθεί να είναι δίκαιη προς τους μετόχους και των δύο εταιρειών, με τον καθένα να λαμβάνει τόση εσωτερική εμπορική αξία όση και αυτή που δίνει.
2. Η μετοχή του αγοραστή να πωλείται πάνω από την εσωτερική επιχειρηματική της αξία. Σ' αυτήν την περίπτωση η χρήση της μετοχής σαν νόμισμα θα αυξήσει τον πλούτο των μετόχων της αγοράστριας εταιρείας.

Επίσης, θα μπορούσε να προχωρήσει στην εξαγορά και στη συνέχεια να επαναγοράσει μια ποσότητα ιδίων μετοχών ίση με τον αριθμό των μετοχών που εκδόθηκαν κατά τη συγχώνευση. Έτσι, αυτό που αρχικά ήταν μια "μετοχή για μετοχή" συγχώνευση μπορεί να μετατραπεί σε μια "μετρητά για μετοχή" εξαγορά. Επαναγορές αυτού του είδους είναι κινήσεις για την αποκατάσταση των ζημιών. Η Berkshire όμως προτιμά, κυρίως, επαναγορές

που αυξάνουν άμεσα τον πλούτο των μετόχων και όχι επαναγορές που αποκαθιστούν προηγούμενες ζημιές.

Αυτό που πραγματικά έχει σημασία για την Berkshire είναι αν η συγχώνευση είναι θετική ή αρνητική ως προς την εσωτερική επιχειρηματική αξία, μια εκτίμηση που απαιτεί να ληφθούν υπ' όψιν πολλοί παράγοντες και πιστεύει ότι η εκτίμηση της απαξίωσης από αυτή την άποψη είναι το πιο σημαντικό πρόβλημα.

Όταν πραγματοποιούνται εκδόσεις μετοχών που μειώνουν την αξία της αγοράστριας εταιρείας, επέρχονται διπλά ζημιογόνες επιπτώσεις που επιδρούν στους μετόχους. Πρώτα από την απώλεια της εσωτερικής επιχειρηματικής άξιας που είναι το αποτέλεσμα της ίδιας της συγχώνευσης και έπειτα η προς τα κάτω διόρθωση της αποτίμησης από την χρηματιστηριακή αγορά της απαξιωμένης πλέον επιχείρησης.

Οι μέτοχοι δεν θα πλήρωναν τόσα για κεφάλαια που έχουν εναποτεθεί στα χέρια μιας διοίκησης που έχει ιστορικό καταστροφής πλούτου με ανόητες εκδόσεις μετοχών, όσα θα πλήρωναν για κεφάλαια που έχουν εναποτεθεί σε μια διοίκηση, όπως η διοίκηση της Berkshire, με απέχθεια σε ενέργειες που αποβαίνουν σε βάρος των μετόχων.

Αφήνοντας όλους τους άλλους παράγοντες σταθερούς, στο χρηματιστήριο, οι υψηλότερες τιμές σε σχέση με την εσωτερική επιχειρηματική αξία δίνονται στις εταιρείες που έχουν αποδεδειγμένα αρνηθεί να εκδώσουν μετοχές σε οποιαδήποτε στιγμή με όρους που δεν είναι ευνοϊκοί για τους μετόχους της εταιρείας.

Η Berkshire προτιμά να χρησιμοποιεί ρευστό και όχι μετοχές της στις εξαγορές. Αν αθροίζονταν όλες οι συγχωνεύσεις στις οποίες πλήρωσε μόνο με μετοχές, εξαιρώντας εκείνες που πραγματοποίησε με δύο θυγατρικές της εταιρείες, την Diversified Retailing και την Blue Chip Stamps, θα φαινόταν ότι οι μέτοχοι θα ήταν σε ελαφρά χειρότερη θέση από ό, τι αν δεν είχε πραγματοποιήσει τις συναλλαγές αυτές. Η Berkshire όποτε εξέδωσε μετοχές κόστισε χρήματα στους μετόχους της. Το κόστος αυτό δεν επήλθε επειδή ξεγελάστηκε με κάποιον τρόπο από τους πωλητές ή γιατί μετά τη συμφωνία οι πωλητές απέτυχαν να διοικήσουν με προσοχή. Όταν εκδίδει μετοχές σε μια συγχώνευση, μειώνει τη συμμετοχή των μετόχων της σε όλες τις επιχειρήσεις των οποίων κατέχει μερίδια, όπως η Coca-Cola, η Gillette και η American Express.

Ο Buffett προσπαθεί να πληρώνει με μετρητά τις εξαγορές. Αρχίζοντας με τη National Indemnity το 1967 και συνεχίζοντας, μεταξύ άλλων, με τις See' s, Buffalo News, Scott Fetzer

και GEICO, έχει εξαγοράσει με μετρητά έναν αριθμό μεγάλων επιχειρήσεων οι οποίες έχουν λειτουργήσει πολύ καλά από τότε που τις απέκτησε. Αυτές οι εξαγορές έχουν προσδώσει στην Berkshire τρομερή αξία, πολύ μεγαλύτερη απ' ό, τι περίμενε ο Buffett όταν τις πραγματοποίησε. Ωστόσο, όπως αναφέρθηκε νωρίτερα, έχουν γίνει και διασπάσεις μετοχών όποτε η διοίκηση της Berkshire το έκρινε απαραίτητο.

Στις επιχειρησιακές συναλλαγές, ο Buffett βρίσκει ανόητο ως μέλλων αγοραστής να εστιαστεί στα τρέχοντα κέρδη, όταν η εταιρεία που θα αγοράσει έχει είτε διαφορετικές προοπτικές είτε διαφορετικό μείγμα λειτουργικών και μη λειτουργικών στοιχείων ενεργητικού είτε διαφορετική κεφαλαιουχική δομή. Η Berkshire έχει απορρίψει πολλές ευκαιρίες αγορών και συγχωνεύσεων που θα είχαν αυξήσει τα τρέχοντα και βραχυχρόνια κέρδη αλλά θα είχαν μειώσει την εσωτερική αξία ανά μετοχή. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα, οι μέτοχοί της να είναι σήμερα κατά πολλά δις δολάρια πλουσιότεροι απ' ό, τι θα ήταν εάν είχε ακολουθήσει την καθιερωμένη τακτική.

2.14 Επαναγορές Ιδίων Μετοχών

Οι επαναγορές ιδίων μετοχών που εγκρίνει η Berkshire περιορίζονται σ' αυτές που επιβάλλονται από τον δείκτη τιμής προς αξία και δεν επεκτείνονται σ' αυτές που επιβάλλονται από εκβιαστικές μεθόδους (greenmail), μια πρακτική που της είναι απεχθής.

Ο Buffett και ο Munger αποδέχονται ότι οι **Εξ**αγορές με **Δ**ανειακή **Μ**όχλευση (ΕΔΜ) έχουν κάποιες ευνοϊκές επιπτώσεις στη μακροχρόνια αποτελεσματικότητα. Ωστόσο την έχουν αποφύγει γιατί η φορολογική επίπτωση είναι πολύ μεγάλη στις ΕΔΜ, έπειτα η πληθώρα μεσαζόντων των ΕΔΜ αυξάνουν το γενικό επίπεδο τιμών για εξαγορές σε βάρος άλλων μελλοντικών αγοραστών, όπως η Wesco, (θυγατρική της Berkshire) και επιπλέον ο μεσάζων υποκινητής της ΕΔΜ δεν πρόκειται να εξαφανιστεί όσο διάστημα διατηρούνται σε ισχύ οι νόμοι που τις επιτρέπουν.

Η Berkshire αντιμετωπίζει όλες τις δυσκολίες που και οι άλλες αγοράστριες εταιρείες αντιμετωπίζουν. Όπως αυτές, αντιμετωπίζει το εγγενές πρόβλημα ότι ο πωλητής μιας εταιρείας, πρακτικά, πάντοτε γνωρίζει πολύ περισσότερα γι' αυτή απ' ό, τι ο αγοραστής.

Παρ' όλα αυτά, η Berkshire έχει κάποια πλεονεκτήματα. Συγκρίνει πάντα κάθε κίνηση που σχεδιάζει με δεκάδες άλλες ευκαιρίες που υπάρχουν, συμπεριλαμβανομένης και της εξαγοράς μικρών μεριδίων από τις καλύτερες επιχειρήσεις του κόσμου διά μέσου του χρηματιστηρίου. Η συνήθειά της να κάνει αυτήν τη σύγκριση, εξαγορές ή παθητικές επενδύσεις δεν είναι συνήθης σε διευθυντές που έχουν στόχο μόνο τη μεγέθυνση.

Τα κριτήρια της Berkshire που πρέπει να πληρούνται ώστε να θεωρήσει ελκυστική μια εξαγορά, είναι τα εξής κάτωθι:

1. Μεγάλες αγορές (τουλάχιστον 50 εκ. δολάρια προ φόρων κέρδη).
2. Αποδεδειγμένα συνεπής δυνατότητα κερδοφορίας (οι μελλοντικές προβλέψεις δεν την ενδιαφέρουν ούτε και οι περιπτώσεις "γυρίσματος από ζημιές σε κέρδη").
3. Εταιρείες με καλές αποδόσεις ιδίων κεφαλαίων, με μικρό ή καθόλου χρέος.
4. Με τη διοίκηση στη θέση της (δεν διατίθεται να την προσφέρει).
5. Απλή δραστηριότητα (αν υπάρχει πολύ εξελιγμένη τεχνολογία, δεν θα την καταλάβει).
6. Μια ορισμένη τιμή προσφοράς (δεν πρόκειται να ασχοληθεί με μια συναλλαγή όταν η τιμή δεν είναι εξαρχής γνωστή).

Η Berkshire δεν ενδιαφέρεται για εχθρικές εξαγορές. Προτιμά να αγοράζει με μετρητά αλλά θα εξετάσει την περίπτωση έκδοσης μετοχών όταν θα πάρει τουλάχιστον τόση εσωτερική αξία όση και αυτή που δίνει. Ο αγαπημένος της τύπος εξαγοράς είναι αυτός κατά τον οποίο οι ιδιοκτήτες-διευθυντές της εταιρείας θέλουν να δημιουργήσουν μεγάλα ποσά μετρητών, μερικές φορές για τους ίδιους, αλλά συχνά για τις οικογένειες τους ή τους αδρανείς μετόχους.

Εκτός του ότι ενδιαφέρεται για την εξαγορά επιχειρήσεων με τα παραπάνω χαρακτηριστικά, η Berkshire ενδιαφέρεται επίσης και για την κατόπιν διαπραγματεύσεων αγορά μεγάλων αλλά όχι πλειοψηφικών πακέτων μετοχών παρόμοια με αυτά που κατέχει στις Capital Cities, Salomon, Gillette, USAir, Champion και American Express. Εντούτοις, όσο μεγαλύτερη η εταιρεία, τόσο μεγαλύτερο το ενδιαφέρον της Berkshire η οποία ήθελε από παλιά να πραγματοποιήσει μια εξαγορά της τάξης των 5-20 δις δολαρίων, και αυτό συνέβη με την περίπτωση εξαγοράς της Burlington Northern το 2010.

***

Η Berkshire αποτελεί ένα ιδιαίτερα ασυνήθιστο είδος αγοραστή. Αγοράζει για να κρατήσει αλλά δεν έχει και δεν προτίθεται να έχει ανθρώπους υπεύθυνους για τη λειτουργία της εταιρείας στη μητρική εταιρεία. Όλες οι εταιρείες που ελέγχει λειτουργούν αυτόνομα σε μεγάλο βαθμό. Όταν αγοράζει μια εταιρεία, οι πωλητές συνεχίζουν να την διοικούν όπως ακριβώς και πριν από την πώληση. Προσαρμόζεται στις δικές τους μεθόδους και όχι το αντίστροφο. Εξίσου σημαντικό θεωρεί να παραμείνουν στη θέση τους οι διοικούντες της επιχείρησης. Δεν θα ήθελε να αγοράσει παρά μόνον αν πίστευε ότι σημαντικά μέλη της κείμενης διοίκησης θα παρέμεναν ως συνέταιροί της. Η Berkshire δεν χρησιμοποιεί την επιχείρηση που αγόρασε σαν υποθήκη για οποιοδήποτε δάνειο συνάψει. Ούτε έπειτα από την αναγγελία της συμφωνίας κάνει πίσω αρχίζοντας τις προτάσεις για αλλαγές, ζητώντας συγγνώμη και με την εξήγηση ότι φταίνε οι τράπεζες, οι δικηγόροι, το διοικητικό συμβούλιο κ.λπ.. Επιπλέον, δεν θα συμβεί να διαπραγματευτεί τη συμφωνία και έπειτα από λίγα χρόνια να πει πως λυπάται που το διοικητικό συμβούλιο απαιτεί αυτήν ή την άλλη αλλαγή ή πιθανόν να απαιτεί την πώληση της επιχείρησης, για να χρηματοδοτήσει κάποια νέα ευκαιρία της μητρικής εταιρείας.

