

WARREN BUFFETT

o biznesie

**ZASADY GURU
Z OMAHA**

wybór i układ

RICHARD J. CONNORS



Zawiera zwycięskie strategie zarządzania
z listów Buffetta do akcjonariuszy Berkshire



WARREN BUFFETT

o biznesie

WARREN BUFFETT

o biznesie

ZASADY GURU
Z OMAHA

wybór i układ
RICHARD J. CONNORS

Przekład
Marek Rostocki



Tytuł oryginału:

**WARREN BUFFETT ON BUSINESS: PRINCIPLES FROM
THE SAGE OF OMAHA**

Przekład: Marek Rostocki

Redakcja: Ewa Skuza

Projekt okładki: studio KARANDASZ

Skład: Camélia

Copyright © 2010 by Richard J. Connors

All rights reserved.

Copyright © 2010 for the Polish edition by MT Biznes Ltd.

All rights reserved. This translation published under license.

Warszawa 2011

MT Biznes sp. z o.o.

ul. Oksywska 32, 01-694 Warszawa

tel./faks 22 632 64 20

www.mtbiznes.pl

e-mail: info@mtbiznes.pl

ISBN 978-83-7746-103-7

Z PLIKU ZOSTAŁY USUNIĘTE PUSTE STRONY.

Mojemu ojcu, znakomitemu inwestorowi,
któremu spotkanie z Warrenem Buffettem
sprawiłoby wielką radość

Moim wnukom: Bridget, Frankiemu, Richiemu,
Patrickowi, Catherine i Seanowi

Gdybym tylko wiedział to, co wiem teraz, gdy byłem młodszy.

– Rod Stewart

W cytatach uwieczniono mądrość mędrców i doświadczenia wieków.

– Benjamin Disraeli

Spis treści

Podziękowania	11
Wprowadzenie	13
Rozdział 1. Akcjonariusze jako wspólnicy	17
<i>Formalnie jesteśmy korporacją, ale działamy jak wspólnicy¹.</i>	
Rozdział 2. Kultura korporacyjna	20
<i>Trzeba 20 lat, aby zyskać dobre imię, które można stracić w 5 minut. Uświadomienie sobie tego spowoduje, że będziesz zachowywał się inaczej².</i>	
Rozdział 3. Ład korporacyjny	30
<i>W Berkshire członkowie zarządu są traktowani tak samo, jak akcjonariusze³.</i>	
Rozdział 4. Menedżerowie Berkshire	46
<i>Kochają swoje firmy, myślą jak właściciele, cechuje ich prawosć oraz umiejętności⁴.</i>	
Rozdział 5. Komunikacja	51
<i>Jako menedżerowie, Charlie i ja chcemy przekazać naszym właścicielom informacje finansowe oraz komentarze do sprawozdań finansowych, jakie sami chcielibyśmy otrzymać, gdyby sytuacja była odwrotna⁵.</i>	

¹ *Owner-Related Business Principles*, „Berkshire Hathaway Inc. Owner's Manual” 1996.

² Roger Lowenstein, *Buffett: The Making of an American Capitalist*, Random House, New York 1995, s. 111.

³ Warren Buffett, list do akcjonariuszy, Raport roczny Berkshire Hathaway 2004, s. 23.

⁴ Warren Buffett, list do akcjonariuszy, Raport roczny Berkshire Hathaway 1988, s. 13.

⁵ Warren Buffett, list do akcjonariuszy, Raport roczny Berkshire Hathaway 2004, s. 4.

Rozdział 6. Przejęcie Nebraska Furniture Mart	61
<i>Daliśmy pani B czek na 55 mln dol., a ona dała nam swoje słowo. To była ekwiwalentna wymiana⁶.</i>	
Rozdział 7. Przejęcie GEICO	70
<i>Moja ulubiona inwestycja⁷.</i>	
Rozdział 8. Przejęcie General Reinsurance	76
<i>Mark Twain powiedział dawno temu: „Jeśli ktoś spróbuje zanieść kota do domu trzymając go za ogon, zdobędzie doświadczenie niemożliwe do uzyskania w inny sposób”. Gdyby Twain wciąż żył, mógłby spróbować zamknąć firmę, która wyemitowała instrumenty pochodne. Po kilku dniach wybrałby koty⁸.</i>	
Rozdział 9. Ocena i zarządzanie ryzykiem	93
<i>Nie sądz, że straciliśmy apetyt na ryzyko. Nadal jesteśmy gotowi stracić 6 mld dol. na jednej transakcji, jeśli za podjęcie tego ryzyka otrzymalibyśmy odpowiednie wynagrodzenie⁹.</i>	
Rozdział 10. Wynagrodzenie menedżerów	100
<i>W Berkshire stanowią jednoosobowy komitet ds. wynagrodzeń, który ustala uposażenie dyrektorów generalnych około 40 dużych firm. Ile zajmuje mi to czasu? Bardzo mało. Ilu dyrektorów, w ciągu 42 lat istnienia Berkshire, dobrowolnie się z nami rozstało, aby podjąć inną pracę? Żaden¹⁰.</i>	
Rozdział 11. Zarządzanie czasem	107
<i>Od czasu, gdy moja matka ukończyła 80 lat, najważniejsze dla mojej długowieczności jest to, jak długo żyją moi rodzice. Kupiłem jej rower do ćwiczeń oraz zarządziłem ścisłą dietę – i oboje mamy się dobrze¹¹.</i>	
Rozdział 12. Zarządzanie kryzysem	112
<i>(...) Spróbuję postępować jak facet, który nigdy nie spotkał prawnika¹².</i>	

⁶ Warren Buffett, list do akcjonariuszy, Raport roczny Berkshire Hathaway 1984, s. 6.

⁷ Warren Buffett, *The Security I Like Best*, „The Commercial and Financial Chronicle”, 6 grudnia 1951.

⁸ Warren Buffett, list do akcjonariuszy, Raport roczny Berkshire Hathaway 2005, s. 10.

⁹ Warren Buffett, list do akcjonariuszy, Raport roczny Berkshire Hathaway 2006, s. 8.

