

Valeriia Ilina

**WARREN BUFFETTIN SIJOITUSSTRATEGIAN MÄÄRITTÄMINEN
BERKSHIRE HATHAWAYN OSAKASKIRJEIDEN PERUSTEELLA**

**Opinnäytetyö
CENTRIA-AMMATTIKORKEAKOULU
Liiketalouden koulutusohjelma
Huhtikuu 2017**

TIIVISTELMÄ OPINNÄYTETYÖSTÄ

Centria-ammattikorkeakoulu	Aika Huhtikuu 2017	Tekijä Valeriia Iina
Koulutusohjelma Liiketalous		
Työn nimi WARREN BUFFETTIN SIJOITUSSTRATEGIAN MÄÄRITTÄMINEN BERKSHIRE HATHAWAYN OSAKASKIRJEIDEN PERUSTEELLA		
Työn ohjaaja Janne Peltoniemi		Sivumäärä 37
Työelämäohjaaja		
<p>Tämän opinnäytetyön tarkoituksena oli tutustua Warren Buffettin Berkshire Hathaway:n osakkeenomistajille laadittuihin vuosittaisiin kirjeisiin. Työssä on käyty läpi vuosien 2008-2015 kirjeet. Kirjeiden analyysissä on kiinnitetty huomiota Berkshire Hathawayn kehitykseen, sekä siihen sijoitustoimintaan, mitä Warren Buffett on tehnyt vuosittain. Kirjeiden perusteella on tutustuttu Warren Buffettin sijoitusstrategiaan ja käyttäytymiseen osakemarkkinoilla.</p> <p>Opinnäytetyö on toteutettu sijoituskirjeiden kirjallisuuskatsauksena. Kirjallisuuskatsaus on puolueeton tutkimusmenetelmä, ja se on hyvin helposti toistettavissa uudestaan.</p> <p>Työn alussa käydään läpi Buffettin taustoja, sekä myös Benjamin Grahamin sijoitusperiaatteet. Opinnäytetyön pääkohta on kirjeiden analyysi sekä viimeisessä luvussa oleva Warren Buffettin sijoitusstrategian periaatteiden kuvaus, sekä yhteenveto kirjeistä.</p>		

Asiasanat

Sijoittaminen, sijoitusstrategia, Warren Buffett

ABSTRACT

Centria University of Applied Sciences	Date April 2017	Author Valeriia Ilina
Degree programme Business Administration		
Name of thesis DETERMINATION OF WARREN BUFFETT'S INVESTMENT STRATEGY ON THE BASIS OF THE LETTERS TO BERKSHIRE HATHAWAY'S SHAREHOLDERS		
Instructor Janne Peltoniemi		Pages 37
Supervisor		
<p>The purpose of this thesis was to study Warren Buffett's annual letters to Berkshire Hathaway's shareholders. In this thesis the letters from 2008 to 2015 were referenced. In this letter analysis the main view was on Berkshire Hathaway's development and also on the Buffett way to do investments annually. Warren Buffett's investment strategy and investment behaviour in stock market was studied on the basis of the letters to the shareholders.</p> <p>The study was carried out by referring the letters to Berkshire's shareholders and other various literature sources. Literature review is an objective research method and the research is easily repeatable.</p> <p>At the beginning of the thesis Warren Buffett's backgrounds and Benjamin Graham's investment principles were introduced. The main points of the thesis are analyses of the letters, Warren Buffett's investment principles description and summary of the letters.</p>		

<p>Key words Investment, investment strategy, Warren Buffett</p>

**TIIVISTELMÄ
ABSTRACT**

SISÄLLYS

1 JOHDANTO	1
2 WARREN BUFFETT.....	3
2.1 Sijoitustoiminta	3
2.2 Terve järki vastaan teorit.....	5
2.3 Buffett ja riski	6
3 BENJAMIN GRAHAM JA HÄNEN PÄÄPERIAATTEENSA SIOITUSTOIMINNASSA	7
4 SIOITTAJAKIRJEET	9
4.1 Kirje sijoittajille 2008	9
4.2 Kirje sijoittajille 2009	11
4.3 Kirje sijoittajille 2010	14
4.4 Kirje sijoittajille 2011	16
4.5 Kirje sijoittajille 2012	19
4.6 Kirje sijoittajille 2013	22
4.7 Kirje sijoittajille 2014	25
4.8 Kirje sijoittajille 2015	29
4.9 Yhteenveto kirjeistä	31
5 YHTEENVETO JA POHDINTA	34
LÄHTEET	36