Οι εξαγορές της Berkshire συνήθως αρχίζουν από συστάσεις άλλων διευθυντών που της έχουν πουλήσει εταιρείες και στο παρελθόν. Σε άλλες εταιρείες, τα στελέχη μπορεί να ψάχνουν ευκαιρίες για εξαγορές δια μέσου επενδυτικών τραπεζών, χρησιμοποιώντας μια διαδικασία πλειστηριασμού που έχει καθιερωθεί. Η προσεκτικά σχεδιασμένη στρατηγική για τις εξαγορές της Berkshire είναι απλώς να περιμένει το τηλέφωνο να κτυπήσει.

2.15 Τα οφέλη των εξαγορών

Δύο οικονομικοί παράγοντες συντέλεσαν στην αύξηση της δραστηριότητας στον τομέα των εξαγορών που σημειώθηκε το 2000. Πρώτον, πολλά διευθυντικά στελέχη και ιδιοκτήτες προέβλεψαν ύφεση για τις επιχειρήσεις τους και πράγματι η Berkshire αγόρασε αρκετές εταιρείες των οποίων τα κέρδη έπεσαν την επόμενη χρονιά. Η πτώση αυτή δεν την ενδιέφερε δεδομένου ότι γνώριζε πως οι αποδόσεις όλων των εταιρειών της θα παρουσιάζουν κάποτε

σκαμπανεβάσματα. Αυτό που έχει σημασία για την Berkshire είναι τα συνολικά αποτελέσματα.

Ένας δεύτερος παράγοντας που την βοήθησε το 2000 ήταν ότι στέρεψε η αγορά για τις ομολογίες υψηλού επενδυτικού κινδύνου (junk bonds), καθώς προχωρούσε η χρονιά. Από το 1998 έως το 2000, οι αγοραστές αυτών των ομολογιών είχαν χαμηλώσει τα standards τους αγοράζοντας τις υποχρεώσεις όλο και πιο αδύνατων εταιρειών σε λανθασμένες τιμές. Οι επιπτώσεις αυτής της χαλάρωσης έγιναν αισθητές το 1999, με την τρομερή αύξηση των χρεοκοπιών. Έτσι, εκείνοι που επιθυμούσαν να αγοράσουν χρησιμοποιώντας μόνο ένα μικρό ποσοστό ιδίων κεφαλαίων, ήταν αδύνατον να δανειστούν τα κεφάλαια που υπέθεταν ότι θα χρειαστούν. Επιπλέον, αυτό που ακόμα μπορούσαν να δανειστούν, ήταν πολύ ακριβό. Αυτό είχε ως συνέπεια το 1999, οι υποκινητές των εξαγορών με δανειακή μόχλευση να γίνουν λιγότερο επιθετικοί στο κτύπημα των τιμών, όταν επιχειρήσεις προσφέρονταν για πώληση. Επειδή η Berkshire μελετά εξαγορές με ίδια κεφάλαια μόνο, οι αποτιμήσεις της δεν άλλαξαν, πράγμα που σημαίνει ότι έγινε πολύ πιο ανταγωνιστική.

Εκτός από τους οικονομικούς παράγοντες που την ευνόησαν, ένα σημαντικό και όλο και μεγαλύτερο πλεονέκτημα στις εξαγορές της, είναι πως συχνά την επιλέγει σαν αγοραστή η εταιρεία που πωλείται. Αυτό δεν εγγυάται συμφωνία· η τιμή της Berkshire πρέπει να αρέσει στους πωλητές και σε εκείνη πρέπει να αρέσει η εταιρεία και η διοίκηση της.

Για τον Buffett και την ιδιοκτησιακή δομή της Berkshire, είναι πολύ σημαντικό όταν ο ιδιοκτήτης ενδιαφέρεται σε ποιον θα πουλήσει την εταιρεία. Του αρέσει να συνεργάζεται με κάποιον που αγαπά την εταιρεία του και δεν ενδιαφέρεται μόνο για τα χρήματα που θα του αποφέρει η πώληση. Όταν υπάρχει αυτή η συνθήκη, κρίνει πως πιθανότατα θα υπάρχουν σημαντικές αξίες μέσα στην ίδια την επιχείρηση: τίμια λογιστική, υπερηφάνεια για το προϊόν, σεβασμός προς τους πελάτες και μια αφοσιωμένη ομάδα συνεργατών με σαφή προσανατολισμό. Το αντίθετο μπορεί να αληθεύει· όταν οι ιδιοκτήτες δεν δίνουν σημασία στην επιχείρηση και τους υπαλλήλους της, η συμπεριφορά τους συχνά θα δηλητηριάσει τις συμπεριφορές και τις πρακτικές σε ολόκληρη την εταιρεία.

***

Η επενδυτική φιλοσοφία του Buffett στον πυρήνα της, απαρτίζεται από κάποιες βασικές αρχές και την εξέταση ορισμένων ζητημάτων, ως κάτωθι:

Βασικές αρχές του για την εταιρεία:

1. Είναι η εταιρεία απλή και κατανοητή;
2. Έχει η εταιρεία μια συνεπή ιστορία λειτουργίας;
3. Έχει η εταιρεία ευνοϊκές μακροπρόθεσμες προοπτικές;

Οι βασικές αρχές για την εταιρεία είναι εκείνες που όταν τηρούνται καθιστούν τις εταιρείες σχετικά προβλέψιμες. Εάν γίνει μια επένδυση σε μια εταιρεία που έχει συνεπή ιστορία λειτουργίας και ευνοϊκές προοπτικές και παράγει τα ίδια βασικά προϊόντα, θα αναπτυχθεί μια αίσθηση για το πώς η εταιρεία θα συμπεριφερθεί στο μέλλον. Το ίδιο ισχύει εάν έχει γίνει μια επένδυση σε μια εταιρεία που είναι κατανοήσιμη· εάν όχι, ο Buffett δεν θα είναι σε θέση να ερμηνεύσει την επίδραση των νέων εξελίξεων.

Βασικές αρχές του για τη διοίκηση:

4. Είναι η διοίκηση ορθολογική;
5. Είναι η διοίκηση ειλικρινής προς τους μετόχους της;
6. Η διοίκηση αντισταθμίζει την θεσμική προστασία;

Οι βασικές αρχές για τη διοίκηση προσανατολίζουν τον Buffett σε εταιρείες που λειτουργούν καλά. Εξαιρετικά στελέχη μπορούν να κάνουν τη διαφορά στη μελλοντική επιτυχία της εταιρείας. Οι βασικές αρχές για την εταιρεία μαζί με τις βασικές αρχές για τη διοίκηση δίνουν μια καλή εικόνα των δυνατοτήτων της εταιρείας για μελλοντικά κέρδη.

Οικονομικά ζητήματα που εξετάζει:

7. Ποια είναι η απόδοση του μετοχικού κεφαλαίου (ROE);
8. Ποια είναι τα κέρδη;
9. Ποια είναι τα περιθώρια κέρδους;
10. Έχει αποκτηθεί τουλάχιστον ένα δολάριο για κάθε δολάριο που χρησιμοποιήθηκε από την εταιρεία;

Τα οικονομικά ζητήματα αποκαλύπτουν τα ποσοτικά στοιχεία που ο Buffett χρειάζεται ώστε να προβεί στον προσδιορισμό της πραγματικής αξίας της εταιρείας.

Σχετικά με την αξία:

11. Ποια είναι η αξία της εταιρείας;
12. Μπορεί να αγοραστεί η εταιρεία αυτή σε μια σημαντική έκπτωση επί της αξίας της;

Έπειτα από την τήρηση των προηγουμένων κριτηρίων, τα ζητήματα σχετικά με την αξία θα οδηγήσουν τον Buffett στην τελική απόφαση, αν τελικά η επένδυση στην εξεταζόμενη εταιρεία θα αποτελέσει μια καλή αγορά.

Κεφάλαιο 3°.

Λογιστική θεωρία και πολιτική, οικονομική αξιολόγηση και φορολογικά θέματα.

3.1 Άυλη υπεραξία και αποσβέσεις

Η εσωτερική επιχειρηματική αξία της Berkshire ξεπερνά κατά πολύ τη λογιστική αξία της. Αυτό συμβαίνει επειδή:

1. Οι τυπικοί λογιστικοί κανόνες απαιτούν οι κοινές μετοχές που κατέχουν οι θυγατρικές της ασφαλιστικές εταιρείες να εμφανίζονται στα βιβλία αλλά οι άλλες μετοχές που κατέχει μεταφέρονται ή στο συνολικό κόστος ή στην αγοραία αξία, όποιο είναι χαμηλότερο.
2. Έχει στην κατοχή της αρκετές επιχειρήσεις που έχουν οικονομική άυλη υπεραξία (η οποία σωστά μπορεί να συμπεριληφθεί στην εσωτερική επιχειρηματική αξία), πολύ μεγαλύτερη από τη λογιστική άυλη υπεραξία που μεταφέρεται στον ισολογισμό και αντανακλάται στη λογιστική αξία.

Ο Buffett για αρκετά χρόνια προτιμούσε εταιρείες των οποίων η αξία βασιζόταν σε απτά περιουσιακά στοιχεία παρά στην οικονομική άυλη υπεραξία. Η διδασκαλία του Ben Graham ήταν τόσο πολύτιμη που δύσκολα θα μπορούσε να ξεφύγει από αυτήν. Ωστόσο, προϊόντος του χρόνου, ο Buffett αναγνώρισε πως η επιμονή στην ιδέα των απτών περιουσιακών στοιχείων τον οδήγησε στη διενέργεια πολλών σημαντικών επιχειρηματικών σφαλμάτων και παραλείψεων. Η επιχειρησιακή εμπειρία, στη συνέχεια, δημιούργησε τη σημερινή του έντονη προτίμηση για εταιρείες που κατέχουν μεγάλες ποσότητες ισχυρής άυλης υπεραξίας και που χρησιμοποιούν ελάχιστα απτά περιουσιακά στοιχεία.

Για τον Buffett, οι διοικήσεις και οι επενδυτές θα πρέπει με τον ίδιο τρόπο να βλέπουν τα άυλα περιουσιακά στοιχεία από δύο πλευρές:

I. Κατά την ανάλυση των λειτουργικών αποτελεσμάτων, την εκτίμηση δηλαδή των θεμελιωδών οικονομικών μιας επιχείρησης, οι δαπάνες για αποσβέσεις θα πρέπει να παραβλέπονται. Το πόσο ελκυστική είναι η επιχείρηση σχετίζεται άμεσα με το τι αναμένεται να κερδίσει επί των μη επιβαρυμένων με δάνεια υλικών περιουσιακών στοιχείων, εξαιρώντας οποιεσδήποτε δαπάνες για την απόσβεση της άυλης υπεραξίας.

II. Κατά την εκτίμηση της ορθότητας επιχειρησιακών εξαγορών, οι δαπάνες για αποσβέσεις πρέπει να παραβλέπονται. Δεν πρέπει να αφαιρούνται ούτε από τα κέρδη ούτε από το κόστος της επιχείρησης. Αυτό σημαίνει ότι η αγορασμένη άυλη υπεραξία, για πάντα, θα πρέπει να υπολογίζεται στο πλήρες κόστος της χωρίς καμία απόσβεση. Επιπλέον το κόστος θα πρέπει να ορίζεται έτσι ώστε να εμπεριέχει την πλήρη εσωτερική επιχειρηματική αξία, όχι απλώς την εγγεγραμμένη λογιστική αξία, όλης της αμοιβής που δόθηκε, ανεξάρτητα από τις αγοραίες τιμές των μετοχών που ανταλλάχθηκαν τη στιγμή της συγχώνευσης.

Επιχειρήσεις που εμφανίζονται κορυφαίες με βάση το I μπορεί να ωχριούν όταν θα εξεταστούν από την πλευρά II. Αυτό σημαίνει ότι μια καλή εταιρεία δεν είναι πάντα μια καλή αγορά, αν και για τον Buffett είναι ένα καλό μέρος για να το διαπιστώσει.

Όταν η Berkshire αγοράζει μια εταιρεία με τιμή μεγαλύτερη από την καθαρή αξία της (σύμφωνα με τις **Γενικά Αποδεκτές Αρχές** της **Λογιστικής**), αυτή η πρόσθετη αμοιβή (premium) εγγράφεται στο Ενεργητικό του Ισολογισμού. Στην άυλη υπεραξία εγγράφονται σχεδόν όλες οι επιπρόσθετες αμοιβές για τις εξαγορές της Berkshire. Οι ΓΑΑΛ απαιτούν την εκμηδένιση της αξίας μέσω της απόσβεσης, για μια περίοδο όχι μεγαλύτερη από 40 χρόνια. Η οικονομική άυλη υπεραξία των περισσότερων θυγατρικών της Berkshire δεν μειώνεται με τον ίδιο τρόπο. Αντιθέτως, στην πλειονότητα των περιπτώσεων έχει αυξηθεί πάρα πολύ. Σχετικό παράδειγμα είχε παραθέσει ο Buffett στην Ετήσια Έκθεση της Berkshire του 1983 όταν χρησιμοποίησε την θυγατρική της, See's Candy, ως παράδειγμα σε μια συζήτηση για τη λογιστική της άυλης υπεραξίας. Την εποχή εκείνη, στον Ισολογισμό ήταν εγγεγραμμένη άυλη αξία για τη See's αξίας περίπου 36 εκ. δολαρίων. Από τότε, η Berkshire αφαιρεί περίπου 1 εκ. δολάρια ετησίως από τα κέρδη, για να αποσβέσει το περιουσιακό αυτό στοιχείο και η άυλη υπεραξία της See's σήμερα έχει χάσει μεγάλο μέρος της άυλης υπεραξίας της από το 1983.

