

Wstęp

W 1999 r., kiedy zaczynaliśmy pisać pierwsze wydanie tej książki, inwestowanie w wartość w formie, jaką zapoczątkowali Benjamin Graham i David Dodd, a następnie rozwinęli ich następcy, było określane jedynie jako metoda doboru akcji. Środowisko akademickie związane z finansami przez 30 lat opierało się na teorii efektywnych rynków (EMT), która odrzucała możliwość ciągłego skutecznego aktywnego inwestowania. Boom na giełdzie wywołany pierwszą bańką internetową zdawał się unieważniać wszystkie zasady analityczne, na których opierało się inwestowanie w wartość. Osoby zajmujące się wartością, włączając godną uwagi osobę Warrena Buffetta, były postrzegane jako staromodne i oderwane od współczesnej rzeczywistości gospodarczej. Na szczęście załamanie na giełdach spółek technologicznych i telekomunikacyjnych w latach 2000–2002, w połączeniu z doskonałymi wynikami inwestorów wartościowych, ożywiło zainteresowanie podejściem Grahama i Dodda. Jednocześnie pojawiło się wiele publikacji akademickich, które stanowczo zaprzeczały słuszności teorii EMT. Statystycznie skonstruowane portfele skupione na wartości generalnie radziły sobie lepiej niż cały rynek akcji w niemal wszystkich dłuższych okresach, na prawie wszystkich rynkach krajowych, dla których dostępne były wystarczające dane historyczne.

Coraz szerzej akceptowane badania akademickie z zakresu psychologii, których pionierami byli Daniel Kahneman i Amos Tversky, dały początek dziedzinie finansów behawioralnych i służyły wyjaśnieniu historycznie lepszych wyników portfeli skupionych na wartości, przypisując je głęboko zakorzenionym ludzkim uprzedzeniom behawioralnym. W rezultacie

„premia za wartość” w stopach zwrotu wydawała się prawdopodobnie trwać zmienną przyszłych rynków finansowych. Badania te i ciągle innowacje wprowadzane przez praktyków zajmujących się wartością doprowadziły do dokładniejszego zrozumienia zasad przedstawianych przez Grahama i Dodda oraz wyraźnego udoskonalenia praktyk inwestowania w wartość, szczególnie w odniesieniu do identyfikacji i oceny przedsiębiorstw określanych jako „franczyzowe”.

Długa hossa trwająca od apogeum kryzysu finansowego w latach 2008–2009 po raz kolejny wzbudziła wątpliwości co do zasadności podejścia Grahama i Dodda. Od 2009 r. wielu inwestujących w wartość osiągało wyniki znacznie gorsze od indeksów rynku krajowego i światowego. Starannie skonstruowane portfele skupione na wartości wykazały, że różnica między wartością a ogólnymi wynikami rynkowymi znacznie się zmniejszyła, jeśli nie całkowicie zniknęła. Inwestycje w akcje technologiczne nowej generacji zapewniły trwałe zyski, które ponownie wydają się zaprzeczać ustalonym zasadom wartości. A inwestorzy wartościowi zostali po raz kolejny określani jako przestarzali i oderwani od aktualnej rzeczywistości gospodarczej.

W pewnym stopniu spadek względnych wyników portfeli wartości jest przewidywalnym skutkiem zawyżonej wyceny w późniejszych fazach każdej długiej hossy. Historycznie rzecz biorąc, inwestujący w wartość radzili sobie stosunkowo słabo w tych okresach, podobnie jak pod koniec lat 90. Wydaje się jednak, że w grę wchodzi inne ważne czynniki. Po pierwsze, ponowny sukces inwestycyjny Grahama i Dodda w latach 2000–2007 zwiększył popularność podejścia opartego na wartości. Szczególnie w Stanach Zjednoczonych znacznie wzrósł odsetek inwestorów zorientowanych na wartość. Zwiększony popyt na akcje wartościowe mógł zmniejszyć różnicę między mnożnikami wyceny akcji typu glamour i wartościowymi, chociaż nie jest to do końca udowodnione. Po drugie, rozwój gospodarczy nie ułatwiał stosowania wszystkich zasad propagowanych przez Grahama i Dodda. Zwiększenie znaczenia działalności gospodarczej z przemysłu produkcyjnego na rzecz usług wysunęło na pierwszy plan rolę kapitału niematerialnego – klientów, przeszkolonych pracowników, portfolio produktów i wizerunku marki – odsuwając na drugi plan rolę kapitału materialnego – zapasów, należności, rzeczowych aktywów trwałych i wyposażenia, które tradycyjnie ujmowane były w bilansie przedsiębiorstwa. Co więcej, ponieważ inwestycje w wartości niematerialne i prawne – reklamę, zatrudnienie, szkolenia i rozwój