1 JOHDANTO

Tutkimuksen ja opinnäytetyön taustana on halu tutustua Warren Buffettin julkaisemiin kirjeisiin Berkshire Hathawayn osakkeenomistajille, sekä kuvata näiden perusteella Warren Buffettin sijoitusstrategia ja ne periaatteet, millä hänestä on tullut nyky maailman parhaimpia sijoittajia. Warren Buffett on yksi maailman menestyneimmistä sijoittajista ja rikkaimmista ihmisistä. Hänen yksi saavutuksistaan on onnistuminen vuosina 1965–1998 New Yorkin pörssissä. Hän pystyi kaksinkertaistamaan varallisuutensa kolmen vuoden välein. Parhaat sijoituksensa Buffett teki talouskriisien aikana tai heti niiden jälkeen.

Warren Buffett on julkaisut sijoitusyhtiönsä Berkshire Hathawayn osakkeenomistajille tarkoitetut kirjeet vuodesta 1965 alkaen. Kirjeistä tulevat ilmi myös Buffettin luoma sijoitusstrategia ja –periaatteet.

Tutkimuksen tavoite on tutkia osakkeenomistajille tarkoitetut kirjeet vuosilta 2009–2016. Nämä kirjeet ovat mielenkiintoisia, sillä vuonna 2008 on tapahtunut viimeisin talouskriisi. Rajaamalla tutkimusaineistoksi pelkästään vuosina 2009–2016 julkaistut kirjeet tutkimus pysyy opinnäytetyöohjeiden mukaisena. Tutkimuksen toisena tavoitteena on luoda vertaus kirjeiden välillä ja kirjeiden perusteella vetää yhteen Buffettin sijoitusstrategia sekä sijoitustoimita talouskriisin aikana.

Tutkimuksen tutkimusmenetelmä on kirjallisuuskatsaus. Kirjallisuuskatsauksessa käydään läpi vuosien 2009–2016 Warren Buffettin kirjeet Berkshire osakkeenomistajille. Kirjallisuuskatsauksen tavoitteena on kehittää olemassa olevaa teoriaa sekä kehittää uutta teoriaa. Sen avulla myös voidaan arvioida teoriaa. Kokonaiskuvan muodostuminen asiakokonaisuudesta, ongelmien tunnistaminen sekä teorian ja tutkimuksen etenemisen kuvaus historiallisesti ovat kirjallisuuskatsauksen tavoitteet. (Baumeister & Leary 1997.)

Kirjallisuuteen perustuva kirjallisuuskatsaus on systemaattinen ja toistettavissa oleva menetelmä. Kirjallisuuskatsauksella tunnistetaan, arvioidaan ja tiivistetään tutkijoiden ja asiantuntijoiden luomaa tutkimusta. Kirjallisuuskatsauksen perusedellytys on tutkimusaiheesta jo olemassa oleva tutkittu tieto.

Tämä opinnäytetyön tutkimus on tehty kirjallisuuskatsauksena. Tutkin läpi Warren Buffettin kirjeet Berkshire osakkeenomistajille, yhteensä kahdeksan kappaletta. Näiden perusteella teen omat johtopäätökset Warren Buffettin sijoitusstrategiasta. Nämä johtopäätökset kuvataan tämän opinnäytetyön viimeisessä luvussa.

2 WARREN BUFFETT

Warren Buffett on amerikkalainen bisnessijoittaja. Hänet on rankattu monia kertoja maailman rikkaimmaksi bisnesjohtajaksi. Warren Buffett on syntynyt vuonna 1930 Omahassa, Nebraskan osavaltiossa, Yhdysvalloissa. Warrenin isä Howard Buffett oli osakemeklari ja myöhemmin USA:n kongressin jäsen. 1930-luvulla ajat olivat hankalat ja se vaikutti myös Buffettin perheeseen. Isän työ ohjasi Warrenin mielenkiinnon sijoitusmarkkinoihin ja sijoittamiseen. (Hyttinen 2014, 11.)

Hämäläinen kutsuu Buffettia sijoittamisen Sokrateeksi teoksessa Sijoita kuin guru (Hämäläinen & Oksaharju 2016). Buffett ei ole kirjoittanut yhtään kirjaa, mutta hänestä on kirjoitettu paljon teoksia. Teoksissa on analysoitu hänen sijoitustyyliään, metodejaan ja osakevalintojaan. (Hämäläinen & Oksaharju 2016.)