Τα οικονομικά στοιχεία όμως είναι διαφορετικά. Το 1983 η See's παρουσίασε κέρδη μετά φόρων περίπου 27 εκ. δολάρια με καθαρά λειτουργικά περιουσιακά στοιχεία 11 εκ. δολάρια. Το 1995 παρουσίασε κέρδη 150 εκ. δολαρίων με μόνο 5 εκ. δολάρια καθαρά λειτουργικά περιουσιακά στοιχεία. Η οικονομική άυλη υπεραξία της See's παρουσίασε δραματική αύξηση αντί για μείωση σ' αυτό το διάστημα. Η Berkshire αναμένει ότι όταν έγκειται θέμα σταδιακής μείωσης της λογιστικής αξίας των θυγατρικών της, τότε θα συνοδεύεται από αυξήσεις στην οικονομική της αξία. Γι' αυτό και πάντα παρουσιάζει τα λειτουργικά της κέρδη κατά τρόπο τέτοιο ώστε να επιτρέπεται η παράβλεψη όλων των προσαρμογών που αφορούν τη λογιστική της εξαγοράς. Αυτή η πολιτική δεν εφαρμόζεται στις εταιρείες στων οποίων τα βιβλία εγγράφονται μικρά ποσά άυλης υπεραξίας όπως η Coca Cola ή η Gillette, αλλά σε εταιρείες όπως η Wells Fargo και η Disney οι οποίες έχουν πραγματοποιήσει τεράστιες εξαγορές και συνεπώς έχουν να κάνουν με τεράστιες δαπάνες απόσβεσης άυλης υπεραξίας.

Οι επενδυτές συχνά παραπλανούνται από τους διευθύνοντες συμβούλους ή διάφορους αναλυτές οι οποίοι εξισώνουν τις προαναφερθείσες δαπάνες για αποσβέσεις με εκείνες των εγκαταστάσεων και μηχανημάτων. Αυτές οι δύο δεν είναι ίδιες. Οι δεύτερες κατά μείζονα λόγο είναι ένα πραγματικό οικονομικό κόστος όπως είναι οι μισθοί και οι φόροι. Οι διοικήσεις που απορρίπτουν τη σημασία των αποσβέσεων άυλης υπεραξίας, για τον Buffett, δίνοντας έμφαση στις ταμειακές ροές ή στα κέρδη προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων απτών και άυλων περιουσιακών στοιχείων, είναι επιρρεπείς σε εσφαλμένες επενδυτικές αποφάσεις.

3.2 Συγχώνευση με Προσφορά Μετοχών ή Εξαγορά

Όταν μια εταιρεία εξαγοραστεί, οι ΓΑΑΛ γενικά αποδέχονται δύο πολύ διαφορετικούς τρόπους εγγραφής της συναλλαγής: την εξαγορά και τη συγχώνευση με προσφορά μετοχών (pooling). Στη δεύτερη περίπτωση, ο τρόπος πληρωμής πρέπει να είναι μετοχές. Στην εξαγορά, η πληρωμή μπορεί να γίνει είτε με χρήματα είτε με μετοχές. Οποιοσδήποτε και αν είναι ο τρόπος πληρωμής, οι διοικήσεις συνήθως απεχθάνονται τη λογιστική εξαγοράς, γιατί σχεδόν πάντοτε αυτή απαιτεί τη δημιουργία ενός λογαριασμού άυλης υπεραξίας ο οποίος στη συνέχεια αποσβένεται, μια διαδικασία που επιβαρύνει τα κέρδη με μια μεγάλη ετήσια δαπάνη

που συνήθως διαρκεί για δεκαετίες. Αντίθετα, η συγχώνευση (pooling) συμφερόντων αποφεύγει τη δημιουργία ενός τέτοιου λογαριασμού.

Το να επιτάσσουν οι λογιστικοί κανόνες μια απόσβεση η οποία συνήθως έρχεται σε αντίθεση με την πραγματικότητα αυτό πραγματικά είναι πρόβλημα: Οι περισσότερες λογιστικές δαπάνες αναφέρονται σε κάτι που συμβαίνει, ακόμα και αν δεν το μετρούν με ακρίβεια. Για παράδειγμα, οι δαπάνες για αποσβέσεις εγκαταστάσεων και μηχανημάτων δεν μπορούν να μετρήσουν με ακρίβεια τη μείωση της αξίας των φυσικών περιουσιακών στοιχείων, αλλά τουλάχιστον περιγράφουν κάτι που πραγματικά συμβαίνει: τα φυσικά περιουσιακά στοιχεία φθείρονται. Αντίστοιχα, οι δαπάνες για απαξίωση των αποθεμάτων, η επιφύλαξη για επισφαλείς λογαριασμούς στους εισπρακτέους λογαριασμούς και τα δεδουλευμένα έξοδα στα δικαιώματα αγοράς μετοχών είναι μερικές από τις χρεώσεις που αντανακλούν αληθινές δαπάνες. Τα ετήσια έξοδα αυτών των δαπανών δεν μπορούν να μετρηθούν ακριβώς, η ανάγκη όμως για την εκτίμηση τους είναι προφανής. Αντιθέτως. η οικονομική άυλη υπεραξία σε πολλές περιπτώσεις δεν ελαττώνεται. Σε πάρα πολλές περιπτώσεις, στην πραγματικότητα αυξάνεται με τον χρόνο.

Ο Buffett και ο Munger πιστεύουν ότι υπάρχει μια προσέγγιση που βασίζεται στην πραγματικότητα η οποία σωστά επιβάλλει να καταγράφεται μια εξαγορά και κάμπτει τις αντιρρήσεις των διοικήσεων για τις δαπάνες απόσβεσης της άυλης υπεραξίας. Καταρχήν θα απαιτούσαν η αγοράστρια εταιρεία να καταγράψει την τιμή αγοράς, είτε πλήρωσε με μετοχές είτε με χρήματα, σε μια δίκαιη αξία. Στις περισσότερες περιπτώσεις, αυτή η διαδικασία θα δημιουργούσε ένα πολύ μεγάλο στοιχείο στο Ενεργητικό το οποίο θα αντιπροσώπευε την οικονομική άυλη υπεραξία. Έπειτα αφήνουν το περιουσιακό αυτό στοιχείο στα βιβλία χωρίς να απαιτείται η απόσβεσή του. Αργότερα αν η οικονομική άυλη υπεραξία ελαττωθεί, όπως συμβαίνει μερικές φορές, θα υποβιβαστεί, όπως ακριβώς θα συνέβαινε και με οποιοδήποτε άλλο περιουσιακό στοιχείο το οποίο κατά την κρίση τους έχει απαξιωθεί. Εάν ο κανόνας που προτείνουν υιοθετηθεί ποτέ, πιστεύουν πως θα πρέπει να εφαρμοστεί αναδρομικά, έτσι ώστε η λογιστική των εξαγορών να είναι κοινή σε ολόκληρη την Αμερική. **Με αυτό το σχέδιο σε ισχύ, ο Buffett οργανώνει λογικά τις εξαγορές, αποφασίζοντας αν θα χρησιμοποιήσει χρήματα ή μετοχές με βάση τις πραγματικές συνέπειες για τους μετόχους του και όχι τις μη πραγματικές συνέπειες για τα δημοσιευμένα κέρδη.**

3.3 Δικαιώματα αγοράς μετοχών

Ο Buffett είναι πιο σίγουρος για τις ικανότητές του να καθορίσει την κατάλληλη τιμή που θα πληρώσει για ένα δικαίωμα αγοράς μετοχών, παρά για τις ικανότητές του να προσδιορίσει τον κατάλληλο ρυθμό απόσβεσης για ένα πάγιο περιουσιακό στοιχείο.

Τα στελέχη, συνήθως, ισχυρίζονται ότι τα δικαιώματα είναι δύσκολο να αξιολογηθούν και επομένως, το κόστος τους θα πρέπει να παραβλεφθεί. Σε άλλες περιπτώσεις, οι διοικήσεις υποστηρίζουν πως η κοστολόγηση των δικαιωμάτων επιβαρύνει τις μικρές νέες επιχειρήσεις. Μερικές φορές, έχουν ανακοινώσει ότι τα δικαιώματα που βρίσκονται πάνω από την αγορά (αυτά των οποίων η τιμή εκτέλεσης είναι ίση ή υψηλότερη από την τρέχουσα αγοραία τιμή), δεν έχουν καμιά αξία όταν εκδίδονται. Το Συμβούλιο Θεσμικών Επενδυτών των Η.Π.Α. έχει παρέμβει με μια παραλλαγή στο θέμα αυτό, γνωμοδοτώντας ότι τα δικαιώματα δεν θα πρέπει να θεωρούνται δαπάνη γιατί δεν είναι δολάρια από τα χρηματοκιβώτια της εταιρείας. Για τον Buffett όμως, οι εταιρείες υφίστανται δαπάνες όταν αποδίδουν κάτι πολύτιμο σε κάποιον τρίτο και όχι μόνο όταν τα χρήματα αλλάζουν χέρια. Μια σημαντική δαπάνη θα πρέπει να αναγνωρίζεται και ας μην μπορεί να προσδιοριστεί ποσοτικά με ακρίβεια.

Η περίπτωση εξαγοράς της General Re

Στην προσωρινή έκθεση αποτελεσμάτων του 1997 περιγραφόταν αναλυτικά πώς θα επηρεάζονταν από τη συγχώνευση τα ενοποιημένα κέρδη της General Re και της Berkshire. Υπήρχε ένα σημείο στο οποίο αναφερόταν ότι οι δαπάνες για αποζημιώσεις θα αυξηθούν κατά 63 εκ. δολάρια. Το θέμα αυτό δεν σημαίνει πως ο Buffett άλλαξε κάποια στρατηγική ούτε φανερώνει κάποια μειονεκτήματα στις λογιστικές πρακτικές της General Re οι οποίες είχαν ακολουθήσει τις ΓΑΑΛ κατά γράμμα. Αντίθετα η προσαρμογή στις προσωρινές καταστάσεις έγινε γιατί αντικατέστησε το, για πολλά χρόνια σε ισχύ, πρόγραμμα δικαιωμάτων αγοράς της General Re με ένα πρόγραμμα αμοιβών σε μετρητά το οποίο θα συνέδεε το προτρεπτικό πρόγραμμα αποδοχών των στελεχών της εταιρείας με τα επιχειρηματικά τους επιτεύγματα. Προηγουμένως, αυτό που μετρούσε για τα στελέχη αυτά ήταν η τιμή της μετοχής της General Re. Έπειτα η αμοιβή τους θα συνδεόταν με την επιχειρηματική τους απόδοση.

Το νέο πρόγραμμα έδωσε ένα τελείως διαφορετικό λογιστικό αποτέλεσμα. Αυτό συνέβη γιατί οι λογιστικοί κανόνες τότε παρέβλεπαν το κόστος των δικαιωμάτων αγοράς μετοχών κατά τον υπολογισμό των κερδών, μολονότι τα δικαιώματα αυτά είναι μια τεράστια και αυξανόμενη δαπάνη για πάρα πολλές επιχειρήσεις. Στην πραγματικότητα, οι λογιστικοί κανόνες προσέφεραν στη διοίκηση μια επιλογή: να πληρώσει τους εργαζόμενους με τον έναν τρόπο και να υπολογίσει το κόστος στα κέρδη ή να τους πληρώσει με τον άλλον τρόπο και να αγνοήσει το κόστος. Παρόλο που τα δικαιώματα, αν είναι δομημένα σωστά, μπορούν να είναι ένας κατάλληλος, ακόμα και ιδανικός τρόπος να αμείβονται τα υψηλά ιστάμενα στελέχη και να τους προσφέρονται κίνητρα, πολύ συχνά είναι πολύ ιδιότροπα στη διανομή των αμοιβών, αναποτελεσματικά ως κίνητρα και υπερβολικά ακριβά για τους μετόχους.

Οποιεσδήποτε και αν είναι οι αρετές των δικαιωμάτων, για τον Buffett η λογιστική τους μεταχείριση είναι εξωφρενική. Το 1998 θα δαπανούσε 190 εκ. δολάρια για διαφήμιση στην GEICO. Αν αντί για πληρωμή σε μετρητά πλήρωνε τα μέσα ενημέρωσης με δεκαετή δικαιώματα αγοράς μετοχών της Berkshire κανείς δεν θα μπορούσε να ισχυριστεί ότι η Berkshire δεν είχε επιβαρυνθεί με τη δαπάνη αυτή στα βιβλία της...

Ο Buffett και ο Munger δυσκολεύονται από τις δαπάνες που δεν καταγράφονται. Όταν σκέπτονται να επενδύσουν σε μια εταιρεία που εκδίδει δικαιώματα αγοράς μετοχών προβαίνουν στην κατάλληλη προσαρμογή προς τα κάτω των δημοσιευμένων κερδών της απλώς αφαιρώντας ένα ποσό ίσο με αυτό που θα αποκόμιζε η εταιρεία πουλώντας στο κοινό ίδια σε αριθμό και δομή δικαιώματα. Παρομοίως, και όταν σχεδιάζουν μια εξαγορά, συμπεριλαμβάνουν στην αποτίμησή τους και το κόστος της αντικατάστασης των όποιων προγραμμάτων με δικαιώματα αγοράς μετοχών. Έπειτα, όταν κλειστεί η συμφωνία φανερώνουν αμέσως το κόστος αυτό.