¹⁰ Warren Buffett, list do akcjonariuszy, Raport roczny Berkshire Hathaway 2006, s. 19.

¹¹ *In His Own Words – Conversation with Charlie Rose*, PBS, 2 maja 2004.

¹² Roger Lowenstein, *Buffett: The Making of an American Capitalist*, Random House, New York 1995, s. 389.

Rozdział 13. Zasady i praktyki zarządzania	124
<i>Proste, znane i nieliczne¹³.</i>	
Rozdział 14. Zachowanie menedżerów na wysokich stanowiskach	162
<i>Wielu dyrektorów generalnych osiąga swoje stanowiska, ponieważ kierują nimi silne instynkty zwierzęce i mają duże ego...</i>	
<i>Gdy ktoś taki jest zachęcany przez swoich doradców do dokonania transakcji, zachowuje się jak nastolatek, namawiany przez ojca do normalnego życia seksualnego. Efekt jest odwrotny do oczekiwanego¹⁴.</i>	
Rozdział 15. Moje błędy	174
<i>Potrafię spojrzeć na każdy miniony rok z punktu widzenia popełnionych przeze mnie błędów. Najbardziej idiotyczny błąd kiedykolwiek przeze mnie popełniony – wciąż jest przede mną¹⁵.</i>	
Rozdział 16. Inwestorzy indywidualni	186
<i>Celem inwestora indywidualnego powinno być nabycie, po rozsądnej cenie, częściowego udziału w firmie, której działalność jest łatwa do zrozumienia, a jej przychody za pięć, dziesięć czy piętnaście lat prawie na pewno wzrosną¹⁶.</i>	
Rozdział 17. Buffett w roli nauczyciela	201
<i>Gdy przemawiam do ludzi w wieku 50–60 lat, oczekują oni, że moje prognozy ich zabawią. Ludzie w wieku 20 lat natomiast, a nawet 25-pięcioletni, pytają o to, co przychodzi im do głowy. Rzecz w tym, że oni słuchają, co oznacza, że można wpłynąć na ich życie¹⁷.</i>	
Rozdział 18. Poczucie humoru i opowieści	212
<i>Jak ujęła to proroczko Mae West: cudownie jest mieć zbyt dużo tego, co dobre¹⁸.</i>	

¹³ Carol J. Loomis, *The Inside Story of Warren Buffett*, „Fortune”, 11 kwietnia 1968.

¹⁴ Warren Buffett, list do akcjonariuszy, Raport roczny Berkshire Hathaway 1994, s. 7.

¹⁵ *In His Own Words – Conversation with Charlie Rose*, PBS, 2 maja 2004.

¹⁶ Warren Buffett, list do akcjonariuszy, Raport roczny Berkshire Hathaway 1996, s. 13.

¹⁷ *In His Own Words – Conversation with Charlie Rose*, PBS, 2 maja 2004.

¹⁸ Warren Buffett, list do akcjonariuszy, Raport roczny Berkshire Hathaway 1993, s. 16.

Aneks A. Warren E. Buffett, historia chronologiczna (wersja skrócona)	219
Aneks B. Berkshire Hathaway Inc., Instrukcja dla właścicieli, zasady biznesowe dotyczące właścicieli, styczeń 1999	227
Aneks C. Berkshire Hathaway Inc., Kodeks postępowania i etyki w biznesie	240
Aneks D. 23 lipca 2008, Informacja dla menedżerów Berkshire Hathaway	249
Aneks E. Berkshire Hathaway Inc., Zasady ładu korporacyjnego, uzupełnione 27 lutego 2006	252
Aneks F. Wartość rzeczywista	258
Aneks G. Superinwestorzy z wioski Grahama i Dodda	261
Aneks H. Wyniki korporacyjne Berkshire vs. S&P 500	275
Aneks I. Akcje zwykłe Berkshire Hathaway – wartość na koniec roku	278

Podziękowania

W sposób niezamierzony pomysł na książkę narodził się w kwietniu 2006 roku, po przedstawieniu przeze mnie Judith Schwartz, dyrektorowi wykonawczemu Instytutu Kształcenia Ustawicznego (Lifelong Learning Institute), działającego w ramach Uniwersytetu Waszyngtona w St. Louis, pisemnej propozycji zajęć poświęconych Warrenowi Buffettowi. Zamiast wrzucić mój list do kosza, pani Schwartz przekazała go Harry'emu Estillowi. Po kilku roboczych spotkaniach z Harry'm oraz Butchem Sterbenzem, program zajęć był gotowy. Dziękuję Charliemu Moore'owi z Instytutu za poparcie i pomoc. Dziękuję wszystkim wymienionym osobom za okazane zainteresowanie i wsparcie, Instytutowi za znakomite warunki prowadzenia zajęć, a jego kierownictwu i wolontariuszom za niezwykle wkład w kształcenie osób dorosłych w St. Louis.

Dziękuję wielu uczestnikom prowadzonych przeze mnie zajęć w ciągu minionych trzech lat. Ich entuzjazm i uczestnictwo zasłużyły na najwyższą ocenę. Ostatniego dnia zajęć, wspólnie ucztowaliśmy przy stole zastawionym butelkami Cherry Coke, czekoladkami See's oraz deserami Dairy Queen – ulubionymi przez Warrena. Wszyscy świetnie się bawili.

Dziękuję Bobowi Shirrellowi, Alice Aslin, Bobowi Leggato i Bobowi Leonardo za przeczytanie pierwszej wersji książki. Mam szczęście, że podpisałem umowę z wydawnictwem John Wiley & Sons i współpracowałem ze znakomitym zespołem, zwłaszcza z Debrą Englander, Adrianną Johnson, Judy Howarth oraz Mary Daniello. Musieli oni współpracować z początkującym autorem, bez żadnego doświadczenia wydawniczego. Dziękuję także Emmie Harris za jej niezmordowaną pracę w celu przygotowania wstępnej elektronicznej wersji maszynopisu oraz Carrie Kizer, asystentce Warrena, która zawsze szybko odpisywała na moje e-maile.