Buffett on alansa arvostettu auktoriteetti sekä merkittävä markkinavoima. Kun Buffett avaa suunsa, sijoitusmaailma kuuntelee, kun hän avaa lompakkonsa, sijoitusmaailma ryhtyy ostamaan samoja osakkeita hänen kanssa. (Hämäläinen & Oksaharju 2016.)

Ensimmäiset osakkeet Buffett hankki jo 11 vuoden iässä. 19-vuotiaana Warren luki Benjamin Grahamin kirjan nimeltään ”The Intelligent Investor”. Myöhemmin Grahamista tuli Buffettin ”oppi-isä”, Graham luennoi Kolumbian valtiollisessa yliopistossa, missä Buffett tutustui häneen. (Hyttinen 2014, 11.)

2.1 Sijoitustoiminta

Buffett perusti ensimmäisen sijoitusyhtiönsä vuonna 1956. Muut osakkaat olivat Buffettin lähipiirin henkilöitä. Yhtiö purettiin vuonna 1969 Buffettin toimesta. Tämän toiminnan aikana yhtiö teki vuosittain 32 prosentin tuoton. Yhtiön purkamiseen vaikuttivat Buffettin muut kiireet. Vuonna 1962 Buffett osti tekstiilialan yrityksen ja jalosti sitä sijoitusyhtiöksi. Kyseinen tekstiilialan yritys on tähänkin päivään asti erittäin tunnettu Berkshire Hathaway -sijoitusyhtiö. (Hyttinen 2014, 11.)

Ensimmäiset Berkshire Hathawayn osakkeet Buffett osti seitsemän ja puolen dollarin kappa-lehintaan. Vuonna 1965 hän osti lisää Berkshire Hathawayn osakkeita saadakseen osake-enemmistön itselleen. Buffett ymmärsi tekstiilivalmistuksen olevan heikkoa liiketoimintaa ja suuntasi aktiivisesti yrityksen kokonaan muille toimialoille. (Hyttinen 2014, 11.)

Vuonna 1967 Warren Buffett kirjoitti Berkshire Hathawayn osakkeenomistajille, että sijoitus vakuutusliiketoimintaan on ensimmäinen askel kohti laajempaa tulovirtaa ja näin olleen yhtiö hakee vakuutusbisneksestä laajempaa pohjaa tuloskehitykselle. Vakuutusbisnekseen siirto on erittäin tärkeä vaihe Berkshire Hathawayn historiassa. Vakuutustoiminnan kasvu on ollut huomattavaa ja näin ollen Berkshire Hathaway on suuri vakuutusyhtiö nykypäivänä. (Hyttinen 2014, 11; Buffett 1968, 5.)

Buffettin omistusaikana Berkshire Hathaway osakekurssi on kasvanut yli 200 000 dollariin. Omistajien vuosituotto jo 49 vuoden aikana on ollut keskimäärin 19,7 prosenttia vuodessa. Menestyksen taustalla on Buffettin poikkeuksellinen käsitys riskistä ja hajauttamisesta, joka poikkeaa valtavirrasta täysin. (Hyttinen 2014, 11-12.)

Warren Buffettin salaisuus ei ole hänen kyvyssään pelata osakepeliä vaan viisaudessa luopua osakepelin pelaamisesta kokonaan. Buffett ostaa harvoja yhtiöitä ja omistaa niitä vuosikymmeniä myymättä. Buffett toteaa itsekin, ettei hän osaa spekuloida onnistuneesti ja epäilee ettei kukaan onnistu siinä pitkällä aikavälillä. (Hyttinen 2014, 14.)

Warren Buffettin mukaan ei koskaan häviä rahaa, jos ei tee riskisijoitusta, jonka tulevaisuutta ei pysty kohtuullisella varmuudella arvioimaan. Sijoittajan tulee kyetä arvioimaan yrityksen liiketoiminnan tulevaisuus ja suhteuttaa se ostohintaan. Yleisesti oletetaan, että liiketoiminnan tulevaisuusnäköymät on huomioitu osakkeiden hinnoissa. Kriisivuosien 2008 ja 2009 perusteella voidaan hyvinkin kyseenalaistaa tämän oletama. (Hyttinen 2014, 19.)