Οι επανεξετάσεις των κερδών που έχουν κάνει τα πρόσφατα χρόνια, για τα δικαιώματα, έχουν συχνά ψαλιδίσει τα δημοσιευμένα ανά μετοχή στοιχεία κατά 5%, ή ακόμα και 10% όχι και τόσο σπάνια. Σε μερικές περιπτώσεις, η προς τα κάτω προσαρμογή ήταν τόσο μεγάλη που επηρέασε τις αποφάσεις τους όσον αφορά το χαρτοφυλάκιό τους, προτρέποντάς τους είτε να πουλήσουν είτε να αποφύγουν την αγορά μιας μετοχής την οποία κάτω από άλλες συνθήκες θα είχαν αγοράσει. Πριν από μερικά χρόνια, διατύπωσαν τρεις σχετικές ερωτήσεις: "*Εάν τα δικαιώματα δεν είναι μια μορφή αμοιβής, τότε τι είναι; Εάν η αμοιβή δεν είναι δαπάνη, τότε τι*

είναι: Και, εάν οι δαπάνες δεν μετρούν στον υπολογισμό των κερδών, τότε πού στην ευχή μετρούν;".

***

Η Berkshire είναι ένας σημαντικός πληρωτής ομοσπονδιακών φόρων εισοδήματος. Όσον αφορά τις μετοχές του, ο Buffett δεν παραπονιέται καθόλου για τους φόρους αυτούς. Γνωρίζει ότι δουλεύει σε μια οικονομία που βασίζεται στην αγορά και η οποία ανταμείβει τις προσπάθειές του περισσότερο γενναιόδωρα από ό, τι τις προσπάθειες άλλων των οποίων το προϊόν ωφελεί το ίδιο και περισσότερο την κοινωνία. Η φορολογία αποκαθιστά αυτήν την ανισότητα. Η Berkshire και οι μέτοχοί της θα πλήρωναν πολύ λιγότερο φόρο εάν η επιχείρηση λειτουργούσε σαν συνεταιρισμός, σαν "εταιρεία τύπου S", δύο επιχειρησιακές δομές που χρησιμοποιούνται συχνά για επιχειρηματικές δραστηριότητες. Για διάφορους λόγους, αυτό δεν είναι εφικτό για την Berkshire. Η "τιμωρία" όμως που της επιβάλλει η επιχειρησιακή της δομή αντισταθμίζεται αλλά σε καμία περίπτωση δεν εξαλείφεται, από τη στρατηγική της να επενδύει με μακροχρόνιο ορίζοντα.

Ο Buffett θα ακολουθούσε μια επενδυτική συμπεριφορά με μακροχρόνιο χαρακτήρα ακόμα και αν διοικούσε μια εταιρεία που απαλλασσόταν τελείως από τη φορολογία. Πιστεύει ότι αυτός είναι ο καλύτερος τρόπος για να επενδύσει κανείς και αυτό βρίσκεται βαθιά μέσα στην προσωπικότητά του. Ένας ακόμα λόγος που προτιμά αυτή την επενδυτική πολιτική είναι το γεγονός ότι η πληρωμή των φόρων επιβάλλεται μόνο όταν πραγματοποιηθούν οι υπεραξίες. Επιπλέον, οι φορολογούμενοι επενδυτές θα αποκομίσουν πολύ μεγαλύτερο ποσό από μία μόνο επένδυση ή οποία ανατοκίζεται με ένα ορισμένο επιτόκιο, παρά από μια σειρά διαδοχικών επενδύσεων που ανατοκίζονται με το ίδιο επιτόκιο.

Υπάρχει ένας πολύ σημαντικός οικονομικός λόγος πίσω από την προτίμηση της Berkshire να εξαγοράζει το 100% μιας επιχείρησης παρά ένα μικρό μερίδιο και αυτός έχει να κάνει με τη φορολογία. Ο φορολογικός κώδικας κάνει την κατοχή του 80% και άνω μιας επιχείρησης πολύ πιο κερδοφόρα για τον Buffett αναλογικά από ό, τι την κατοχή ενός μικρότερου μεριδίου. Όταν μια εταιρεία την οποία κατέχει εξ ολοκλήρου παρουσιάζει κέρδη 1 εκ. δολάρια μετά τους φόρους, ολόκληρο το ποσό αυτό τίθεται σε χρήση προς όφελός του. Εάν το 1 εκ. διοχετευτεί προς τα πάνω στην Berkshire, δεν οφείλει κανένα φόρο μερισμάτων. Και αν τα κέρδη αυτά παρακρατηθούν και αποφασίσει να πουλήσει τη θυγατρική, πράγμα

απίθανο για την Berkshire, για 1 εκ. δολάρια περισσότερο απ' ό, τι την αγόρασε, δεν θα χρειαστεί να πληρώσει φόρο για τα κέρδη κεφαλαίου. Και αυτό γιατί το φορολογικό κόστος της πώλησης θα συμπεριλαμβάνει και το ποσό που πλήρωσε για την εταιρεία και όλα τα κέρδη που στη συνέχεια παρακράτησε.

Κεφάλαιο 4ο.

Κριτική από τρίτους και σημαντικά ζητήματα με τα οποία ο Buffett ήρθε αντιμέτωπος.

4.1 Η θέση του Buffett για τα παράγωγα και η κριτική του Alan Greenspan

Στην ετήσια επιστολή του προς τους μετόχους της Berkshire Hathaway το 2002 και η οποία δημοσιεύθηκε στο Fortune τον Μάρτιο του 2003 με τον τίτλο "*Αποφεύγοντας μια τεράστια καταστροφή, τα παράγωγα είναι χρηματοοικονομικά όπλα μαζικής καταστροφής. Οι κίνδυνοί τους είναι λανθάνοντες αλλά θα μπορούσαν να αποβούν μοιραίοι*", ο Warren Buffet έκανε λόγο για:

1. Το πως λειτουργούν στη βάση τους τα χρηματοοικονομικά παράγωγα προϊόντα.
2. Την ύπαρξη παράγωγων προϊόντων μεγάλης διάρκειας, έως και 20 ετών που δεν διαπραγματεύονται σε οργανωμένες χρηματιστηριακές αγορές παραγώγων αλλά συναλλάσσονται στην εκτός κύκλου αγορά (OTC) και έχουν ως υποκείμενες αξίες παραπάνω από μία μεταβλητές.
3. Τον πιστωτικό κίνδυνο των οι αντισυμβαλλομένων στην περίπτωση που δεν υπάρχει εγγύηση ή κεντρικός αντισυμβαλλόμενος (Εκκαθαριστικός Οίκος). Γίνεται αναφορά ότι στα εκτός κύκλου παράγωγα, όπου δεν υπάρχει εγγυητής, η αποτίμηση του παραγώγου εξαρτάται από (και άρα πρέπει να λάβει υπ' όψιν της) την πιστοληπτική ικανότητα των αντισυμβαλλομένων. Κάτι τέτοιο δεν ισχύει για τα παράγωγα που διαπραγματεύονται σε οργανωμένες αγορές και εκκαθαρίζονται κεντρικά, αφού υπάρχει η εγγύηση του κεντρικού αντισυμβαλλόμενου.
4. Την καθημερινή αποτίμηση κερδών ή ζημιών πριν τη λήξη του συμβολαίου και ότι αυτά τα κέρδη/ ζημίες αποτυπώνονται στις εκτιμήσεις εσόδων της εταιρείας. Συγκεκριμένα κάνει μνεία για τα παράγωγα για τα οποία δεν υπάρχει καθημερινός διακανονισμός των κερδών/ ζημιών.

5. Την ευκολία με την οποία μπορεί να κατασκευαστούν παράγωγα. Επίσης για τα μακράς διάρκειας εξωχρηματιστηριακά παράγωγα. Για αυτά τα προϊόντα γίνεται μνεία του διμερούς της πράξης και έμμεση αναφορά στο γεγονός ότι αφενός διατρέχει κανείς τον κίνδυνο αντισυμβαλλόμενου και αφενός ότι δεν υπάρχει ρευστότητα για να αποτιμηθούν τέτοιου είδους συμβόλαια. Η δυσκολία δεν έγκειται στο να δημιουργήσει κάποιος παρόμοια συμβόλαια αλλά στο να δημιουργήσει την κατάλληλη μαθηματική φόρμουλα για να τα αποτιμήσει.
6. Το ότι αγόρασε την General Re, και μαζί της "κληρονόμησε" και την ΕΠΕΥ της, την General Re Securities. Το Re αποτελεί σύντμηση του Reinsurance - Αντασφαλιστική. Οι Αντασφαλιστές κάνουν ευρύτατη χρήση εξωχρηματιστηριακών κυρίως παραγώγων προϊόντων (OTC) για να μειώσουν τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν έναντι των πελατών τους. Οι ισολογισμοί τους, έτσι, είναι γεμάτοι από θέσεις σε παράγωγα προϊόντα, ως επί το πλείστον με μακρόχρονες λήξεις και με αντισυμβαλλόμενους άλλες εταιρείες. Στην πράξη, αυτά τα παράγωγα προϊόντα μπορεί να είναι επί παντός επιστητού. Ο Buffett δηλώνει ότι δεν επιθυμεί τον κίνδυνο που ενέχουν οι θέσεις σε παρόμοια εξωχρηματιστηριακά παράγωγα που έχει η General Re Securities.
7. Το ότι το κλείσιμο του τμήματος derivatives dealer arm της εταιρείας που αγόρασε δεν είναι εύκολο, κυρίως γιατί υπάρχουν μακρόχρονες θέσεις σε εξωχρηματιστηριακά παράγωγα με άλλους αντισυμβαλλόμενους που προφανώς δεν επιθυμούν να κλείσουν τη θέση ή θα το κάνουν μόνο σε ευνοϊκή για αυτούς τιμή. Άρα, προδιαθέτει τους μετόχους ότι δεν συμφέρει να κλείσει την εταιρεία αυτή αλλά αναγκαστικά θα πρέπει να περιμένει αρκετά χρόνια, μέχρι να λήξουν οι διμερείς αυτές συμφωνίες.
8. Το ότι τα παράγωγα και αντασφάλιση έχουν πολλά κοινά σημεία, όπως ότι:
    - εύκολα κάνει κανείς το αρχικό συμβόλαιο/ πράξη αλλά δύσκολα το κλείνει (αναφέρεται στη δυσκολία που έχουν στη διαμόρφωση τιμής εξαιτίας της μη ρευστότητας οι διμερείς συναλλαγές σε παράγωγα όπως και οι μακρόχρονες αντασφαλίσεις),
    - υπάρχει ο κίνδυνος μεγάλης πληρωμής στο μέλλον όπου μερικές φορές κανείς δεν τον υπολογίζει στην αρχή (π.χ. μια ασφαλιστική εισπράττει ασφάλιστρα έναντι σεισμού και για να είναι φθηνότερη έναντι των ανταγωνιστών της ζητάει μετά από μελέτη των αναλογιστών της ετήσιο ασφάλιστρο χαμηλότερο

του ανταγωνισμού. Το ποσό όμως που θα έχει εισπράξει δεν την καλύπτει πλήρως στην περίπτωση που εξασκήσουν τα ασφαλιστήρια οι ασφαλιζόμενοι).

9. Το ότι υπάρχουν στρατηγικές για να περιορίσει κανείς τους παραπάνω κινδύνους, όμως πάντα μπορεί να υπάρχει ένας κίνδυνος ο οποίος δεν έχει εξαλειφθεί.
10. Το ότι με βάση τα λογιστικά πρότυπα, η αποτύπωση εσόδων τόσο στον κλάδο των αντασφαλίσεων όσο και στα παράγωγα προϊόντα είναι υποκειμενική και μπορεί κανείς να υπερβάλλει. Αναφέρεται συγκεκριμένα στο γεγονός ότι :
    - στα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα προϊόντα (επειδή ακριβώς δεν αποτιμούνται και διακανονίζονται καθημερινά) μπορεί κανείς να είναι υπεραισιόδοξος
    - εξαρτώνται από την μεθοδολογία της λογιστικής αποτίμησης των θέσεων
    - η μεθοδολογία της καθημερινής αποτίμησης για μακρόχρονα συμβόλαια με διαφορετικές υποκείμενες αξίες σε εξωχρηματιστηριακές διμερείς συναλλαγές είναι ιδιαίτερα δύσκολη και, επομένως, ανάλογα με την μεθοδολογία και τις υποθέσεις των αντισυμβαλλόμενων, μπορεί να καταλήξουν και οι 2 αντισυμβαλλόμενοι να δείχνουν κέρδη.
11. Τη συμμετοχή της General Re Securities σε μια μεγάλη γκάμα από παράγωγα προϊόντα (14.384 συμβόλαια με 672 διαφορετικούς αντισυμβαλλόμενους). Άρα:
    - μιλάει για εξωχρηματιστηριακά προϊόντα
    - αντιμετωπίζει δυσκολίες στο πως μπορεί ο ορκωτός να ελέγξει και να αποτιμήσει σωστά αυτές τις μακροπρόθεσμες, μη ρευστές θέσεις
    - διαφαίνεται ο λόγος που γράφει την επιστολή προς τους μετόχους, να τους εξηγήσει δηλαδή τις δυσκολίες που υπάρχουν στο να πουλήσει ή να κλείσει την εταιρεία αυτή.
12. Τα μεγάλα προβλήματα που έχουν ανακύψει στο παρελθόν από μη ρευστές και δύσκολα αποτιμήσιμες από εταιρείες θέσεις σε παράγωγα προϊόντα.