Na koniec składam podziękowania Warrenowi za czas, jaki miał dla mnie oraz niezwykle wielkoduszne wsparcie w minionych trzech latach. Na każdy e-mail wysłany do niego, a dotyczący moich wykładów lub książki, otrzymywałem szybką odpowiedź, zazwyczaj następnego dnia. Za każdym razem znajdował dla mnie czas, za co zawsze będę mu wdzięczny.

Wprowadzenie

Większość książek o Warrenie Buffecie skupia się na jego filozofii inwestowania oraz na tym, jak inni mogą inwestować w podobny sposób. Gdy jestem pytany: „Jak powinienem inwestować na wzór Warrena Buffetta?” – odpowiadam wprost: Kup akcje Berkshire klasy A lub klasy B. W swoim liście z 1987 roku skierowanym do posiadaczy akcji Berkshire, Buffett także doradzał: „Jeśli ktoś chce mieć udziały w inwestycjach Berkshire, powinien kupić akcje Berkshire. Może jednak takie postępowanie jest zbyt proste”¹. Buffett powiada też, że większość inwestorów indywidualnych powinna korzystać z oferty funduszy indeksowych, ponieważ opłaty w ich przypadku są niskie, a ponadto osiągają one lepsze wyniki niż osoby zawodowo zarządzające funduszami inwestycyjnymi. Aby to udowodnić, w styczniu 2008 roku Buffett założył się z menedżerami funduszu hedgingowego Protege Partners, że w okresie następnych 10 lat wyniki typowanych przez nich funduszy nie pobiją indeksu S&P 500 (każda ze stron zakładu ułokowała w inwestycjach około 320 tys. dol., a osiągnięte dochody zostaną przekazane organizacji charytatywnej wskazanej przez zwycięzcę). Dyrektor zarządzający Protege skomentował: „Szczęśliwie dla nas, musimy pobić indeks S&P 500, a nie Buffetta”².

W minionych trzech latach prowadziłem zajęcia o Buffecie w Instytucie Kształcenia Ustawicznego Uniwersytetu Waszyngtona w St. Louis. A wszystko zaczęło się w kwietniu 2006 roku wysłaniem listu do Buffetta, w którym informowałem, że przygotowuję takie wykłady. Po czterech dniach otrzymałem odpowiedź – Buffett przesłał słowa zachęty oraz wsparcia. List bardzo mnie ucieszył, nie bardziej jednak niż jedną z moich współpracownic, która oprawiła list w ramkę i powiesiła

¹ Warren Buffett, list do akcjonariuszy, Raport roczny Berkshire Hathaway 1987, s. 22.

² Carol J. Loomis, *Buffett's Big Bet*, „Fortune”, 9 czerwca 2008.

na ścianie w moim biurze. Od tego czasu Buffett i ja regularnie wymienialiśmy e-maile o planowanych wykładach. W styczniu 2007 roku, na zaproszenie Buffetta, odbyłem podróż do Omaha. Spotkałem się z nim w jego biurze. Choć niezwykle zajęty, zawsze znajdował dla mnie czas.

Ta książka różni się od innych poświęconych Buffettowi. Nie omawia jego filozofii inwestowania ani tego, jak inni mogą go naśladować. Przedstawia za to zasady i praktyki zarządzania w biznesie stosowane przez Buffetta: jego sposób komunikowania się z pracownikami i akcjonariuszami oraz sposób, w jaki ich traktował – sprawiedliwy i uczciwy; odpowiedzialny ład korporacyjny; etyczne zachowanie; cierpliwość i wytrwałość; przyznawanie się do błędów; pasję w pracy; znajdowanie zadowolenia z pracy i poczucie humoru. Czy tego wszystkiego można się nauczyć od jednego człowieka? Moim zdaniem, tak. Są ludzie tak wyjątkowi, niezwykli, że nie sposób ich opisać słowami. Geniusz Buffetta tkwi w jego charakterze. Jego prawość jest niezrównana. Jego cierpliwość, dyscyplina oraz rozsądek są zadziwiające.

Z modelem zarządzania w biznesie, który nazywam modelem Buffetta/Berkshire Hathaway, powinni zapoznać się wszyscy menedżerowie na kierowniczych stanowiskach, przedsiębiorcy oraz studenci uczelni biznesowych. Akcjonariusze, pracownicy, opinia publiczna – wszyscy oni mogą skorzystać w wyniku stosowania zasad zarządzania Buffeta oraz powielania jego zachowania, cechującego się bezpośredniością, naturalnością i szczerością. Idee oraz filozofia życia Buffetta przeżyją go o wiele lat. Jeśli sprowadzimy je do ich istoty, efektywne zarządzanie w biznesie na wzór Warrena Buffetta jest oczywiste i proste. On sam określa swoje zasady postępowania w biznesie jako „proste, znane i nieliczne”³.

Jak ujął to Charlie Rose: „Po roku rozmów z kimś w różnych miejscach, dowiadujesz się, dlaczego ten ktoś zachowuje się tak, a nie inaczej. Jakie ma się wrażenie po rozmowach z Warrenem Buffettem? Rozumie się jego pasję w stosunku do Berkshire, pasję w relacjach z przyjaciółmi, pasję w pracy oraz pasję cieszenia się życiem. On rzeczywiście żyje pełnią życia”⁴.

³ Carol J. Loomis, *The Inside Story of Warren Buffett*, „Fortune”, 11 kwietnia 1968.

⁴ *In His Own Words – Conversations with Charlie Rose*, PBS, 2 maja 2004.

Książka stanowi w dużym stopniu opracowanie słów Buffetta, uważnie wybranych, z podziałem na zagadnienia, z jego listów do akcjonariuszy Berkshire Hathaway, pisanych na przestrzeni trzech dekad (1977–2008). Największą trudność sprawiło mi zdecydowanie, jakich słów Buffetta nie umieścić w książce. Zdecydowanie zachęcam do przeczytania tych listów w całości. Można je łatwo odszukać na stronie internetowej Berkshire Hathaway. Ponadto sugeruję przeczytanie książki *Inteligentny inwestor* Benjamina Grahama⁵. Mam nadzieję, że książka dostarczy wiedzy oraz inspiracji do tego, aby być lepszym menedżerem.