Vuonna 1973 Warren Buffett sijoitti Washington Post -pörssi-yhtiöön. Buffett arvioi yhtiön ainakin 400 miljoonan arvoiseksi, vaikka yhtiön hinta pörssissä oli määritetty 80 miljoonaksi Yhdysvaltain dollaria. Kymmenen vuoden kuluttua yhtiön pörssihinta kasvoi kahteen miljardiin. Tämä on erinomainen esimerkki siitä, ettei liiketoiminnan tulevaisuusnäköymiä ole aina huomioitu osakkeiden hinnoissa riittävästi. (Hyttinen 2014, 20-21.)

2.2 Terve järki vastaan teoriat

Buffett lähestyy osakesijoitusta terveen järjen avulla. Taloustieteilijöitä kiinnostaa tarkkuus, täsmällisyys ja mitattavuus. Ongelma on siinä, että täsmällistä tietoa on saatavilla vain historiasta. Historialla on hyvin vähän merkitystä tulevaisuuden kannalta. Historia ei kerro eksaktisti sijoittajalle miten sijoitus tulee kehittymään. Buffett usein vähättele finanssiteorioita, mutta kuitenkin hän myöntää sen, että monelle sijoittajalle kulujen minimointi ja sijoittaminen indeksirahastoon on paras ratkaisu – kuten tehokkaiden markkinoiden teoria opastaa. (Hämäläinen & Oksaharju 2016.)

Buffett julkisesti antaa tunnustuksen opettajalleen Benjamin Grahamille ja hänen sijoitusfilosofialleen. Buffett nostaa esiin Grahamin teoksen ”The Intelligent Investor”, erityisesti kurssi-vaihtelusta ja turvamarginaalista kertovat luvut. Uran alkuvaiheessa sekä myöhemmin Buffett soveltaa Grahamin periaatteita ja periaatteita. Tästä huolimatta hän ihmettelee Grahamin keskittymistä pelkästään numeroihin ja periaatetta olla ottamatta huomioon yritysjohdon, sekä muut laatu-ulottuvuudet yrityksen tarkastelussa. (Hämäläinen & Oksaharju 2016.)

Buffettin avain hyvään sijoitukseen on liiketoiminnan ostaminen, kun sitä on tarjolla hinnalla, mikä on paljon edullisempi kuin kyseisen liiketoiminnan todellinen arvo on. Buffettin mielestä liiketoiminnan ostamisessa kriteereitä on kaksi: liiketoiminnan on oltava hyvä ja sen arvon täytyy olla mielellään huomattavasti suurempi kuin sen hankintahinta. Suhtautuminen pörssi-yhtiöihin Buffettilla on samanlainen kuin yksityisyrittäisiin. Hän tarkastaa toimialan näkymiä, arvioi yrityksen johtoa ja pohtii hintaa. Buffett ei mieti mahdollista myyntihintaa tulevaisuudessa vaan ajatuksena on se, että sijoitus on ikuinen. Molemmat, Graham ja Buffett, suhtautuvat pörssikursseihin varauksella, kuin nämä olisivat satunnaisia lukemia. Buffett seuraa liiketoiminnan kehitystä ja näkymiä. (Hämäläinen & Oksaharju 2016.)

Warren Buffett arvostaa liiketoiminnan ennustettavuutta. Tämän takia hän pitäytyykin ja hankkimaan yrityksiä jotka ovat vakiintuneilla toimialoilla. Suuria voittoja on mahdollista saada nopeasti muuttuvilla markkinoilla ja toimialoilla olevilla yrityskaupalla, mutta koska kyseiset yhtiöt eivät täytä ennustettavuuden varmuuden kriteeriä, Buffett ei hanki näitä. Tämän asian

voimme nähdä Warren Buffettin ja Berkshire Hathawayn salkussa. (Hämäläinen & Oksaharju 2016.)

Paras tapa on sijoittaa vain sellaisiin asioihin, joiden tulevaisuutta ymmärtää. Näin voidaan suhteuttaa pyyntihintaan hankintakohteeseen liittyvät riskit. Buffettin mielestä kaikki muu on spekulointia ja hän toteaaakin, että sijoittaja on kiinnostunut liiketoiminnan tulevaisuudesta ja spekuloi yrittää ennustaa osakkeen hinnan kehitystä. (Hyttinen 2014, 27.)