***

Ο Allan Greenspan που διετέλεσε την περίοδο 1987-2006 πρόεδρος της Ομοσπονδιακής Κεντρικής Τράπεζας Η.Π.Α (Fed), θέλοντας να απαντήσει στους φόβους του Buffett σχετικά με τα πιστωτικά παράγωγα δήλωσε πως η καινοτομική χρήση των παραγώγων επιταχύνει την

παγκοσμιοποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών καθώς οι επενδυτές ισοσταθμίζουν ένα μέρος του κινδύνου της επένδυσης σε συναλλαγματικά διαθέσιμα. Είπε πως αυτή η χρήση των παραγώγων συμβάλλει στην ανύψωση του βιοτικού επιπέδου στις χώρες που προσελκύουν ξένα κεφάλαια. Ο Greenspan έκανε κάποιες προτάσεις σχετικά με την αύξηση της χρήσης των OTC παραγώγων ή των ιδιωτικών συμβάσεων μεταξύ των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Είπε επίσης, επικαλούμενος μια μελέτη της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, ότι ενώ η συνολική ονομαστική αξία αυτών των συμβάσεων είχε φτάσει τα 128 τρις δολάρια τον Ιούνιο του 2002, ή πάνω από δέκα φορές την αξία του αμερικάνικου ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος, μόνο το 5% των αμερικανικών τραπεζών έκαναν χρήση αυτών των συμβάσεων, και μόνο περίπου 0,2% των αμερικανικών τραπεζών χρησιμοποίησαν πιστωτικά παράγωγα. Σύμφωνα με τα προηγούμενα, ο Greenspan πίστευε ότι οι δυνατότητες για χρηματοοικονομική καινοτομία μπορούν να έχουν ευρύ αντίκτυπο και ως εκ τούτου να συνεχίσουν να συμβάλλουν στην παγκοσμιοποίηση. Τέλος, ο Greenspan είπε ότι ο τρόπος που τα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα διαπραγματεύονται και ρυθμίζονται θα μπορούσε να βελτιωθεί σημαντικά.

4.2 Η περίπτωση της AIG

Οι εισαγγελικές αρχές στις Η.Π.Α. κάλεσαν το 2005 τον Buffett για να απαντήσει σε κάποια ερωτηματικά σχετικά με μια αμφιλεγόμενη συναλλαγή της General Re που είναι θυγατρική της Berkshire, με την American International Group (AIG).

Το συμβόλαιο, η σύναψη του οποίου είχε λάβει χώρα το 2000, τράβηξε την προσοχή των εισαγγελικών αρχών μόνο και μόνο επειδή την υπόθεση είχε αναλάβει προσωπικά ο Maurice Greenberg, που τότε ήταν διευθύνων σύμβουλος της AIG, ο οποίος αποχώρησε από την εταιρία υπό το βάρος αποκαλύψεων για λογιστικές ατασθαλίες.

Ένα δημοσίευμα της Wall Street Journal τον Μάρτιο του 2005 ανέφερε ότι ο Buffett είχε δώσει πληροφορίες στις ρυθμιστικές αρχές που οδήγησαν στην απομάκρυνση του Greenberg. Συγκεκριμένα, η εφημερίδα επικαλούμενη μυστικές πηγές, ανέφερε πως ο Buffett παρείχε έγγραφα στις ρυθμιστικές αρχές που περιέγραφαν ύποπτες συναλλαγές μεταξύ της AIG και της Berkshire.

Η Berkshire ανέφερε σε ανακοίνωσή της πως η θυγατρική της, General Re, αποτελούσε αντικείμενο διερεύνησης από την Securities and Exchange Commission, το γραφείο του γενικού Εισαγγελέα της Νέας Υόρκης και το αμερικανικό Υπουργείο Δικαιοσύνης.

"Οι ρυθμιστικές αρχές πήραν καταθέσεις από μια σειρά νυν και πρώην στελεχών και εργαζομένων της General Re και σκοπεύουν να συνεχίσουν τις επαφές τους με τις εταιρίες", επισήμανε η Berkshire.

4.3 Η κριτική του Zach Carter

Σε ένα άρθρο του που δημοσίευσε ο οικονομικός συντάκτης στο alternet.org, Zach Carter, στις 13 Μαΐου 2010, υπέδειξε τους δέκα, κατά τη γνώμη του, πιο διεφθαρμένους καπιταλιστές των Ηνωμένων Πολιτειών. Κατέταξε τον πρόεδρο της Goldman Sachs, Robert Rubin, στην πρώτη θέση, στη δεύτερη τον Alan Greenspan που διετέλεσε πρόεδρος της Fed, και τον Warren Buffett στην ένατη θέση για τον οποίο είπε χαρακτηριστικά τα εξής:

"Ο Warren Buffett έχει υπάρξει λογικός τύπος, κατακεραυνώνοντας τους πλούσιους ότι έχουν κηρύξει "πόλεμο τάξεων" εναντίον ημών των υπολοίπων και κατηγορώντας τα παράγωγα ως όπλα μαζικής οικονομικής καταστροφής. Σήμερα, είναι ένας ακόμη παλιόφιλος χρηματιστής, που κάνει lobbing στο Κογκρέσο εναντίον της μεταρρύθμισης της Wall Street ζητώντας ήπιες διατάξεις -άκουσον άκουσον- για τα παράγωγα! Ο Buffett έχει ακόμη υπερασπιστεί δημοσίως την Goldman Sachs εναντίον των πρόσφατων κατηγοριών για απάτη, κατηγορίες που προέρχονται από τα ευφάνταστα προϊόντα που ονομάζονται synthetic CDO, τα οικονομικά όπλα μαζικής καταστροφής που κάποτε ο ίδιος κριτίκαρε. Αλλά συμβαίνει βλέπετε, και η φήμη του Buffett και η άποψή του να είναι δεμένες με την επένδυση που έκανε το 2008 στην Goldman Sachs. Αναγνώρισε μάλιστα ότι έκανε αυτή την συμφωνία γιατί πίστευε ότι η Goldman θα σωζόταν από την κυβέρνηση. Πράγμα που συνέβη πράγματι και μάλιστα αρκετές φορές. Όταν η κυβέρνηση έσωσε την AIG τα 12,9 δις δολάρια πήγαν στην Goldman για να καλύψουν τα στοιχήματα στα παράγωγα που η Goldman έκανε σε σχέση με τον ασφαλιστικό κολοσσό. Ο Buffett είχε δίκιο για τα παράγωγα. Είναι όπλα μαζικής καταστροφής όσον αφορά την πραγματική οικονομία. Αλλά έδωσαν στον Warren Buffett την δυνατότητα να γίνει ακόμα

πιο πλούσιος με την βοήθεια των φορολογουμένων, και τώρα παλεύει να μην κλείσουμε το δικό του καζίνο."

4.4 Η περίπτωση της Moody' s.
Η θέση της FCIC και η κριτική του Bill Gross

Ο Warren Buffett, στην ακρόαση που καλέστηκε τον Ιούνιο του 2010 από την FCIC για την Moody's Corp. υπερασπίστηκε τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας οι οποίοι αξιολόγησαν πολύ θετικά τις επενδύσεις που σχετίζονται με τις υποθήκες. Είπε ότι οι οργανισμοί αυτοί ήταν μεταξύ των πολλών που αγνόησαν τα σημάδια που προμήνυαν οικονομική κρίση. Και ο ίδιος όμως όπως δήλωσε, υπολογίζεται μεταξύ εκείνων που απέτυχαν να προβλέψουν την κατάρρευση της "φούσκας" που είχε δημιουργηθεί στον τομέα της στέγασης .

"*Ολόκληρη η αμερικανική κοινή γνώμη είχε παγιδευτεί σε μια πεποίθηση ότι οι τιμές των κατοικιών δεν θα μπορούσαν να μειωθούν δραματικά*", ανέφερε στην FCIC. Αν μπορούσε να φανταστεί πόσο χειρότερη θα γινόταν η κατάσταση, η Berkshire θα είχε πουλήσει το μερίδιο του οργανισμού αξιολόγησης φερεγγυότητας, Moody' s Corp. (στην οποία η Berkshire είναι ο μεγαλύτερος μέτοχος).

Οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας επικρίθηκαν επειδή αξιολόγησαν πολύ θετικά πολύπλοκες επενδύσεις που υποστηρίχθηκαν από ενυπόθηκα δάνεια υψηλού κινδύνου.

Παρά τη συμμετοχή της Berkshire στη Moody's, ο Buffett είπε ότι δεν στηρίζεται στην αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας κατά τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων και ότι κάνει τις δικές του κρίσεις για τις επιχειρήσεις. Είπε χαρακτηριστικά στην FCIC: "*Αυτό που ελπίζουμε είναι μια κακή αξιολόγηση γιατί αυτό θα μας δώσει την ευκαιρία να πραγματοποιήσουμε κέρδη, αν διαφωνούμε με την αξιολόγηση αυτή*".

Κατά την ακρόαση με την FCIC, ο Buffett αρνήθηκε να καταθέσει περαιτέρω και εκείνη τον κλήτευσε δικαστικά. Κοιτώντας τους επιτρόπους ήρεμα, τους ευχαρίστησε έπειτα για αυτό το κάλεσμα... Οι επίτροποι μετά έκαναν εύστοχες ερωτήσεις όπως για το αν ο ίδιος θα έπρεπε να είχε κάνει περισσότερα για την Moody's ως ο μεγαλύτερος μέτοχος της εταιρείας.

Ο πρόεδρος της FCIC, Phil Angelides, ρώτησε τον Buffett "*Εάν δεν μπορεί κανείς να υπολογίζει στους μετόχους, τότε πού;*".

Ο Buffett απάντησε ότι Berkshire επενδύει σε πολλές επιχειρήσεις και δεν μπορεί να γνωρίζει τα πάντα που συμβαίνουν στο εσωτερικό τους. Ερωτηθείς εάν το μοντέλο των οργανισμών αξιολόγησης φερεγγυότητας εγκυμονεί κινδύνους σήμερα, ο Buffett έδειξε προβληματισμό για την ικανότητά τους να αξιολογήσουν το χρέος που έχει εκδοθεί από το κράτος και τις δημοτικές αρχές και είπε επίσης πως δεν νομίζει ότι η Moody's ή η S&P μπορεί να καταλήξει σε κάτι τρομερά οξυδερκές σχετικά με το πώς το κράτος και τα οικονομικά των δημοτικών αρχών θα είναι σε πέντε χρόνια από τώρα.

Μεταξύ άλλων, σε δημοσίευση που έκανε ο συνιδρυτής και διευθύνων σύμβουλος της επενδυτικής εταιρείας PIMCO, Bill Gross, τον Μάιο του 2010 δήλωσε πως διαφωνεί με τον Buffett και βρίσκει τους οργανισμούς αξιολόγησης "ανόητους". Τους κατηγορεί ότι συνέβαλλαν στη δημιουργία της οικονομικής κρίσης και θεωρεί πως οι σχετικές δηλώσεις του Buffett αμαυρώνουν τη φήμη του. Χαρακτηριστικά αναφέρει:

"*Οι υπηρεσίες αξιολόγησης διαδραμάτισαν ένα πικρό, παράλογο ρόλο στη διάπραξη και διαιώνιση της κρίσης των ενυπόθηκων δανείων, ο οποίος αντανακλά τη γενική επιδείνωση στην κοινή λογική των επενδύσεων τις τελευταίες δεκαετίες. Οι προειδοποιήσεις τους ήταν κάτι παραπάνω από χρονοβόρες σχετικά με την Enrons και την Worldcoms και ακόμα πιο πρόσφατα η τυφλή πίστη τους στη μεγάλη φερεγγυότητα έχει οδηγήσει σε φοβερές υπερβάσεις, στην Ελλάδα και τους νότιους γείτονές της. Τα ποσοτικά τους μοντέλα φάνηκε να έχουν δείκτη νοημοσύνης τουλάχιστον 160 αλλά η κοινή λογική που χρησιμοποίησαν στις αξιολογήσεις τους ήταν πιο κοντά στο 60 και μοιάζουν όπως ένας ηλίθιος σοφός που ξέρει μαθηματικά αλλά δεν ξέρει πώς να τα εφαρμόσει. Εγώ δεν ήρθα για να θάψω τους οργανισμούς αξιολόγησης, αλλά για να τους απορρίψω. Για να πω την αλήθεια, δεν πρέπει να πάψουν να υφίστανται με σωστή διαχείριση και πιο αυστηρές ρυθμίσεις εξυπηρετούν έναν απαραίτητο και παραγωγικό σκοπό*".

Κεφάλαιο 5°.