produktów – są często postrzegane jako wydatki bieżące dla celów księgowych, zdefiniowanie i zmierzenie bieżącego poziomu dochodowości stało się trudniejsze. Rozwój technologiczny miał podobny wpływ. Nowoczesne firmy komputerowe i internetowe, takie jak Amazon, Google, Oracle, Facebook, Microsoft i Netflix, mają stosunkowo niewielki kapitał fizyczny. Większość ich inwestycji związanych ze wzrostem jest, dla celów księgowych, uznana jako wydatki, co powoduje, być może nadmierne, obniżenie raportowanych zysków i podniesienie pewnych mnożników wyceny.

Kolejnym czynnikiem, który nie pomaga w zastosowaniu oryginalnych zasad inwestowania w wartość, jest rosnący zakres, w jakim spółki usługowe i nowoczesne technologie działają na lokalnych rynkach geograficznych lub niszowych rynkach produktowych. Rynki te charakteryzują się potencjalnymi korzyściami skali oraz – dzięki ciągłym interakcjom z klientami – wysokim stopniem ich przywiązania do danego produktu lub marki. Prowadzi to m.in. do silnej dominacji wśród konkurentów na rynku lokalnym/niszowym, która opiera się na znaczących barierach wejścia. Mówiąc językiem inwestowania w wartość, przedsiębiorstwa „franczyzowe” z szerokimi „fortyfikacjami” stanowią coraz większą część ogólnej działalności gospodarczej. W przypadku przedsiębiorstw franczyzowych aktywa netto odgrywają mniejszą rolę w określaniu zysków, a wzrost z kolei znacząco przyczynia się do zwiększenia ogólnej wartości. W konsekwencji, wyceny akcji w dużym stopniu zależą od przyszłych przepływów pieniężnych, a często także odległych przyszłych przepływów pieniężnych, których wartości są trudne do zmierzenia przy użyciu metod propagowanych przez Grahama i Dodda. W przypadku przedsiębiorstw franczyzowych wyniki zarządzania, szczególnie w odniesieniu do alokacji kapitału, mają znaczny wpływ na wyceny spółek. Nic dziwnego, że w tej sytuacji wielu tradycyjnych inwestorów skupiających się na analizie bilansowej nie radziło sobie dobrze.

Ostatnim, nowym ważnym czynnikiem, który odgrywa rolę w wycenie przedsiębiorstw franczyzowych, jest zwiększony potencjał destrukcyjnych zmian, które mogą podważyć pozycję spółki franczyzowej. W przypadku konkurencyjnych przedsiębiorstw bez znaczących korzyści skali wszelki spadek rentowności powinien być z grubsza kompensowany przez odzyskiwanie kapitału trwałego i obrotowego w miarę kurczenia się działalności. W przypadku spółek franczyzowych, których wartość dochodowości przekracza wartość aktywów, destrukcyjny spadek ma znacznie poważniejsze konsekwencje. Utrata korzyści skali zmniejsza zyski,

uniemożliwiając otrzymanie kompensującego zwrotu kapitału. Wysokie zwroty z kapitału oznaczają, że utracone zyski są tylko w niewielkim stopniu kompensowane przez zrealizowane odzyskanie kapitału. Zanikające firmy franczyzowe są znacznie mniej wartościowe w porównaniu do spółek, które określa się mianem „niedopałków cygara”. Każda próba inwestowania w niedowartościowane przedsiębiorstwa franczyzowe wymaga dokładnej oceny konsekwencji danej sytuacji.