2.3 Buffett ja riski

Buffettin käsitys riskistä eroaa finanssialalla tavanomaiseksi muodostetusta käsityksestä. Yleinen ajatus on, että suuria tuottoja on mahdollista saada vain ottamalla isoja riskejä. Tästä huolimatta Buffett on pystynyt osoittamaan, että pitkäjänteinen omistaminen oikein toteutettuna on sekä tuottavaa että turvallista. Sijoittajana Buffett on varovainen; tästä hyvä esimerkki on, että hän ei käytä velkarahoja sijoitustoimintaan. Tämä on osittain myös on avaimena jo puoli vuosisataa kestäneeseen menestykseen. Huomattavien tuottojen taustana on harkittu riskinotto eikä äkkipikainen sijoitustoiminta parhaan tuoton saamiseksi. (Hyttinen 2014, 29.)

Warren Buffett kiistää finanssiteorioissa usein käsiteltyä hajautusperiaatetta ja ajatusta hajautushyödyistä. Buffettin mukaan sijoitussalkun keskittäminen nimenomaan pienentää riskiä, mikäli tämä on tehty oikein. Tällä on myös positiivista merkitystä, sillä sijoittaja intensiivisemmin perehtyy liiketoimintaan ja seuraa tämän liiketoiminnan markkinakehitystä. Buffett arvostelee rahoitusteorian hyväksytyä tapaa esittää riski salkun tai osakkeen arvon epästabiilisuuden avulla. Ristiriitaiseksi Buffett toteaa ajatuksen siitä, että osakkeen arvon pudottua osakkeeseen sijoitusriski on korkeampi mitä se on ollut, kun osakkeen hinta oli korkeammalla. (Hämäläinen & Oksaharju 2016, 185-186.)

3 BENJAMIN GRAHAM JA HÄNEN PÄÄPERIAATTEENSA SIJOITUSTOIMINNASSA

Jotta voisimme ymmärtämään Warren Buffettin sijoitustoiminnan, meidän on tutustuttava myös Benjamin Grahamiin. Graham on kirjallisuudessa kuvattu Buffettin ”oppi-isäksi” sekä myös koko arvosijoittamisen ”oppi-isäksi”. Monet Buffettin sijoitustoiminnan viisaudet ovat jalostettuja reunaehdotuksia Grahamin teoksiin. Grahamin sijoitustapa perustuu siihen, että kaikin keinoin pyritään löytämään sijoituskohteita, joissa taloudellinen pääomamenetys on hyvin epätodennäköinen. Jo kolmekymppisenä Graham opetti arvosijoittamista Kolumbian valtiollisessa yliopistossa.

Buffett on julkisesti kertonut, että hänen mielestään Grahamin kirjoittama ”The Intelligent Investor” teos on paras sijoituskirja. Graham on kirjoittanut toisen, suuren suosion saaneen kirjan ”Security Analysis” opettajakollegansa David Doddinin kanssa.

Grahamin sijoitusfilosofia korostaa varovaisuutta ja rohkeutta samaan aikaan. Graham tunnetaan turvamarginaalin käsitteestä, joka ohjaa sijoittajaa tekemään varovaisia ennusteita ja ostamaan osakkaita kun hinta on niilläkin laskettuna on edullinen. Rohkeus on sen sijaan on enemmän luottamista itseensä ja laskelmiinsa Grahamin käsityksessä. (Hämäläinen & Oksaharju 2016, 23.)

Benjamin Grahamia pidetään arvosijoittamisen alullepanijana. Vuonna 1920 Grahamista tuli Wall Streetillä olevan pankkiiriliikkeen partneri. Kuusi vuotta tämän jälkeen hän perusti oman sijoitusyhtiönsä. Graham toimii muun muassa 30 vuoden aikana rahoituksen lehtorina Kolumbian valtiollisessa yliopistossa. Moni hänen oppilaistaan kehittyi tunnetuksi sijoittajaksi ja arvopaperiammattilaiseksi. Näistä kuuluisin on nimenomaan Warren Buffett. (Lindström 2007, 46.)

Arvosijoittamisessa keskeinen periaate on osakkeen ostaminen tämän todellista hintaa edullisemmalla hinnalla. Graham sanoo tätä osakkeen todellisen arvon ja markkinahinnan eroa turvamarginaaliksi. Tämä turvamarginaali syntyy, kun osakekohtainen hinta laskee alemmaksi kuin osakkeen todellinen arvo on. Tietysti mitä suuremmaksi tämä turvamarginaali kasvaa,

sitä turvallisempaa on hankkia kyseisen osakkeen. Näin olleen osakemarkkinoilla tapahtuvat huonot uutiset eivät vaikuta osakkeen markkinahintaan niin rajusti. (Graham 1949.)