⁵ Benjamin Graham *Inteligentny inwestor*, tłum. Dariusz Bakalarz i Radosław Madejski, Studio EMKA, Warszawa 2007 – *przyp. tłum.*

ROZDZIAŁ 1

Akcjonariusze jako wspólnicy

Formalnie jesteśmy korporacją, ale działamy jak wspólnicy. Charlie Munger i ja traktujemy naszych akcjonariuszy jak właścicieli-wspólników, a siebie jak wspólników zarządzających. (...) Nie postrzegamy firmy jako właściciela naszych aktywów biznesowych, ale raczej jako instrument, za pomocą którego nasi akcjonariusze są właścicielami tych aktywów¹.

Dyrektorzy generalni muszą uznać zarządzanie za swój styl życia, a właścicieli traktować jak wspólników, a nie jak frajerów. Nadszedł czas, aby szefowie firm sami przestrzegali głoszonych przez siebie zasad².

– Warren Buffett

Zarówno Charlie, jak i ja, mamy nadzieję, że nie myślisz o sobie wyłącznie jako o posiadaczu kartki papieru, której cena zmienia się każdego dnia i którą możesz sprzedać, gdy jakieś ekonomiczne czy polityczne zdarzenie zakłóci ci spokój ducha. Mamy natomiast nadzieję, że postrzeżasz siebie jako właściciela części firmy, z którą będziesz związany na zawsze, tak jak w przypadku posiadania farmy lub bloku mieszkalnego w spółce z członkami twojej rodziny. Jeśli chodzi o nas, nie postrzegamy wspólników Berkshire jak bezimienny, ciągle zmieniający się tłum, ale raczej jak wspólników w ryzykownym przedsięwzięciu, którzy powierzyli nam swoje pieniądze być może na całe życie.

Fakty potwierdzają, że większość akcjonariuszy Berkshire akceptuje ideę bycia wspólnikami przez długi okres. Tylko niewielka część ak-

¹ *Owner-Related Business Principles*, „Berkshire Hathaway Inc. Owner's Manual” 1996.

² Warren Buffett, list do akcjonariuszy, Raport roczny Berkshire Hathaway 2002, s. 21.

cji Berkshire, w porównaniu z innymi amerykańskimi korporacjami, zmienia właściciela każdego roku, nawet gdy nie uwzględnę się akcji posiadanych osobiście przeze mnie.

W efekcie wspólnicy Berkshire mają do posiadanych akcji taki sam stosunek, jaki Berkshire ma wobec firm, w które zainwestował. Jako właściciele na przykład Coca-Coli czy Gillette, traktujemy Berkshire jak wspólnika niezarządzającego w tych dwóch niezwykle firmach, przy czym miarą naszego sukcesu jest długookresowy rozwój obu firm, a nie zmiany cen ich akcji w ujęciu miesięcznym. Prawdę powiedziawszy, byłoby nam obojętne, gdyby w okresie kilku lat akcje tych firm nie były przedmiotem obrotu giełdowego. Jeśli nasze oczekiwania długofalowe są racjonalne, krótkookresowe zmiany cen akcji nie mają dla nas znaczenia, poza sytuacjami, gdy stwarzają okazję zwiększenia naszego udziału po atrakcyjnej cenie.

Charlie i ja nie możemy gwarantować ci jako akcjonariuszowi wyników. Możemy jednak zagwarantować, że twoje powodzenie finansowe będzie ściśle związane z naszym własnym – tak długo, jak długo będziesz chciał być naszym wspólnikiem. Nie interesują nas wysokie pensje czy opcje, ani inne sposoby uzyskania „przewagi” nad akcjonariuszami. Chcemy zarabiać wtedy, kiedy zarabiają także nasi wspólnicy – i to dokładnie w tych samych proporcjach. Co więcej, gdy popełnię głupstwo, akcjonariusze powinni znaleźć pocieszenie w tym, że moja finansowa strata jest proporcjonalna do ich finansowego bólu³.

W Berkshire wierzymy, że pieniądze należące do firmy są pieniędzmi należącymi do właścicieli, jak w przypadku korporacji, których akcje są posiadane tylko przez kilku akcjonariuszy, czy spółek cywilnych bądź firm mających jednego właściciela⁴.

Coś możemy jednak obiecać akcjonariuszom – wraz z innymi niewielkimi korzyściami. Dopóki pozostaniesz współwłaścicielem Berkshire, bę-

³ *Owner-Related Business Principles*, „Berkshire Hathaway Inc. Owner’s Manual” 1996.

⁴ Warren Buffett, list do akcjonariuszy, Raport roczny Berkshire Hathaway 1993, s. 19.

dzie powodzić ci się równie dobrze, jak Charliemu oraz mnie. Gdy akcjonariusze ponoszą straty, my także tracimy; gdy my osiągamy zyski, oni także zyskują. Ten związek jest trwały i nie naruszymy go żadnym załatwieniem sobie wynagrodzenia, które zapewni nam większy udział w czasach hossy niż bessy.

Ponadto obiecujemy, że nasze osobiste kapitały będą w ogromnej większości ulokowane w akcjach Berkshire. Nie proponujemy naszym akcjonariuszom, aby zainwestowali w Berkshire, po czym sami ulokujemy nasze pieniądze gdzieś indziej. Powinniśmy dodać, że akcje Berkshire stanowią dominującą część portfeli inwestycyjnych zarówno większości członków naszych rodzin, jak i wielu przyjaciół, którzy należeli do spółek cywilnych zarządzanych przeze mnie i Charliego w latach 60. XX wieku. Trudno o lepszą motywację do osiągnięcia jak najlepszych wyników⁵.