Συμπεράσματα

Δυστυχώς, οι ιδιώτες επενδυτές συχνά αδυνατούν να εφαρμόσουν τη στρατηγική του Buffett, με επιτυχία. Αρκετοί, συμπεριλαμβανομένου και του Buffett, μαθαίνουν για τις επενδύσεις μέσω της δοκιμής και του πιθανού λάθους. Κάποιος μπορεί να έχει διαβάσει όσο μπορεί πριν ξεκινήσει, αλλά η μελέτη αυτή και μόνο δεν είναι αρκετή. Μόνο όταν επενδύσει και χάσει χρήματα, μαθαίνει πραγματικά. Εάν πρέπει να περιμένει κανείς π.χ. πέντε χρόνια για να καταστεί η επιθυμητή τιμή μιας επένδυσης διαθέσιμη, τότε χάνει αρκετή εμπειρία από την αγορά. Και βέβαια θα πρέπει να περάσουν πέντε χρόνια για να κάνει ο επενδυτής το πρώτο του λάθος.

Μικροί ιδιώτες επενδυτές που θέλουν να υιοθετήσουν το επενδυτικό προφίλ του Buffett συχνά αποτυγχάνουν επειδή δεν έχουν πρόσβαση στις πληροφορίες που έχει εκείνος. Άλλωστε ο Buffett ξεκίνησε να επενδύει από την ηλικία των έντεκα ετών και αργότερα είχε τη δυνατότητα να συνομιλεί με άλλους CEOs και θεσμικούς επενδυτές, κάτι το οποίο είναι ανέφικτο για τους μικρούς ιδιώτες επενδυτές. Πέρα από αυτό, πολλοί επενδυτές που βρίσκονται στο ξεκίνημά τους διαβάζουν βιβλία του τύπου "Πώς να γίνετε ο νέος Warren Buffett", και, εκκινώντας με μακροπρόθεσμη επενδυτική οπτική, στη συνέχεια όταν πέφτουν οι τιμές των συστατικών στο χαρτοφυλάκιό τους αξιών, ανησυχούν συγκρατημένα. Έπειτα, ησυχάζουν σκεπτόμενοι πως η αγορά θα έχει και πτώση και πως στη συνέχεια οι τίτλοι τους θα ανακάμψουν. Αν όμως η πτώση συνεχιστεί πανικοβάλλονται και μη διαθέτοντας την επενδυτική ψυχραιμία και στωικότητα όπως και την δυνατότητα πρόσβασης που έχει ο Buffett σε αξιόλογες πηγές πληροφοριών, θα αναγκαστούν να πουλήσουν πολύ νωρίτερα από ό, τι στην αρχή είκαζαν και θα έχουν χάσει σαφώς αρκετά χρήματα.

Η σχετική άποψη του Buffett είναι πως, αν κανείς δεν διατηρεί την ψυχραιμία και το κουράγιο ακόμα και αν το χαρτοφυλάκιό του έχει χάσει το 50% της αξίας του, τότε δεν πρέπει να βρίσκεται στην αγορά. Σύμφωνα με αυτό το κριτήριο, αρκετοί επενδυτές θα έπρεπε να σκεφτούν πολύ σοβαρά πριν προβούν σε οποιαδήποτε επένδυση.

Ο Warren Buffett έχει και το ταλέντο αλλά και την εμπειρία που του έδωσαν ολόκληρες δεκαετίες ενασχόλησης και σκέψης σχετικά με τις επενδύσεις. Παρόλο που μιλά δημόσια με

σεμνότητα και σε ήπιους τόνους, είναι απαράμιλλη ιδιοφυία και εξαιρετικά ανταγωνιστικός, με μια τεράστια ικανότητα να απομνημονεύει αριθμούς και γεγονότα και να τα εφαρμόζει σε οικονομικούς υπολογισμούς και με τη δέουσα επιμέλεια. Έχει αναπτύξει μια μεγάλη ποικιλία από ικανότητες και τακτικές για να εξασφαλίσει τη συνεχή αύξηση της περιουσίας του, ανεξάρτητα από τις συνθήκες της αγοράς.

Οι μέθοδοι του Warren Buffett, είναι πιο κατάλληλες για έμπειρους επενδυτές που μοιράζονται το ταμπεραμέντο του. Νέοι επενδυτές μπορούν να απολαμβάνουν μεγαλύτερη επιτυχία με λιγότερο προκλητικές μεθόδους. Αν κανείς θέλει να επωφεληθεί από την επενδυτική στρατηγική του Buffett υπάρχουν δύο τρόποι, είτε να αγοράσει μετοχές της Berkshire, είτε να επενδύσει με μακροπρόθεσμο ορίζοντα, σε μετοχές εταιρειών που στοιχειωδώς καταλαβαίνει και θεωρεί πως στο μέλλον θα διατηρήσουν το ανταγωνιστικό τους πλεονέκτημα.

***

Ο Warren Buffett μέσα στην Berkshire Hathaway, ξεδίπλωσε τις ηγετικές και επενδυτικές του ικανότητες αποτελώντας μια σύγχρονη μορφή του επενδυτικού και επιχειρηματικού κόσμου. Εμπνεύστηκε αξίες και εκμεταλλεύθηκε στο μέγιστο τη γνώση που έλαβε από τον καθηγητή του Ben Graham που στη συνέχεια εφάρμοσε μέσα από τη δική του οπτική, δημιουργώντας ένα παγκόσμιο φαινόμενο επενδυτικού ταλέντου και επιτυχημένου επιχειρηματία. Μαζί με τον φίλο και συνεργάτη του, Charlie Munger, ανέστησαν την Berkshire Hathaway που από παραπαίουσα εταιρεία κλωστοϋφαντουργίας τη δεκαετία του 1960 έχει γίνει σήμερα μία από τις μεγαλύτερες εταιρείες συμμετοχών παγκοσμίως.

Το επενδυτικό μοντέλο του Warren Buffett, με το μακροχρόνιο ορίζοντα και την ιδιοκτησιακή του φύση, σε συνδυασμό την αγάπη για τις επενδύσεις και το έμφυτο ταλέντο του στην αξιολόγηση των εταιρειών προς επένδυση, τον κατέστησαν μοναδική μορφή παγκοσμίως στον επιχειρηματικό κόσμο. Και ακόμα, ο ήπιων τόνων χαρακτήρας του, το ευφυές χιούμορ του και οι φιλανθρωπικές του δραστηριότητες συγκροτούν ένα μοναδικό χαρακτήρα που σπάνια συναντά κανείς στο χώρο των επιχειρήσεων και των επενδύσεων.

5.1 S.W.O.T. Analysis – Ανάλυση Δ.Α.Ε.Α. για την Berkshire Hathaway Inc.

Strengths - Δυνάμεις

- Πολύ καλή φήμη της εταιρείας και της διοίκησης.
- Ισχυρή κεφαλαιακή θέση και πολύ καλές αξιολογήσεις από οργανισμούς αξιολόγησης φερεγγυότητας.
- Διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο που περιέχει από ακίνητα, ασφαλιστικές και αντασφαλιστικές εταιρείες μέχρι επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας, τράπεζες και οργανισμούς χρηματοδότησης, κατασκευαστικές, παροχή υπηρεσιών και λιανεμπόριο.
- Ισχυρή και συνεπής ανάπτυξη.

Weaknesses – Αδυναμίες

- Η διοίκηση έχει συνυφανθεί με το πρόσωπο του Buffett.
- Βραδύτερη ανάπτυξη σε ορισμένες επενδύσεις (P&G, Shaw).
- Οι μετοχές της εταιρείας είναι σε απρόσιτη τιμή για μικρότερους επενδυτές, με εξαίρεση το πρόσφατο split των μετοχών τύπου Β.

Opportunities - Ευκαιρίες

- Εξαγορές.
- Εναλλακτικές επενδύσεις ενέργειας.

Threats – Απειλές

- Οικονομική αναταραχή των αγορών λόγω της οικονομικής κρίσης σε παγκόσμιο επίπεδο.
- Πιθανές αλλαγές κεφαλαιακών απαιτήσεων τόσο στις Η.Π.Α. όσο και στην Ευρώπη.

Πηγές

Βιβλιογραφία

- Cunningham Lawrence A., 2002, Τα δοκίμια του Warren Buffett, Εκδόσεις Ποταμός, Αθήνα.

- Hagstrom Robert G., 2005, The Warren Buffett Way, Second Edition, Εκδόσεις John Wiley & Sons Inc., Hoboken, New Jersey.

- Simons Richard, 2000, Ο Warren Buffett βήμα προς βήμα, Εκδόσεις Στούπας, Αθήνα.

- Δρ. Π. Κιόχος, Δρ. Γ. Παπανικολάου, Α. Κιόχος, 2003, Διαχείριση χαρτοφυλακίων & χρηματοοικονομικών κινδύνων, Σύγχρονη Εκδοτική, Αθήνα.

- Φαρμακούλης Δημήτριος, 2009, Διπλωματική εργασία για το διατμηματικό πρόγραμμα μεταπτυχιακών σπουδών του πανεπιστημίου Μακεδονίας στη διοίκηση επιχειρήσεων (MBA) με θέμα την αξιολόγηση και επιλογή μετοχών σύμφωνα με τα κριτήρια του Warren Buffett, Θεσσαλονίκη.

Διαδίκτυο

- http://www.bankofgreece.gr
- http://business.solveyourproblem.com/stock-trading/warren_buffet_investing_strategy.shtml
- http://businessinsure.about.com/od/insurancecompanies/tp/lginscolist.htm
- http://dspace.lib.uom.gr/bitstream/2159/13510/1/FarmakoulisMsc2009.pdf
- http://en.wikipedia.org
- http://europa.eu/index_el.htm
- http://europedia.moussis.eu/home.tkl?lang=gr
- http://everythingwarrenbuffett.blogspot.com/
- http://www.greekshares.com/gr/
- http://stock-broker-security.com
- http://stocks.about.com
- http://warrenbuffettstockpicks.com/
- http://washingtonindependent.com
- http://www.adex.ase.gr/
- http://www.alternet.org
- http://www.berkshirehathaway.com
- http://www.biblionet.gr/
- http://www.buffettsecrets.com
- http://www.businessdictionary.com
- http://www.dailyfinance.com
- http://www.euro2day.gr/
- http://www.econ.uoa.gr
- http://www.fairmark.com
- http://www.fcic.gov/
- http://www.forbes.com/
- http://www.ft.com
- http://www.inews.gr

- http://www.intelligentinvestor.com
- http://www.investingator.org
- http://www.investmentu.com
- http://www.investopedia.com
- http://www.investorwords.com
- http://www.moneynet.com
- http://www.msnbc.msn.com/
- http://www.pimco.com
- http://www.sec.gov/index.htm
- http://www.textilehistory.org/BerkshireHathaway.html
- http://www.warrenbuffett.com
- http://www.wealthdaily.com
- http://www.reporter.gr

Παράρτημα

Πίνακας 1*

Η απόδοση της Berkshire συγκρινόμενη με τον χρηματιστηριακό δείκτη S&P 500

	Ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές		
Έτος	Στη λογιστική αξία ανά μετοχή (1)	Στον δείκτη S&P 500 συμπεριλαμβανομένων των μερισμάτων (2)	Διαφορά (1) - (2)
1965	23.8	10.0	13.8
1966	20.3	(11.7)	32.0
1967	11.0	30.9	(19.9)
1968	19.0	11.0	8.0
1969	16.2	(8.4)	24.6
1970	12.0	3.9	8.1
1971	16.4	14.6	1.8
1972	21.7	18.9	2.8
1973	4.7	(14.8)	19.5
1974	5.5	(26.4)	31.9
1975	21.9	37.2	(15.3)
1976	59.3	23.6	35.7
1977	31.9	(7.4)	39.3
1978	24.0	6.4	17.6
1979	35.7	18.2	17.5
1980	19.3	32.3	(13.0)
1981	31.4	(5.0)	36.4
1982	40.0	21.4	18.6
1983	32.3	22.4	9.9
1984	13.6	6.1	7.5
1985	48.2	31.6	16.6
1986	26.1	18.6	7.5
1987	19.5	5.1	14.4
.1988	20.1	16.6	3.5
1989	44.4	31.7	12.7
1990	7.4	(3.1)	10.5
1991	39.6	30.5	9.1
1992	20.3	7.6	12.7
1993	14.3	10.1	4.2
1994	13.9	1.3	12.6
1995	43.1	37.6	5.5

(Πίνακας 1, συνέχεια)

Η απόδοση της Berkshire συγκρινόμενη με τον χρηματιστηριακό δείκτη S&P 500

	Ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές		
Έτος	Στη λογιστική αξία ανά μετοχή (1)	Στον δείκτη S&P 500 συμπεριλαμβανομένων των μερισμάτων (2)	Διαφορά (1) - (2)
1996	31.8	23.0	8.8
1997	34.1	33.4	.7
1998	48.3	28.6	19.7
1999	.5	21.0	(20.5)
2000	6.5	(9.1)	15.6
2001	(6.2)	(11.9)	5.7
2002	10.0	(22.1)	32.1
2003	21.0	28.7	(7.7)
2004	10.5	10.9	(.4)
2005	6.4	4.9	1.5
2006	18.4	15.8	2.6
2007	11.0	5.5	5.5
2008	(9.6)	(37.0)	27.4
2009	19.8	26.5	(6.7)
Μέσο Ετήσιο Κέρδος περιόδου 1965-2009	**20,30%**	**9,30%**	**11,0**
Συνολικό Κέρδος περιόδου 1964-2009	**434,057%**	**5,430%**	

Να σημειωθεί ότι τα νούμερα του δείκτη S&P 500 είναι πεφρασμένα προ φόρων ενώ αυτά της Berkshire, μετά φόρων. Επίσης για τις χρονιές 1955 και 1966, τέλος χρήσης ήταν η 30η Σεπτεμβρίου.