4 SIJOITTAJAKIRJEET

Warren Buffett on kirjoittanut joka vuosi kirjeen Berkshire Hathawayn osakkeenomistajille. Tässä luvussa läpikäydään vuosina 2009–2016 julkaistut kirjeet. Nämä kirjeet käsittelevät vuosia 2008-2015. Paras tapa ymmärtää Buffettin sijoitusstrategiaa on tutustua näihin kirjeisiin. Tässä luvussa vuosiluku viittaa kalenterivuoteen mitä kirje käsittää, ei siihen milloin kirje on julkaistu.

4.1 Kirje sijoittajille 2008

Seuraava analyysi perustuu Warren Buffettin kirjeeseen sijoittajille 2008 (Buffett 2009). Vuonna 2008 Berkshiren tulos laski 11,5 miljardia dollaria, ja tämän johdosta A- ja B-sarjan osakkeiden kirjanpitoarvo heikkeni 9,6 prosentilla. 44 vuoden aikana yhtiön osakekohtainen kirjanpitoarvo on kasvanut 19 dollarista 70530 dollariin, eli keskimääriin vuosinousu on ollut 20,3 prosenttia.

Tässä kirjeessä Warren Buffett kertoo, että vuosi 2008 oli huonoin sekä Berkshiren tuloksen että S&P500-indeksin kannalta. Warren Buffett huomioi, että luottokriisi sekä asuntojen ja osakkeiden hintojen raju lasku ovat tuoneet pelon tunteen, ja kyseinen trendi vaikuttaa läpi Yhdysvaltoja. Buffettin mukaan Yhdysvaltojen historiassa on ollut huonompiakin aikoja, mutta sen talousjärjestelmä on toipunut hyvin ajan mittaan niistä.

Kirjeessä v.2008 Warren Buffett analysoi Berkshiren 44 vuoden tuloksia, joista seuraa että 75% näistä vuosista ovat olleet voitokkaita S&P500-indeksin mukaan. Warren Buffett arvioi, että suurein pirtein sama tulos on odotettavissa seuraavista 44 vuosista, vaikkei hän voi etukäteen ennustaa tuloksellisesti voitokkaita tai tappiollisia vuosia. Warren Buffett tietää, että talous tulee olemaan sekaisin koko vuoden 2009 ja luultavasti pidempäänkin, mutta hänen mielestään se ei kerro mitään osakemarkkinoiden noususta tai laskusta. Warren Buffett korostaa, että riippumatta vuoden tuloksesta, hän ja Charlie Munger keskittyvät neljään tavoitteeseen:

- Berkshiren talouden ylläpitäminen niin, että yhtiöllä on edelleen valtavia määriä ylimääräistä likviditeettiä, kohtuullisesti lyhyen ajan talousvelvollisuuksia, monenlaisia käteisvaroja ja tulon lähteitä;
- operatiivisen liiketoiminnan kehittäminen niin, että se toisi kestäväää kilpailuetua muihin kilpailijoihin nähden;
- uusien ja erilaisten tulovirtojen hankkiminen ja kehittäminen;
- kasvattaa ja kouluttaa erinomaisten johtajien joukkoa, jotka ovat johtaneet Berkshirea poikkeuksellisiin hyviin tuloksiin jo vuosia.

Kirjeessä Warren Buffett kertoo, että suurin osa Berkshiren yrityksistä, joiden tuloksiin yleinen taloustilanne on vaikuttanut, ovat ansainneet vuonna 2008 vähemmän verrattuna niiden tuloksentekepotentiaaliin ja tilanne on todennäköisesti sama myös vuonna 2009. Jälleenmyyjät, jotka toimivat asuinrakentamisen alalla ovat kärsineet erityisen voimakkaasti vuonna 2008. Warren Buffett korostaa, että kokonaisuudessa kuitenkin Berkshiren tuotannon, palveluiden ja jälleenmyynnin liiketoiminnan yritykset ovat ansainneet huomattavia summia ja suurin osa niistä jatkaa kilpailuaseman vahvistamista. Sen lisäksi Berkshirella on kaksi tärkeintä toimialaa – vakuutusala ja yleispalveluiden ala (utility groups), jotka ovat saaneet aikaiseksi erinomaisia tuloksia vuonna 2008 ja niillä on hienoja mahdollisuuksia tulevaisuudessakin. Warren Buffett kertoo, että niin kuin ennustettiin vuoden 2007 raportissa, vakuutusalan yritykset eivät toistaneet vuoden 2007 poikkeuksellista tulosta vuonna 2008, ne jatkavat kuitenkin Berkshirelle ”float”-rahan tuomista, mikä mahdollistaa suuriakin investointeja. Kirjeessä v.2008 Warren Buffett kehuu myös yhtiön vakuutusalan johtajia.