Naszym głównym celem jest maksymalizacja korzyści osiąganych przez wszystkich akcjonariuszy Berkshire. To oznacza, że staramy się także minimalizować korzyści osiągane przez niektórych akcjonariuszy kosztem innych. Takie same cele mielibyśmy kierując rodzinną spółką cywilną, wierzymy bowiem, że te same zasady obowiązują menedżera spółki akcyjnej, co menedżera firmy rodzinnej. W spółce cywilnej uczciwość wymaga, aby interesy partnera były traktowane sprawiedliwie zarówno wtedy, gdy staje się on współnikiem, jak i wówczas, gdy opuszcza spółkę. Z kolei w przypadku spółki akcyjnej sprawiedliwe jest dopasowanie rynkowej ceny akcji do jej rzeczywistej wartości. Oczywiście taka sytuacja idealna zdarza się nieczęsto, niemniej menedżer – podejmując decyzje oraz komunikując się – może zrobić dużo w celu jej osiągnięcia⁶.

⁵ Warren Buffett, list do akcjonariuszy, Raport roczny Berkshire Hathaway 1994, s. 2.

⁶ Warren Buffett, list do akcjonariuszy, Raport roczny Berkshire Hathaway 1996, s. 2.

ROZDZIAŁ 2

Kultura korporacyjna

Dlaczego większa liczba firm oraz inwestorów nie naśladuje Berkshire Hathaway? To dobre pytanie. Nasze działania sprawdziły się. Spójrzcie, jaką mamy frajdę – Warren i ja, nasi menedżerowie oraz akcjonariusze. Więcej ludzi powinno nas naśladować. To nie jest trudne, choć może tak wyglądać, ponieważ postępujemy nietypowo – inaczej niż większość. Mamy niskie koszty stałe, nie określamy kwartalnych celów i nie tworzymy kwartalnych budżetów, nie mamy działu personalnego, a nasza strategia inwestowania jest dużo bardziej wybiórcza niż w przypadku innych inwestorów. Kierujemy się prostymi zasadami i zdrowym rozsądkiem¹.

– Charlie Munger

Priorytetem dla nas wszystkich jest gorliwa dbałość o dobre imię Berkshire. Nie jesteśmy doskonali, ale możemy dążyć do doskonałości (...) Stać nas na ponoszenie strat – możemy stracić nawet dużo pieniędzy. Nie stać nas jednak na utratę dobrego imienia – nawet krztyny dobrego imienia. Każde działanie musi być oceniane nie tylko pod względem jego legalności, ale także tego, co chcielibyśmy przeczytać o nas samych na pierwszej stronie ogólnokrajowej gazety w artykule napisanym przez niechętnego wobec nas, ale bystrego dziennikarza².

– Warren Buffett

Sądzę, że wszędzie w Berkshire mamy właściwą kulturę korporacyjną. Mam nadzieję, że wszędzie. Tego chcemy i decyduje o tym bardziej kultura niż instrumenty kontroli. Gdy firma ma właściwą kulturę korporacyjną, zasady mogą być dość proste³.

– Warren Buffett

¹ Charles T. Munger, *Poor Charlie's Almanack: The Wit and Wisdom of Charles T. Munger*, ed. Peter D. Kaufman, Donning Company Publishers, Virginia Beach 2005.

² Warren Buffett, informacja dla menedżerów Berkshire Hathaway, 23 lipca 2008.

³ *In His Own Words – Conversations with Charlie Rose*, PBS, 2 maja 2004.

Zadzwoń do Warrena

Naszym od dawna deklarowanym celem jest bycie dla firm „kupcem z wyboru” – dotyczy to zwłaszcza firm stworzonych i posiadanych przez rodziny. Aby to osiągnąć, trzeba na to zasłużyć. A to oznacza dotrzymywanie składanych obietnic; unikanie zadłużania przejętych firm; zapewnienie menedżerom niespotykanej gdzie indziej samodzielności oraz zachowanie udziałów w przejętych firmach zarówno w dobrych, jak i w złych czasach (choć wolimy czasy dobre i bardzo dobre).

Historia naszych działań dowodzi zgodności deklaracji z czynami. Większość inwestorów konkurujących z nami przy zakupie firm postępuje jednak inaczej. Traktują oni przejmowane firmy jak „towar”. Atrament na kontraktach zakupu nie zdąży jeszcze wyschnąć, a oni już rozważają „strategie wyjścia”. Z tego powodu w przypadku osób sprzedających firmy, które naprawdę mają na sercu ich przyszłość, to my mamy zdecydowaną przewagę.

Jakiś czas temu wspomniani, konkurencyjni inwestorzy byli określani mianem „specjalistów od wykupu kredytowanego”. Z czasem jednak zyskali oni złą sławę. Odwołując się do Orwellowskiej tradycji nowomowy, inwestorzy ci postanowili zmienić swój przydomek. Nie zmienili jednak głównych zasad swego postępowania, takich jak pobieranie uwielbianych przez nich opłat czy zamiłowanie do zadłużania firm.

Nowa nazwa tych inwestorów to „prywatne fundusze inwestycyjne”, przy czym sama nazwa stanowi zaprzeczenie faktów. Przejęcie firm przez te fundusze prawie w każdym przypadku prowadzi do gwałtownego zmniejszenia udziału kapitału własnego w strukturze kapitału przejętej firmy w porównaniu ze stanem sprzed akwizycji. Znaczna liczba tak przejętych firm obecnie znajduje się w śmiertelnym niebezpieczeństwie z powodu długów zaciągniętych przez fundusze inwestycyjne. Za każdego dolara długu bankowego można obecnie uzyskać mniej niż 70 centów, a dług sektora publicznego znajduje się w jeszcze gorszej sytuacji. Należy dodać, że prywatne fundusze inwestycyjne nie spieszą się z dokapitalizowaniem kontrolowanych przez nie firm, mimo

że te ostatnie bardzo tego potrzebują. W zamian, fundusze traktują swoje kapitały jako b a r d z o prywatne kapitały⁴.

Gdy zawiedziemy, nie szukamy wymówek. Charlie oraz ja jesteśmy w idealnej sytuacji. Przede wszystkim mamy wsparcie niewiarygodnej grupy ludzi, którzy na co dzień zarządzają firmami, w których Berkshire ma udziały. Gdyby istniał korporacyjny odpowiednik bejsbolowego „holu sławy”, na liście sław bez wątpienia znalazłoby się wielu naszych dyrektorów generalnych. Jeśli Berkshire spotka niepowodzenie, to nie oni będą temu winni.