* **Πηγή:** Berkshire Hathaway INC. 2009 Annual Report

Πίνακας 2*

BERKSHIRE HATHAWAY INC.
Θυγατρικές Εταιρείες (1)
31/12/2009

Όνομα Εταιρείας	Έδρα
Acme Brick Company	Delaware
Acme Building Brands, Inc.	Delaware
Albecca Inc.	Georgia
Anderson Hardwood Floors LLC	Georgia
Applied Underwriters, Inc.	Nebraska
Ben Bridge Corporation	Washington
Ben Bridge Jeweler, Inc.	Washington
Benjamin Moore & Co.	New Jersey
Benjamin Moore & Co.,	Limited Canada
Berkshire Hathaway Assurance Corporation	New York
Berkshire Hathaway Credit Corporation	Nebraska
Berkshire Hathaway Finance Corporation	Delaware
Berkshire Hathaway International Insurance Limited (UK)	United Kingdom
Berkshire Hathaway Life Insurance Company of Nebraska	Nebraska
BHSF, Inc.	Delaware
BH Finance LLC	Nebraska
BH Shoe Holdings, Inc.	Delaware
Blue Chip Stamps	California
Boat America Corporation	Virginia
Borsheim Jewelry Company, Inc.	Nebraska
Bushwick Metals LLC	Delaware
Business Wire, Inc.	Delaware
California Insurance Company	Iowa
Campbell Hausfeld/Scott Fetzer Company	Delaware
CE Electric UK Funding Company	United Kingdom
CE Electric UK Holdings	United Kingdom
Central States Indemnity Co. of Omaha	Nebraska
Central States of Omaha Companies, Inc.	Nebraska
Cerro Flow Products LLC	Delaware
Cerro Wire LLC	Delaware
Clayton Homes, Inc.	Delaware
CMH Homes, Inc.	Tennessee

(Πίνακας 2, συνέχεια)

BERKSHIRE HATHAWAY INC.
Θυγατρικές Εταιρείες (1)
31/12/2009

Όνομα Εταιρείας	Έδρα
CMH Manufacturing, Inc.	Tennessee
CMH Parks, Inc.	Tennessee
Columbia Insurance Company	Nebraska
Cornhusker Casualty Company	Nebraska
CORT Business Services Corporation	Delaware
CTB International Corp.	Indiana
Cypress Insurance Company	California
EcoWater Systems LLC	Delaware
EXSIF Worldwide, Inc.	Delaware
Fairfield Insurance Company	Connecticut
Faraday Reinsurance Co. Limited	United Kingdom
Faraday Underwriting Limited	United Kingdom
The Fechheimer Brothers Company	Delaware
FlightSafety International Inc.	New York
FlightSafety Services Corporation	Delaware
Forest River, Inc.	Indiana
Fruit of the Loom, Inc.	Delaware
Garan, Incorporated	Virginia
GEICO Casualty Company	Maryland
GEICO Corporation	Delaware
GEICO General Insurance Company	Maryland
GEICO Indemnity Company	Maryland
GRD Holdings Corporation	Delaware
Gen Re Intermediaries Corporation	New York
General Re Life Corporation	Connecticut
General Re Corporation	Delaware
General Re Financial Products Corporation	Delaware
General Reinsurance Corporation	Delaware
General Star Indemnity Company	Connecticut
General Star National Insurance Company	Ohio
General Reinsurance Life Australia Ltd.	Australia
General Reinsurance Africa Ltd.	South Africa
General Reinsurance Australia Ltd.	Australia

(Πίνακας 2, συνέχεια)

BERKSHIRE HATHAWAY INC.
Θυγατρικές Εταιρείες (1)
31/12/2009

Όνομα Εταιρείας	Έδρα
General Reinsurance UK Limited	United Kingdom
Genesis Indemnity Insurance Company	North Dakota
Genesis Insurance Company	Connecticut
Government Employees Insurance Company	Maryland
Helzberg' s Diamond Shops, Inc.	Missouri
H. H. Brown Shoe Company, Inc.	Delaware
Homemakers Plaza, Inc.	Iowa
HomeServices of America, Inc.	Delaware
International Dairy Queen, Inc.	Delaware
IMC International Metalworking Companies B.V.	Netherlands
IMC Holdings GmbH	Germany
Ingersoll Cutting Tool Company	Delaware
Ingersoll Maschinen Werkzeuge GmbH	Germany
Iscar Ltd.	Israel
Johns Manville	Delaware
Johns Manville Corporation	Delaware
Johns Manville Slovakia, a.s.	Slovakia
Jordan' s Furniture, Inc.	Massachusetts
Justin Brands, Inc.	Delaware
Justin Industries, Inc.	Texas
The Kansas Bankers Surety Company	Kansas
Kern River Gas Transmission Company	Texas
Kolnische Ruckversicherungs-Gesellschaft AG	Germany
KR Holding, LLC	Delaware
L.A. Darling Company LLC	Delaware
Larson-Juhl US LLC	Georgia
Marmon Holdings, Inc.	Delaware
Marmon/Keystone LLC	Delaware
McLane Company, Inc.	Texas
McLane Foodservice, Inc.	Texas
The Medical Protective Company	Indiana
Medical Protective Corporation	Indiana
MHC Inc.	Iowa

(Πίνακας 2, συνέχεια)

BERKSHIRE HATHAWAY INC.
Θυγατρικές Εταιρείες (1)
31/12/2009

Όνομα Εταιρείας	Έδρα
MidAmerican Energy Company	Iowa
MidAmerican Energy Holdings Company	Iowa
MidAmerican Funding, LLC	Iowa
MiTek, Inc.	Delaware
Mount Vernon Fire Insurance Company	Pennsylvania
National Fire & Marine Insurance Company	Nebraska
National Indemnity Company	Nebraska
National Indemnity Company of the	South Florida
National Indemnity Company of Mid-America	Iowa
National Liability & Fire Insurance Company	Connecticut
National Reinsurance Corporation	Delaware
Nebraska Furniture Mart, Inc.	Nebraska
Nederlandse Reassurantie Groep NV	Netherlands
NetJets Inc.	Delaware
NNGC Acquisition, LLC	Delaware
Northern Natural Gas Company	Delaware
Oak River Insurance Company	Nebraska
OBH Inc.	Delaware
OCSAP, Ltd.	Maine
PacifiCorp	Oregon
The Pampered Chef, Ltd.	Illinois
PPW Holdings LLC	Delaware
Precision Steel Warehouse, Inc.	Illinois
Railsplitter Holdings Corporation	Delaware
R.C. Willey Home Furnishings	Utah
Redwood Fire and Casualty Insurance Company	Nebraska
Richline Group, Inc.	Delaware
RSCC Wire & Cable LLC	Delaware
Russell Corporation	Delaware
Schuller GmbH	Germany
Scott Fetzer Company	Delaware
Scott Fetzer Financial Group, Inc.	Delaware
See' s Candies, Inc.	California

(Πίνακας 2, συνέχεια)

BERKSHIRE HATHAWAY INC.
Θυγατρικές Εταιρείες (1)
31/12/2009

Όνομα Εταιρείας	Έδρα
See' s Candies Shops, Inc.	California
Shaw Contract Flooring Services, Inc.	Georgia
Shaw Industries Group, Inc.	Georgia
Sofft Shoe Company, Inc.	New Hampshire
Star Furniture Company	Texas
Sterling Crane LLC	Delaware
TaeguTec Ltd.	Korea
TTI, Inc.	Delaware
Tungaloy Corporation	Japan
Unarco Industries LLC	Delaware
Union Tank Car Company	Delaware
Union Underwear Company, Inc.	Delaware
United States Liability Insurance Company	Pennsylvania
U.S. Investment Corporation	Pennsylvania
U.S. Underwriters Insurance Company	North Dakota
Vanderbilt Mortgage & Finance, Inc.	Tennessee
Vanity Fair Brands, Inc.	Delaware
Webb Wheel Products, Inc.	Delaware
Wells Lamont LLC	Delaware
Wesco Financial Corporation	Delaware
Wesco-Financial Insurance Company	Nebraska
Wesco Holdings Midwest, Inc.	Nebraska
World Book/Scott Fetzer Company, Inc.	Nebraska
XTRA Corporation	Delaware
XTRA Finance Corporation	Delaware
XTRA Lease LLC	Delaware
XTRA LLC	Maine
Yorkshire Electricity Distribution PLC.	United Kingdom
Yorkshire Electricity Group PLC	United Kingdom
Yorkshire Holdings PLC	United Kingdom
Yorkshire Power Group Limited	United Kingdom

Κάθε μία από τις θυγατρικές αυτές δεν είναι αναγκαστικά μια "σημαντική θυγατρική", όπως ορίζεται στο άρθρο 1-02 (w) του κανονισμού S-X, και η Berkshire έχει κάποιες επιπλέον θυγατρικές που δεν αναφέρονται παραπάνω. Οι θυγατρικές που δεν αναφέρονται θεωρούνται στο σύνολό τους σαν μία θυγατρική που δεν αποτελεί "σημαντική θυγατρική" στο τέλος του έτους, το οποίο καλύπτεται από την παρούσα έκθεση.

* **Πηγή:** Berkshire Hathaway INC. 2009 Annual Report

Πίνακας 3*

Μετοχικό χαρτοφυλάκιο της Berkshire Hathaway την 26η Μαΐου 2010.

Wednesday, May 26, 2010

Company	Symbol	Shares	Mkt. Price	Holding Value	Stake
COCA COLA CO	KO	200,000,000	$ 50.62	$ 10,124,000,000	8.67%
WELLS FARGO & CO NEW	WFC	320,088,385	$ 28.90	$ 9,250,554,326	6.14%
AMERICAN EXPRESS CO	AXP	151,610,700	$ 39.00	$ 5,912,817,300	12.62%
PROCTER & GAMBLE CO	PG	79,096,784	$ 61.05	$ 4,828,858,663	2.75%
KRAFT FOODS INC	KFT	106,734,745	$ 28.37	$ 3,028,064,715	6.12%
WESCO FIN CORP	WSC	5,703,087	$ 347.00	$ 1,978,971,189	80.1%
WAL MART STORES INC	WMT	39,037,142	$ 50.28	$ 1,962,787,499	1.04%
CONOCOPHILLIPS	COP	34,179,249	$ 49.92	$ 1,706,228,110	2.24%
US BANCORP NEW	USB	69,039,426	$ 23.89	$ 1,649,351,887	3.6%
JOHNSON & JOHNSON	JNJ	23,891,448	$ 60.35	$ 1,441,848,886	0.87%
WASHINGTON POST CO	WPO	1,727,765	$ 469.37	$ 810,961,058	18.78%
MOODY'S CORPORATION	MCO	30,783,878	$ 21.24	$ 653,849,526	12.99%
NIKE INC	NKE	7,641,000	$ 72.91	$ 557,105,310	1.57%
M & T BANK CORP	MTB	5,563,281	$ 80.81	$ 449,568,737	4.68%
REPUBLIC SERVICES INC	RSG	10,827,700	$ 28.46	$ 308,156,342	2.84%
USG CORP	USG	17,072,192	$ 16.82	$ 287,154,269	17.16%
COSTCO WHOLESALE CORP	COST	4,333,363	$ 56.50	$ 244,835,009	0.98%
COMCAST CORP NEW	CMCSA	12,000,000	$ 17.67	$ 212,040,000	0.43%
INGERSOLL RAND CO LTD BERMUDA	IR	5,638,600	$ 35.66	$ 201,001,158	1.75%
NALCO HOLDING COMPANY	NLC	9,000,000	$ 22.18	$ 199,620,000	8.51%
IRON MOUNTAIN INC (DE)	IRM	7,794,800	$ 24.22	$ 188,790,056	3.83%
CARMAX INC	KMX	7,725,900	$ 21.79	$ 168,347,361	3.46%
LOWES COMPANIES INC	LOW	6,500,000	$ 24.42	$ 158,730,000	0.45%
Nestle SA	NSRGY	3,400,000	$ 44.61	$ 151,674,000	0.09%
TORCHMARK CORP	TMK	2,823,879	$ 49.69	$ 140,318,547	3.42%
NRG ENERGY INC	NRG	6,000,000	$ 21.69	$ 130,140,000	2.35%
BECTON DICKINSON & CO	BDX	1,744,128	$ 71.44	$ 124,600,504	0.75%
GENERAL ELECTRIC CO	GE	7,777,900	$ 15.95	$ 124,057,505	0.07%
SANOFI AVENTIS	SNY	3,903,933	$ 28.95	$ 113,018,860	0.15%
HOME DEPOT INC	HD	2,757,898	$ 33.98	$ 93,713,374	0.16%
UNITED PARCEL SVC INC	UPS	1,429,200	$ 61.97	$ 88,567,524	0.14%
BANK OF AMERICA CORP NEW	BAC	5,000,000	$ 15.49	$ 77,450,000	0.05%
GLAXO SMITH KLINE PLC	GSK	1,510,500	$ 32.92	$ 49,725,660	0.06%
GANNETT INC	GCI	1,740,231	$ 14.70	$ 25,581,395	0.73%
EXXON MOBIL CORP	XOM	421,800	$ 59.71	$ 25,185,678	0.01%
Comdisco Holdings Company Inc	CDCO	1,538,377	$ 8.60	$ 13,230,042	38.18%

Total Value of Holdings: $ 47,480,904,495

---

* **Πηγή:** http://www.buffettbuys.com/

Ευρετήριο Όρων

Ελληνικοί Όροι

Δανειακή μόχλευση: $\frac{\text{Ξένα Κεφάλαια}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$

ΕΔΜ: Εξαγορές με **Δ**ανειακή **Μ**όχλευση.