Warren Buffettin mukaan Berkshirella on kaksi merkittävää lisäarvon tuottokomponenttia. Ensimmäinen komponentti on investointi: osakkeet, joukkovelkakirjat ja rahavarat. Siihen kuuluu myös vakuutusalan float-raha. Berkshiren toinen lisäarvon tuottokomponentti ovat tulot, jotka tulevat muista lähteistä kuin sijoitus- ja vakuutusalaista. Vuonna 2008 Berkshiren investoinnit ovat vähentyneet ja se johtuu markkinahintojen laskusta. Toisenkin Berkshiren arvon komponentti on myös laskenut. Warren Buffettin mukaan molemmat tulokset ovat epätydyttäviä. Warren Buffett korostaa, että yhtiön tulee tehdä voittotulosta kullakin alueella, jos he haluaisivat ylläpitää Berkshiren reaaliarvon kasvua hyväksytyllä nopeudella. Jatkossa kuitenkin yhtiön pitää keskeytyä tulovirran kehittämiseen niin kuin se oli aikaisemmin.

Kirjeessä v.2008 Warren Buffett käy läpi Berkshiren eri toimialan tuloksia ja myös kertoo tehdyistä virheistä. Vuonna 2008 Warren Buffett oli ostanut suuren määrän ConocoPhilips:n osakkeita, kun maakaasun ja öljyn hinnat olivat huipussaan. Hän ei mitenkään odottanut merkittävää energiahintojen laskua, joka sittenkin tapahtui. Kuitenkin Warren Buffett uskoo, että hinnat nousevat tulevaisuudessa. Hän myöntää, että ostoksen ajankohta oli väärä ja se maksaa Berkshireille useita miljardeja dollareita. Warren Buffett kertoo, että hän on tehnyt muitakin virheitä, kuten kahden irlantilaisten pankin osakkeiden osto, joiden arvo laski huomattavasti osakkeiden hankinnan jälkeen.

4.2 Kirje sijoittajille 2009

Tässä luvussa on analysoitu Warren Buffettin kirje sijoittajille kalenterivuodesta 2009 (Buffett 2010). Vuonna 2009 Berkshire on savuttanut 21,8 miljardin dollarin tuloksen. Näin olleen A- ja B-sarjan osakkeiden kirjanpitoarvo on noussut 19,8 prosentilla. 45 vuoden aikana yhtiön osakekohtainen kirja-arvo on noussut 19 dollarista 134973 dollariin eli keskimääräinen vuosinousu on ollut 19,7 prosenttia.

Kirjeessä v.2009 Warren Buffett kertoo, että alusta alkaen Charlie Munger ja hän ovat uskooneet, että heillä on järkevä ja taipumaton standardi, jolla he pystyvät arvioimaan, mitä he ovat tai eivät ole savuttaneet. Mittariksi he ovat valinneet S&P500-indeksiin. Buffettin mukaan paljon vaikeampi oli päättää, miten pitää mitata Berkshiren kehitystä S&P-indeksiin verrattuna. Tietenkin on olemassa hyviä perusteluja, miksi yksinkertaisesti voisi mittarina käyttää osakekurssin muutosta. Tästä huolimatta markkinahinnat voivat vaihdella tosi paljon vuodesta toiseen, sekä markkinahinnat voivat olla erittäin arvaamattomat. Warren Buffett korostaa, että paras tapa mitata Berkshiren vuosittaista kehitystä on mitata osakekohtaisen reaaliarvon muutoksen. Valitettavasti tätä arvoa ei voida laskea tarkasti, joten sen sijaan Berkshirella käytetään osakekohtaista kirjanpitoarvoa. Warren Buffett huomioi, että kirjanpitoarvo aliarvioi reaaliarvon, mutta se on kuitenkin hyödyllinen mittausarvo reaaliarvon muutoksessa.