Ponadto nasi menedżerowie mają rzadko spotykaną swobodę w podejmowaniu decyzji. Zwykle większość firm ma narzucone formalne ograniczenia. Na przykład zdarza się, że z powodów historycznych jakaś firma kontynuuje działalność w branży, która obecnie oferuje ograniczone możliwości osiągnięcia zysku. Często zdarza się, że akcjonariusze firmy wywierają presję na kierownictwo firmy, aby dostosowało ono swoje decyzje do oczekiwań Wall Street. Wielu szefów firm nie godzi się na to, wielu jednak ulega presji i podejmuje decyzje zarówno o charakterze operacyjnym, jak i dotyczące alokacji kapitału pod presją.

W przypadku Berkshire ani względy historyczne, ani żądania właścicieli nie przeszkadzają w procesie inteligentnego podejmowania decyzji. Gdy Charlie i ja popełniamy błędy, są to – odwołując się do tenisowego żargonu – błędy niewymuszone⁵.

Niewielu prezesów spółek akcyjnych działa w podobnych warunkach. Wynika to przede wszystkim z oczekiwań właścicieli, nastawionych na cele i dochody w krótkim okresie. W przypadku Berkshire, akcjonariuszy – którzy pozostaną nimi przez kilka dziesięcioleci – cechuje najdłuższy horyzont inwestowania spośród wszystkich spółek akcyjnych. Co więcej, większość naszych akcji znajduje się w rękach inwestorów, którzy zamierzają je posiadać aż do śmierci. Z tego powodu możemy

⁴ Warren Buffett, list do akcjonariuszy, Raport roczny Berkshire Hathaway 2008, s. 7.

⁵ Warren Buffett, list do akcjonariuszy, Raport roczny Berkshire Hathaway 2003, s. 3.

stawiać prezesom naszych firm cel maksymalizacji wartości w długim okresie, zamiast celu maksymalizacji dochodu w najbliższym kwartale. Oczywiście nie lekceważymy bieżących wyników firm kontrolowanych przez Berkshire – w większości przypadków są one bardzo ważne – jednak nigdy nie przedkładamy ich nad budowanie coraz większej przewagi konkurencyjnej⁶.

Ma dla nas znaczenie, czy właściciel sprzedawanej firmy troszczy się o to, komu sprzedaje. Lubimy zawrzeć transakcję z kimś, kto obdarza swoją firmę uczuciem i nie jest zainteresowany wyłącznie pieniędzmi uzyskanymi ze sprzedaży (choć oczywiście rozumiemy, dlaczego to także jest ważne dla sprzedającego). Emocjonalny stosunek do firmy wskazuje, że w jej działaniu zakodowane są pewne pozytywne czynniki, takie jak: uczciwa księgowość, duma z oferowanego produktu, szacunek dla klientów oraz grupa lojalnych pracowników połączonych poczuciem wspólnej misji. Zasad ta sprawdza się także w przeciwnej sytuacji. Gdy właściciel firmy ogłasza aukcję, nie wykazując zainteresowania dalszym rozwojem wydarzeń, często okazuje się, że wyniki firmy zostały upiększone na użytek sprzedaży, zwłaszcza gdy sprzedający jest „specjalistą od finansów”. Gdy właściciel nie okazuje szacunku ani wobec swojej firmy, ani pracowników, takie postępowanie często zatruwa morale oraz zachowania w całej firmie.

Jeśli znakomita firma jest efektem niezmordowanej pracy i wyjątkowego talentu jednego lub kilku pokoleń jej założycieli, powinno im zależeć, w czyje ręce ona trafi i czy tradycja będzie podtrzymywana. Charlie i ja wierzymy, że pod tym względem Berkshire stanowi dla właścicieli sprzedających swoje firmy unikalne miejsce. Traktujemy nasze zobowiązania wobec założycieli niezwykle poważnie, a struktura własności w Berkshire zapewnia, że możemy spełnić złożone obietnice.

O ileż lepsza jest sytuacja „malarza” firmy o nazwie Rembrandt, gdy może osobiście wybrać swój stały dom, aniżeli gdy spadkobiercy czy zarządzający funduszem powierniczym sprzedają ją na aukcji. Wiele lat w biznesie pozwoliło nam nabyć ogromne doświadczenie w relacjach

⁶ Warren Buffett, list do akcjonariuszy, Raport roczny Berkshire Hathaway 1998, s. 7.

z tymi, którzy wyznają podobny pogląd i tak właśnie postępują z firmami, które stworzyli. Aukcjami niech zajmują się inni⁷.

Sądzę, że mamy dużo większe szanse zachowania naszej kultury korporacyjnej niż jakakolwiek inna znana mi firma. Rada nadzorcza Berkshire w pełni akceptuje naszą kulturę korporacyjną. Prawie wszyscy spośród jej członków są właścicielami dużych firm. Znają efekty stosowania tej kultury. 70 menedżerów w 76 firmach pracuje dla nas. Przyłączyli się do nas z powodu naszej kultury korporacyjnej. Oni także znają efekty przestrzegania tej kultury. Z kolei nasi akcjonariusze zapoznali się z kulturą korporacyjną Berkshire dzięki raportom rocznym oraz udziałowi w corocznych walnych zgromadzeniach akcjonariuszy. Nasza kultura organizacyjna jest głęboko zakorzeniona. Jeśli ktoś chciałby ją nadużyć, nie zagrzałby miejsca w Berkshire, a ponadto osobiście nie dałbym takim ludziom spokoju⁸.

Właściciele sprzedawanych firm świadomie wybierają nas jako nabywców. To naprawdę jest tak proste, ponieważ oni dobrze wiedzą, w czyje ręce firma przechodzi. Wiedzą, dokąd się wybierają. Mają przekonanie, że obraz zostanie powieszony w domu, na właściwym miejscu, że nie trafi do piwnicy, i oczywiście wiedzą, że do głowy nam nie przyjdzie, aby kazać komuś go zamalować⁹.