Zmiany te oznaczają, że musimy ponownie przyjrzeć się wszystkim aspektom podejścia do inwestowania w wartość przedstawionym w pierwszym wydaniu tej książki. Na nowo przeanalizowaliśmy konieczność poszukiwania i oceniania potencjalnie atrakcyjnych możliwości. Dokładnie sprawdziliśmy także aktywne procesy badawcze po dokonaniu wstępnej wyceny i spojrzeliśmy na problematykę zarządzania ryzykiem znacznie szerzej niż w pierwszej edycji. W tym wydaniu skorzystaliśmy z obserwacji praktykujących inwestorów wartościowych i odnotowaliśmy wiele dostosowań, jakie poczynili w kontekście zmieniających się warunków gospodarczych. We wszystkich tych obszarach wyodrębniliśmy zalety nowoczesnego podejścia Grahama i Dodda w porównaniu z tym, co ostatecznie stanowi podstawowe wyzwanie, przed którym stoi każdy aktywny inwestor. Choć obecnie istnieją przytłaczające dowody na to, że rynki finansowe nie są efektywne w sensie akademickim, rynki są efektywne i jest to niepodważalne. Średni zwrot dla wszystkich inwestorów w dowolnej klasie aktywów musi być równy średniemu zwrotowi ze wszystkich aktywów w tej klasie aktywów (tj. „rynkowemu” zwrotowi dla tej klasy aktywów). Wszystkie aktywa są czyjaś własnością, a umowy dotyczące instrumentów pochodnych (np. niepokryta krótka sprzedaż) mają charakter netto, ponieważ dla każdego sprzedającego przypada kupujący kompensujący. Dlatego też, jeśli jeden inwestor osiąga wyniki lepsze od rynku w przypadku określonej klasy aktywów, inny inwestor musi osiągać wyniki gorsze o kwotę kompensującą, ważoną zarządzanymi aktywami. Ponieważ ograniczenie to dotyczy wszystkich klas aktywów, ma ono zastosowanie do inwestycji jako całości.

Graham i Dodd byli w pełni świadomi tego ograniczenia, chociaż opisali je w nieco innych kategoriach. Rozumieli, że za każdym razem, gdy ktoś kupował papier wartościowy, myśląc, że będzie dobrze sobie radził w porównaniu z alternatywnymi możliwościami, ktoś inny sprzedawał ten papier wartościowy, ponieważ uważał, że będzie on osiągał gorsze wyniki w porównaniu z innymi. W zależności od wyniku, któryś z tych

inwestorów zawsze musiał się mylić. Zasadniczą cechą dobrze przemyślanego procesu inwestycyjnego jest to, że na każdym etapie – poszukiwania, wyceny, procesu badawczego, zarządzania ryzykiem – powinien on stawiać inwestora we właściwej roli w danej transakcji. Tego kryterium użyliśmy do dokładnego pomiaru nowoczesnych praktyk inwestowania w wartość opisanych w drugim wydaniu.

Proces poszukiwania obejmuje nie tylko zorientowanie na wartość, zwrócenie uwagi na akcje, które nie są efektywne, a nawet brzydkie, nieatrakcyjne i mało znane, ale także pewien stopień specjalizacji. Jeśli jako zwykły inwestor będą współpracować z równie kompetentnym, ale wysoce zdyscyplinowanym specjalistą, specjalista ten będzie zazwyczaj miał lepsze zrozumienie danej sytuacji inwestycyjnej i będzie miał dostęp do bardziej przydatnych informacji. Dlatego też to on najczęściej znajdzie się we właściwej roli w kontekście transakcji. W obecnym wydaniu rozszerzyliśmy rozdział dotyczący poszukiwań o omówienie skutecznych strategii specjalizacji. Ostatnie doświadczenia potwierdzają tę tezę. Inwestorzy skupiający się na wartości zwykle odnoszą niezwykle sukcesy, nawet w porównaniu ze społecznością wartości jako całością. Inwestorzy odnoszący sukcesy, ale szerzej zorientowani na wartość, zwykle osiągają lepsze wyniki, skupiając się na ograniczonej liczbie branż i lokalizacji geograficznych. Dlatego też dodaliśmy do naszego profilu wielu wyspecjalizowanych inwestorów. Koncepcja „kręgu kompetencji” Grahama i Dodda dotyczy nie tylko trzymania się z daleka od nieznanymi obszarów, ale także aktywnego definiowania własnych, konkretnych obszarów specjalizacji.