Εκκαθαριστικός Οίκος: Ο Εκκαθαριστικός Οίκος της αγοράς παραγώγων έχει το ρόλο του κεντρικού αντισυμβαλλόμενου. Σκοπός του είναι η συμμετοχή στις συμβάσεις που συνάπτονται στην αγορά παραγώγων, η εκκαθάριση των συναλλαγών και η διασφάλιση της εκπλήρωσης εκ μέρους των συμβαλλομένων των υποχρεώσεων που απορρέουν από τις συναλλαγές.

ΕΠΕΥ: Εταιρείες **Π**αροχής **Ε**πενδυτικών **Υ**πηρεσιών.

Εταιρεία τύπου S: Μια εταιρεία S, είναι μια εταιρία που μέσα από μια έγκυρη διαδικασία υπάγεται στο Υποκεφάλαιο S του κεφαλαίου 1 του κώδικα εσωτερικού εισοδήματος. Σε γενικές γραμμές, η S εταιρίες δεν πληρώνουν ομοσπονδιακούς φόρους εισοδήματος. Αντ' αυτού, το εισόδημα ή οι ζημίες της εταιρείας "περνάνε" στους μετόχους της. Οι μέτοχοι οφείλουν να αναφέρουν στη συνέχεια, το εισόδημα ή τη ζημία στις δικές τους δηλώσεις φόρου εισοδήματος.

Θεωρία της Αποτελεσματικής Αγοράς (ΘΑΑ): Αποτελεσματική είναι μια αγορά όπου υπάρχουν μεγάλοι αριθμοί λογικών παραγόντων μεγιστοποίησης του κέρδους οι οποίοι ανταγωνίζονται ενεργώς μεταξύ τους και προσπαθούν να προβλέψουν τις μελλοντικές αγοραίες αξίες μεμονωμένων χρεογράφων. Είναι μια αγορά, όπου οι τρέχουσες πληροφορίες είναι διαθέσιμες σε όλους. Σε μια αποτελεσματική αγορά, ο ανταγωνισμός δημιουργεί μια κατάσταση, όπου οι τιμές των χρεογράφων αντικατοπτρίζουν πληροφορίες, οι οποίες

πηγάζουν τόσο από γεγονότα που ήδη έχουν λάβει χώρα, όσο και από γεγονότα που αναμένεται να λάβουν χώρα. Με άλλα λόγια, σε μια αποτελεσματική αγορά, η πραγματική τιμή ενός χρεογράφου θα αποτελεί οποιαδήποτε στιγμή μια καλή εκτίμηση της εσωτερικής του αξίας.

Κέρδη πίσω από τον καθρέπτη: Μια εναλλακτική λύση για τις ΓΑΑΛ που διέπουν τις επενδύσεις σε εμπορεύσιμους τίτλους της εταιρείας στην οποία κάποιος συμμετέχει κατέχοντας λιγότερο από το 20% των μετοχών. Μετρούν την οικονομική απόδοση του επενδυτή βάσει της συμμετοχής του στα παρακρατημένα κέρδη της εταιρείας στην οποία έχει επενδύσει, αφού αφαιρεθούν οι φόροι που αντιστοιχούν σε αυτά τα κέρδη.

Μερισματική απόδοση: $\frac{\text{Μέρισμα ανά μετοχή}}{\text{Τιμή μετοχής}} \times 100.$

Το μέρισμα αποτελεί το τμήμα των κερδών μιας επιχείρησης που διανέμεται ανά μετοχή στους μετόχους της. Η μερισματική απόδοση δείχνει την απόδοση που απολαμβάνουν οι επενδυτές από μερίσματα των μετοχών που έχουν επενδύσει τα κεφάλαιά τους.

Οργανισμοί Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας (ΟΑΠΙ): Οι οργανισμοί αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας εκδίδουν γνωμοδοτήσεις σχετικά με την πιστοληπτική ικανότητα που βοηθούν να ξεπεραστεί η ασυμμετρία στην πληροφόρηση μεταξύ των φορέων που εκδίδουν χρεωστικά μέσα και εκείνων που επενδύουν στα μέσα αυτά. Οι ΟΑΠΙ έχουν μεγάλη επιρροή στις χρηματοπιστωτικές αγορές, καθώς οι δραστηριότητές τους στον τομέα των αξιολογήσεων παρακολουθούνται στενά από επενδυτές, εκδότες, δανειολήπτες και κυβερνήσεις. Ως εκ τούτου, είναι σημαντικό να παρέχουν με συνέπεια ανεξάρτητες, αντικειμενικές και υψηλής ποιότητας αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας. Προς το παρόν, οι περισσότεροι οργανισμοί πιστοληπτικής ικανότητας έχουν την έδρα τους εκτός της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Οι τρεις πιο σημαντικοί ΟΑΠΙ είναι αμερικανικοί: Moody' s, Standard & Poor' s και Fitch Ratings. Οι τρεις μαζί κατέχουν το 90% της παγκόσμιας αγοράς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας.

Πεπτωκότες άγγελοι (fallen angels): Ομόλογα που κάποτε ξεκίνησαν με υψηλή φερεγγυότητα αλλά στη συνέχεια υποβαθμίστηκαν όταν οι εκδότες τους εισήλθαν σε κρίση.

Περιθώριο ασφαλείας (Margin Of Safety): Ο κανόνας που δίδαξε ο Ben Graham στον Warren Buffett, για μια υγιή και επιτυχημένη επένδυση: Μια μετοχή δεν πρέπει να αγοράζεται παρά μόνον όταν η τιμή της είναι σημαντικά χαμηλότερη από την αξία που έχει.

Πιστωτικά Παράγωγα: Ιδιαίτερη κατηγορία χρηματοοικονομικών εργαλείων, των οποίων η αξία προέρχεται από μια υποκείμενη αξία αγοράς που καθορίζεται από τον πιστωτικό κίνδυνο ιδιωτικών ή κρατικών νομικών προσώπων, διαφορετικών από τους αντισυμβαλλομένους σε αυτά.

Ποιητική δικαιοσύνη: Είναι ένα λογοτεχνικό στρατήγημα κατά το οποίο κάποιος τελικά ανταμείβεται ή τιμωρείται με μια ειρωνική συστροφή της μοίρας που συναρτάται άμεσα με την ίδια τη συμπεριφορά του χαρακτήρα.

Συντελεστής Βήτα (beta): Ο συντελεστής αυτός, είναι ένα μέτρο της ευαισθησίας των μεταβολών της απόδοσης της μετοχής, ως προς τις μεταβολές του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου. Για παράδειγμα, μια μετοχή με συντελεστή βήτα 0,5 τείνει να μεταβάλλεται κατά μέσο όρο κατά 5% σε μια αντίστοιχη μεταβολή του δείκτη του χρηματιστηρίου κατά 10%.

Ξένοι Όροι

Arbitrage: Κερδοσκοπική αγοραπωλησία. Είναι η ταυτόχρονη αγορά και πώληση ή δανεισμός και επανατοποθέτηση δύο περιουσιακών στοιχείων με σκοπό την πραγματοποίηση κέρδους από τη διαφορά μεταξύ των τιμών.

EDGAR (**E**lectronic **D**ata-**G**athering, **A**nalysis, and **R**etrieval) Ηλεκτρονικό σύστημα συλλογής πληροφοριών, ανάλυσης και ανάκτησης, που εκτελεί αυτόματα τη συλλογή, την επικύρωση, την τιμαριθμική αναπροσαρμογή, τη λήψη και τη διαβίβαση των παρατηρήσεων που υποβλήθηκαν από τις εταιρείες και τρίτους που απαιτείται από το νόμο να συμπληρώσουν φόρμες και έντυπα για τη SEC. Η βάση δεδομένων είναι ελεύθερα διαθέσιμη στο κοινό μέσω του Διαδικτύου. Το σύστημα EDGAR λαμβάνει συνήθως άνω των 3.000 κοινοποιήσεων ανά ημέρα.

ESPP (**E**mployee **S**tock **P**urchase **P**lan): Αγορά μετοχών μιας εταιρείας με έκπτωση, από τους εργαζόμενούς της.

FCIC (Financial Crisis Inquiry Commission): Διακομματική εξεταστική επιτροπή με αποστολή να εξετάσει τα αίτια της οικονομικής κρίσης και να αναφέρει τα ευρήματά της στο Κογκρέσο, τον Πρόεδρο των Ηνωμένων Πολιτειών και τους Αμερικανούς πολίτες.

Flipping: Πώληση μετοχών αμέσως μετά την αγορά τους. Συμβαίνει και έπειτα από αγορά μετοχών μιας εταιρείας με έκπτωση, από τους εργαζόμενούς της (ESPP).

Greenmail: "Εκβιαστική μέθοδος", είναι η πληρωμή υψηλότερης τιμής για τη μετοχή της εταιρείας σε κάποιον που σκοπεύει να την εξαγοράσει παρά τη θέληση της διοίκησης, με σκοπό να τον πείσει να παραιτηθεί από αυτή την προσπάθεια.

Index Fund: Είναι ένα συλλογικό επενδυτικό πρόγραμμα (συνήθως ένα αμοιβαίο κεφάλαιο) που έχει ως στόχο να αναπαράγει τις κινήσεις του δείκτη μιας συγκεκριμένης αγοράς, ή ένα σύνολο κανόνων ιδιοκτησίας που παραμένει σταθερό, ανεξάρτητα από τις συνθήκες της αγοράς.

Junk bonds (ή high yield bonds ή non investment grade bonds ή speculative grade bonds): Ομόλογα με υψηλό κίνδυνο αθέτησης ή άλλων δυσμενειών, αλλά συνήθως πληρώνουν υψηλότερες αποδόσεις από ό, τι τα ομόλογα καλύτερης ποιότητας, προκειμένου να καταστούν ελκυστικά για τους επενδυτές.

Over The Counter (OTC): Εξωχρηματιστηριακή διαπραγμάτευση μετοχών, ομολόγων, εμπορευμάτων ή παραγώγων απευθείας μεταξύ των δύο μερών.

P/ BV: $\frac{\text{Price}}{\text{Book Value}}$: Δείκτης τιμής προς λογιστική αξία

P/ EPS: $\frac{\text{Price}}{\text{Earnings Per Share}}$: Δείκτης τιμής προς κέρδη ανά μετοχή.

PERCS (**P**reference **E**quity **R**edemption **C**umulative **S**tock): Είδος προνομιούχων μετοχών που επιτρέπει στους κατόχους κοινών μετοχών να ανταλλάξουν κοινές μετοχές για προνομιούχες διατηρώντας με αυτό τον τρόπο υψηλό ποσοστό απόδοσης μερισμάτων.

ROE (**R**eturn **O**n **E**quity): $\frac{\text{Κέρδη}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$

US SEC: United States Securities and Exchange Commission: Επιτροπή κεφαλαιαγοράς των Ηνωμένων Πολιτειών.

Stock Option: Δικαίωμα Προαίρεσης Μετοχών. Δίνει στον αγοραστή του το δικαίωμα, και όχι την υποχρέωση, να αγοράσει (δικαίωμα αγοράς, call) ή να πουλήσει (δικαίωμα πώλησης, put) τη μετοχή, εντός συγκεκριμένου χρονικού διαστήματος (μέχρι τη λήξη του δικαιώματος) σε προκαθορισμένη τιμή (τιμή άσκησης). Ο πωλητής ενός δικαιώματος αναλαμβάνει την αντίστοιχη υποχρέωση. Ο διακανονισμός στα δικαιώματα επί μετοχών γίνεται με φυσική παράδοση των τίτλων που διαπραγματεύονται, οποιαδήποτε ημέρα πριν τη λήξη ή κατά τη λήξη του δικαιώματος. Η εκκαθάριση γίνεται με παράδοση της υποκείμενης μετοχής βασισμένη στην τιμή άσκησης του δικαιώματος.

Synthetic CDO: Δομημένα προϊόντα τα οποία έχουν ως υποκείμενο μέσο ή επηρεάζονται, καθ' οιοδήποτε τρόπο, από την πιστοληπτική ποιότητα κάποιου υποκείμενου πιστωτικού μέσου ή ενός συνόλου πιστωτικών μέσων ή από την εμφάνιση κάποιου πιστωτικού γεγονότος επί αυτών των μέσων.

Zero-coupon convertible subordinated debentures: Μετατρέψιμα, συνήθως σε μετοχές, ομόλογα χωρίς περιοδικές πληρωμές, εγγύηση και προτεραιότητα σε περίπτωση εκκαθάρισης της εταιρείας.