Nie stosujemy wrogich przejęć. Gwarantujemy absolutną poufność i szybkie udzielenie odpowiedzi – zwyczajowo w ciągu pięciu minut powiemy, czy jesteśmy zainteresowani kupieniem firmy. (W przypadku H.H. Brown nie potrzebowaliśmy nawet pięciu minut). Wolimy płacić w gotówce, niemniej jesteśmy gotowi rozważyć emisję akcji, gdy rzeczywista wartość kupowanej firmy odpowiada temu, co wnosi do niej Berkshire¹⁰.

⁷ Warren Buffett, list do akcjonariuszy, Raport roczny Berkshire Hathaway 2000, s. 7.

⁸ *Ask Warren*, CNBC Squawk Box Program, 3 marca, 2008.

⁹ *Warren Buffett: Woodstock for Capitalists*, DVD, produkcja i reżyseria Ian Darling.

¹⁰ Warren Buffett, list do akcjonariuszy, Raport roczny Berkshire Hathaway 1991, s. 10.

W odróżnieniu od wielu innych inwestorów, Berkshire nie ma „strategii wyjścia”. Kupujemy firmy, aby je mieć. Mamy za to strategię wejścia, polegającą na poszukiwaniu firm amerykańskich i zagranicznych, które spełniają sześć naszych kryteriów i mogą być kupione za cenę, zapewniającą rozsądny zwrot z inwestycji. Jeśli ktoś ma taką firmę, proszę do mnie zadzwonić. Jak pełna nadziei nastolatka, będę czekał na telefon¹¹.

Czasami twoi współpracownicy powiedzą, że „każdy to robi”. Takie rozumowanie jest prawie zawsze niewłaściwe, jeśli ma stanowić uzasadnienie dla podjęcia działania w biznesie. I jest całkowicie nieakceptowalne w odniesieniu do decyzji o charakterze etycznym. Zawsze, gdy ktoś wypowiada te słowa jako uzasadnienie, w rzeczywistości stwierdza, że nie potrafi podać właściwego powodu. Jeśli ktoś poda ci takie wyjaśnienie, odpowiedz, aby wypróbował taką odpowiedź na dziennikarzu lub sędzim i obserwował, jakie będą skutki¹².

Nasza kultura korporacyjna jest staromodna, tak jak staromodne były zasady Bena Franklina czy Andrew Carnegiego. Czy potrafisz wyobrazić sobie Carnegiego zatrudniającego konsultantów? Zdumiewające, jak dobrze te zasady wciąż się sprawdzają. Wiele firm, które przejmujemy, to biznesy nieco dziwaczne i staromodne, jak nasz.

W przypadku wielu naszych akcjonariuszy, akcje Berkshire są jedyne, jakie posiadają – i mamy pełną tego świadomość. Nasza kultura (zachowawcza) jest ugruntowana. Berkshire jest niezwykle mocny finansowo. Jesteśmy bardziej odporni na nieszczęścia niż większość firm. Nie podejmujemy ryzyka, które inni mogliby uznać za dozwolone¹³.

¹¹ Warren Buffett, list do akcjonariuszy, Raport roczny Berkshire Hathaway 2005, s. 6.

¹² Warren Buffett, informacja dla menedżerów Berkshire Hathaway, 23 lipca 2008.

¹³ Charles T. Munger, *Poor Charlie's Almanack: The Wit and Wisdom of Charles T. Munger*, ed. Peter D. Kaufman, Donning Company Publishers, Virginia Beach 2005.

Kilka refleksji o sprzedaży firmy¹⁴

Szanowny,

Chciałbym podzielić się kilkoma refleksjami dotyczącymi naszej niedawnej rozmowy.

Większość właścicieli firm rozwija je przez znaczną część swego życia. Dzięki doświadczeniu zdobytemu w prowadzeniu określonej działalności, doskonałą oni umiejętności w zakresie sprzedaży, zakupów, doboru pracowników itd. Nauka nigdy się nie kończy, a błędy popełnione w jednym roku często pozwalają rozwinąć umiejętności i osiągnąć większy sukces w latach następnych.

Tylko raz w życiu właściciele-menedżerowie sprzedają swoją firmę – przy czym często towarzyszą temu emocje oraz presja z różnych stron. Presję mogą wywierać pośrednicy, których wynagrodzenie jest uzależnione od sfinalizowania sprzedaży, niezależnie od skutków transakcji dla kupującego i sprzedającego. Ponieważ decyzja ma dla właściciela tak duże znaczenie, zarówno finansowe, jak i osobiste – możliwość popełnienia błędu raczej wzrasta niż maleje. Błędy popełnione w trakcie takiej, jedynej w życiu, transakcji sprzedaży firmy są nieodwracalne.

Cena jest ważna, często jednak nie stanowi decydującego aspektu sprzedaży. Firma prowadzona przez pana i rodzinę jest niezwykle, jedyna w swoim rodzaju w branży – i każdy kupujący pozna się na tym. Wartość firmy z upływem czasu będzie wzrastała. Co oznacza, że jeśli nie sprzeda pan swej firmy teraz, prawdopodobnie otrzyma pan za nią lepszą cenę w przyszłości. Mając tę wiedzę, ma pan silną pozycję przetargową i może bez zbędnego pośpiechu wybrać pożądanego kupca.