Przez te wszystkie lata między publikacjami wyciągnęliśmy podobną lekcję w odniesieniu do wyceny. Różne aktywa o różnych perspektywach zwrotu stwarzają różne wyzwania związane z wyceną. W przypadku upływniania aktywów lub innych krótkoterminowych inwestycji z katalizatorami odpowiednie są wyceny zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF). Odpowiednie przepływy pieniężne zostaną prawdopodobnie dokładnie oszacowane. Aktywa, których wartość jest ustalana na konkurencyjnych rynkach – nieruchomości, zasoby naturalne, przedsiębiorstwa niefranczyzowe – to na ogół aktywa, dla których wzrost nie tworzy znaczącej wartości. Ogranicza to znaczenie przyszłych przepływów pieniężnych. W przypadku tych inwestycji równanie Grahama i Dodda obliczające wartość aktywów/dochodowości, które ignoruje wzrost, jest lepsze niż wycena metodą DCF lub metodą wskaźnikową z powodów,

które omówiliśmy w pierwszym wydaniu tej książki. Jest to podejście wybierane przez większość inwestorów wartościowych. Nie nadaje się jednak do oceny przedsiębiorstw, dla których wzrost tworzy znaczącą wartość. W takich przypadkach wzrost oznacza, że trudno oszacować odległe przepływy pieniężne, ponieważ niewielkie różnice w stopach wzrostu składają się na duże różnice w przepływach pieniężnych w odległej przyszłości i stanowią istotny ułamek wartości. W rezultacie, bieżących wartości wewnętrznych takich przedsiębiorstw nie można oszacować z użytecznym stopniem precyzji. Decyzje inwestycyjne są bardziej przydatne w oparciu o szacunkowe przyszłe zyski niż szacunkowe wartości. Główną nowością, którą zaprezentowaliśmy w tym wydaniu naszej książki, jest opis (w trzech obszernych rozdziałach) i podkreślenie znaczenia analizy stopy zwrotu w procesie wyceny spółek franczyzowych. Opracowany przez nas proces być może nie będzie decydujący w procesie inwestowania. Możemy jednak z całą pewnością stwierdzić, że uniwersalne podejście do wyceny raczej nie sprawi, iż inwestor znajdzie się w odpowiedniej roli danej transakcji.

Dokładne obserwacje praktyk odnoszących sukcesy inwestorów w wartość, prowadzone od 1999 r., skłoniły nas do dodania do drugiego wydania rozdziału poświęconego aktywnym praktykom badawczym. Wzrost znaczenia inwestycji niematerialnych i zysków franczyzowych wraz z ewolucją globalnej gospodarki oznacza, że tradycyjna analiza sprawozdań finansowych nie jest już wystarczająca do oceny wielu przedsiębiorstw. Rosnące znaczenie jakości zarządzania tymi aktywami w celu uzyskania zwrotu zmusiło również inwestorów, przy ocenie inwestycji, do spojrzenia daleko poza publikowane dane finansowe. Imperatywy te stworzyły bezprecedensowe zapotrzebowanie na analizę inwestycyjną. Prawidłowo i skutecznie ukierunkowane aktywne procesy badawcze mają coraz większe znaczenie dla powodzenia inwestycji. Lepszy proces badawczy sprawi, że inwestorzy częściej będą po właściwej stronie transakcji. W tym dodatkowym rozdziale opisujemy, jak wyglądają efektywne aktywne procesy badawcze.

Rosnące znaczenie specjalizacji i aktywnych badań wygenerowało poważne problemy w zarządzaniu ryzykiem. Historycznie rzecz biorąc, indywidualni menedżerowie inwestycyjni mieli tendencję do budowania portfeli w taki sposób, jakby zarządzali większością, jeśli nie wszystkimi aktywami swoich klientów. Zwykle wybierali poziomy dywersyfikacji bez odniesienia do faktu, że właściciele majątku zazwyczaj dzielą swoje

udziały pomiędzy wieloma menedżerami inwestycyjnymi. Dla właścicieli majątku liczy się ryzyko związane z ich ogólnymi portfelami, a te ogólne portfele często obejmują duże, nie płynne pozycje lub przedsiębiorstwa. W zasadzie posiadacze majątku powinni zarządzać ryzykiem centralnie. Zdecentralizowane zarządzanie ryzykiem potencjalnie skłania indywidualnych zarządzających inwestycjami do zajmowania pozycji kompensujących – menedżer A przejmuje ryzyko, które menedżer B zabezpiecza – lub pozycji, których zwroty są silnie skorelowane z dużymi zasobami płynnego majątku. Rezultatem może być kosztowny proces zarządzania ryzykiem, który w niewielkim stopniu wpływa na zmniejszenie zagrożeń. W przypadku wyspecjalizowanych menedżerów inwestycyjnych korzyści z dywersyfikacji muszą być osiągnięte na poziomie posiadaczy majątku. Dlatego w coraz większym stopniu zarządzanie ryzykiem będzie oddzielone od indywidualnego wyboru papieru wartościowego. Aby skutecznie wykonywać swoją pracę, scentralizowani zarządzający ryzykiem muszą otrzymywać wystarczające informacje od swoich indywidualnych zarządzających inwestycjami. W świetle tych zmian w drugim wydaniu zamieściliśmy rozszerzoną dyskusję na temat zarządzania ryzykiem. Starannie definiujemy ryzyko z perspektywy Grahama i Dodda oraz opisujemy skuteczne praktyki zarządzania.

Użyteczność wskazówek Grahama i Dodda zawsze zależała od pomyślnej adaptacji do zmieniających się warunków gospodarczych i finansowych. Mając to na uwadze, zmodyfikowaliśmy rozdział dotyczący profili inwestorów. Jeśli inwestorzy, o których mówiliśmy w pierwszej edycji, zmarli, uwzględniliśmy oryginalne profile bez zmian, aby zachować cenne spostrzeżenia, jakie mieli do zaoferowania. Pozostali, których wymieniliśmy, nadal wprowadzają innowacje i udoskonalają swoje procesy. Na szczęście większość z nich co roku przez wiele lat przemawiała na kursie MBA dotyczącym inwestowania w wartość w Columbi. W kontekście ich i innych prelegentów przedstawiamy krótkie opisy ich stanowiska w szerokim spektrum praktyki inwestowania w wartość oraz ewolucji ich podejścia na przestrzeni czasu. Dzięki wykorzystaniu postępu technologicznego udostępniliśmy również filmy przedstawiających wystąpienia inwestorów na zajęciach. Większość nowych inwestorów, których dodaliśmy do drugiej edycji – Tom Russo, Paul Hilal i Andrew Weiss, wszyscy w pewnym stopniu specjaliści – wypowiadała się na zajęciach wiele razy. Dwóch innych ważnych inwestorów, jeden doświadczony, Warren Buffett, i jeden nowy, Jan Hummel, nie zabierali głosu podczas zajęć.

Dla Hummla mamy prezentacje, które zredagowaliśmy do udostępnienia online i które uzupełniliśmy krótkim opisem jego specjalistycznego podejścia do inwestycji. Tak jak poprzednio, Warrenowi Buffettowi poświęciliśmy jeden dedykowany rozdział oparty na fragmentach jego obszernych komentarzy publicznych.

Kiedy rozpoczęliśmy pracę nad pierwszym wydaniem tej książki w roku 1999 r., Bruce około pięć razy prowadził kurs MBA dotyczący inwestowania w wartość, z kilkoma dodatkowymi powtórzeniami w wersji Executive MBA i 2-dniowej wersji Executive Ed. Nauczał nieprzerwanie przez około 25 lat. W 2005 roku opublikowaliśmy „Competition Demystified”, szczegółowe badanie czynników składających się na trwałą przewagę konkurencyjną oraz tego, co odróżnia spółki franczyzowe, spółki chronione barierą wejścia od spółek podlegających presji konkurencyjnej. W ciągu tych lat obaj zdobywaliśmy doświadczenie w inwestycjach bezpośrednich, pracując w dużym globalnym funduszu inwestycyjnym i trzech mniejszych funduszach hedgingowych. Nie ma wątpliwości, że akademickie środowisko, dzięki studentom i zaproszonym inwestorom, którzy poświęcili swój czas i wiedzę na rzecz rozwoju tradycji Grahama i Dodda, poszerzyło nasze własne zrozumienie. Co najmniej równie ważny był czas spędzony „na boisku”. Jak napisał historyk Edward Gibbon we wspomnieniach o swojej służbie w wojnie siedmioletniej: „Dyscyplina i ewolucja współczesnego batalionu dały mi jaśniejsze pojęcie falangi i legionu; a kapitan Grenadierów z Hampshire (czytelnik może się uśmiechnąć) nie był bezużyteczny dla historyka Cesarstwa Rzymskiego”.

Bruce Greenwald i Judd Kahn, Nowy Jork, 2020