Jeśli zdecyduje się pan na sprzedaż, sądzę, że Berkshire Hathaway ma z pana punktu widzenia pewne zalety w porównaniu z większością kupujących. Praktycznie wszystkich kupujących można podzielić na dwie grupy:

- 1) Jest to firma położona w innym miejscu niż pańska, ale działająca w tej samej lub podobnej branży. Jej menedżerowie – niezależnie od złożonych obietnic – będą przekonani, że wiedzą lepiej od pana, jak zarządzać pana firmą i wcześniej czy później będą chcieli „pomóc”, angażując się w działania operacyjne. Jeśli pana rodzinny biznes

¹⁴ Tekst ten stanowi zredagowaną wersję listu, jaki wysłałem jakiś czas temu do kogoś, kto dał do zrozumienia, że chciałby sprzedać swoją firmę rodzinną. Zamieszczam go, ponieważ zawiera on treści, jakie chciałbym przekazać innym potencjalnym sprzedającym. W.E.B.

zostanie przejęty przez dużą firmę, będzie w niej wielu menedżerów, ściągniętych do pracy między innymi dzięki obietnicy, że kiedyś będą zarządzali przejętymi firmami. Każdy ma swoje własne metody zarządzania i niezależnie od tego, że pana firma historycznie ma lepsze wyniki niż firma przejmująca, ludzka natura weźmie górę i dojdą oni do przekonania, że ich metody są lepsze. Zarówno pan, jak i członkowie pana rodziny, zapewne macie przyjaciół, którzy sprzedali swoje biznesy większym firmom i przypuszczam, że potwierdzą oni tę tendencję spółek-matek do przejmowania kontroli operacyjnej nad spółkami zależnymi, zwłaszcza gdy spółka-matka zna daną branżę lub sądzi, że zna.

- 2) Jest to cwaniacka firma finansowa, zawsze posługująca się dużą ilością pożyczonych pieniędzy, która od początku zamierza albo wprowadzić przejętą firmę na giełdę, albo sprzedać ją innej korporacji przy najbliższej korzystnej okazji. Często jedynym wkładem takiego kupującego w przejętą firmę będzie zmiana metod księgowania na takie, które sztucznie zwiększą jej dochody tuż przed jej zbyciem. Złączam niedawno opublikowany artykuł o takich transakcjach, które stają się coraz popularniejsze ze względu na hossę na giełdzie i dużą ilość dostępnego kapitału.

Jeśli jedynym motywem obecnych właścicieli jest pozyskanie gotówki i pozbycie się posiadanej firmy – a wielu sprzedających tak właśnie postępuje – każdy z opisanych kupujących będzie dobrym wyborem. Jeśli jednak firma sprzedającego stanowi dorobek życia i integralną część jego osobowości, wręcz jest dla niego sensem życia, wówczas żaden z opisanych kupujących nie będzie dobrym wyborem.

Berkshire stanowi inny rodzaj kupującego – i pod tym względem jesteśmy unikalni. Przejmujemy firmy, aby je mieć, nie zatrudniamy jednak ani nie zamierzamy zatrudniać w Berkshire ludzi, którzy zarządzaliby naszymi spółkami. Każda z naszych spółek ma ogromną niezależność w zakresie zarządzania. W większości przypadków menedżerowie naszych najważniejszych firm nigdy nie byli w Omaha i nie spotkali się ze sobą. Gdy przejmujemy firmę, sprzedający nadal nią kierują – i to my dostosowujemy się do ich metod zarządzania, a nie odwrotnie.

Nikomu – ani członkom naszych rodzin, ani ostatnio zatrudnionym pracownikom z tytułem MBA, etc. – nie obiecaliśmy, że będą mieli szansę kierowania firmą kupioną przez nas od właścicieli-menedżerów. I taka obietnica nigdy nie padnie.

Wie pan o naszych niektórych ostatnich akwizycjach. Załączam listę osób, od których Berkshire w całej swej historii kupił firmy, zachęcając do zapytania ich, czy kiedykolwiek nie dotrzymaliśmy złożonych obietnic. W szczególności namawiam pana do kontaktu z tymi nielicznymi, których firmy nie osiągnęły sukcesu, co pozwoli panu upewnić się, jak postępujemy w takich przypadkach.

Każdy zainteresowany kupnem pana firmy powie, że chce, aby nadal pan nią kierował – i jeśli jest zdrowy na umyśle, tak rzeczywiście sądzi. Zdecydowana jednak większość kupujących, z podanych powodów, zachowa się inaczej niż wcześniej obiecywała. My natomiast zrobimy dokładnie to, co obiecaliśmy, z dwóch powodów: ponieważ złożyliśmy obietnicę i ponieważ to nam się opłaca w celu osiągnięcia jak najlepszych wyników przez przejętą firmę.

Takie podejście wyjaśnia, dlaczego chcielibyśmy, aby członkowie pana rodziny zajmujący stanowiska operacyjne zachowali 20% udziału w firmie. My chcemy mieć 80% udziału, ponieważ taki udział pozwala nam dokonać konsolidacji dochodów dla celów podatkowych, co jest dla nas istotne. Równie ważne jest jednak to, aby członkowie rodziny zarządzający firmą nadal należeli do grupy właścicieli. Mówiąc wprost, nasza decyzja o przejęciu firmy zależy od tego, czy kluczowi członkowie obecnego kierownictwa nadal będą nią zarządzali jako nasi partnerzy. Formalne umowy tego nie zagwarantują. Polegamy na pana słowie.

W mojej gestii znajduje się alokacja kapitału oraz wybór prezesa wraz z ustaleniem jego wynagrodzenia. Wszystkie inne decyzje osobowe, strategię działania, etc. należą do niego. Niektórzy menedżerowie w Berkshire omawiają ze mną niektóre ze swoich decyzji; inni tego nie robią. Zależy to od ich osobowości, ale także – w jakimś stopniu – od ich osobistych relacji ze mną.

Jeśli chciałby pan sprzedać swoją firmę Berkshire, zapłacimy w gotówce. Pana firma nie zostanie wykorzystana jako zabezpieczenie dla pożyczki zaciągniętej przez Berkshire. W transakcji sprzedaży nie wezmą udziału pośrednicy.

Co więcej, proszę się nie obawiać, że transakcja sprzedaży zostanie upubliczniona, po czym kupujący wycofa się lub zasugeruje zmianę warunków (oczywiście oferując przeprosiny i stwierdzając, że winne są banki, prawnicy, czy zarządy). Ponadto będzie wiedział pan dokładnie z kim negocjuje i podpisuje umowę. Nie dojdzie do sytuacji, w której kto inny podpisze z panem umowę, a kto inny po kilku latach będzie pana sze-