Kirjeessä v.2009 Warren Buffett selittää, miten he toimivat Berkshireilla. Charlie Munger ja Warren Buffett välttävät yrityksiä, joiden tulevaisuutta he eivät osaa arvioida. Warren Buffett korostaa, että Berkshire tekee töitä vain niiden yritysten kanssa, joiden tulos näyttää ennustettavalta vuosikymmeniksi. Buffettin mukaan Berkshire aina järjestää toimintansa käyttämäl-

lä omia varoja, joten se ei riipu muista taloudellisesti. Warren Buffett korostaa, että Berkshire antaa tytäryhtiöiden toimia ilman yhtiön ylemmän johdon valvontaa ja seuranta. Warren Buffett kertoo mieluummin kärsivänsä selvistä kustannuksista muutamista huonoista päätöksistä kuin huomaamatoimista kustannuksista, jotka johtuvat liian hitaista päätöksistä. Kirjeessä Warren Buffett korostaa, että Berkshire ei ole kiinnostunut sijoittajista, joiden osto- ja myyntityö perustuu mediaan ja analyytikon kommentteihin. Se sijaan yhteistyötä tehdään yhtiökumppaneiden kanssa, jotka haluavat tehdä pitkäaikaisia sijoituksia liiketoimintaan, jota he itse ymmärtävät. Berkshireella yritetään kommunikoida osakkeenomistajien kanssa suoraan ja informatiivisesti toimittamalla liiketoimintaa koskevia tietoja.

Kirjeessä v.2009 Warren Buffett käsittelee Berkshire'n neljän toimialan tuloksia. Buffettin mukaan vakuutusala vaikuttaa merkittävästi yhtiön hyvään kehitykseen ja se jatkaa tulevaisuudessaakin. Kuitenkin Warren Buffett kiinnittää huomiota siihen, että GEICO:n kasvu saattaa hidastua vuonna 2010. Se johtuu siitä, että automyynti laskee ja korkea työttömyysaste aiheuttaa vakuuttamattomien kuljettajien määrän lisäämiseen, vaikka se on laitonta. Warren Buffett korostaa, että varmasti yrityksen ”edullisin tuottajan”-maine tuottaa merkittäviä tuloja tulevaisuudessa.

Toinen Berkshire'n merkittävä ala on ”regulated utility business”. Tähän alaan kuuluu MidAmerican Energy Holdings, jossa Berkshire'n omistusosuus on 89,5 %. Warren Buffett korostaa, että yhtiö jatkaa suurien summien käyttöä liiketoimintaan, näin valmistaudutaan tulevaisuuteen sekä tehdään toiminta ympäristöystävällisemmäksi. Buffettin mukaan, Berkshire on hankkinut MidAmerican kymmenen vuotta sitten. Sen tulos on aina käytetty toiminnan parantamiseen ja laajentamiseen. Kirjeessä Warren Buffett kertoo, että ennen hän ja Charlie Munger välttivät pääomavaltaisia yrityksiä kuten Public utilities. Warren Buffett ajattelee, että parhaat yritykset omistajille ovat edelleenkin ne, joilla on korkeaa pääoman tuotto ja jotka vaativat vähän lisäinvestointeja kasvaakseen. Berkshire omistaa useita tämän kaltaisia yrityksiä ja halutaan ostaa niitä enemmänkin. Warren Buffett kuitenkin odottaa, että Berkshire jatkaa tuottamaan lisää käteisvaroja, näin olleen on mahdollista hakea yrityksiä, jotka säännöllisesti vaativat suuria sijoituksia.

Kirjeessä v.2009 Warren Buffett ottaa huomioon, että Berkshire'n omistava BNSF-rautatieteyhtiöllä on tärkeitä taloudellisia ominaisuuksia, jotka muistuttavat sähköalan toimintaa. Molemmissa tapauksissa tarjotaan peruspalvelut yhteisölle, edellytetään suuria investointeja

ja vaaditaan suunnitelmaa pidemmäksi ajaksi kysynnän kasvun tyydyttämiseksi. Buffettin mukaan tulevaisuudessa BNSF-rautatietieyhtiö lisätään tähän alaan eli regulated utility business.

Berkshiren merkittävä toimiala on manufacturing, service and retailing operation. Warren Buffett kertoo, että lähes kaikki sen alan toimijat kärsivät vuoden 2009 vakavasta lamasta.

Neljäs Berkshiren merkittävä toimiala on Finance and financial products. Warren Buffett kertoo, että alan suurin yritys Clayton Homes, kuten koko kotirakentamisen teollisuus, on huonossa kunnossa. Kuitenkin Buffett uskoo, että Clayton Homes toimii kannattavasti tulevina vuosina vaikka jääkin selvästi alle potentiaalitasonsa.

Kirjeessä v.2009 Warren Buffett kertoo, että vuodessa 2008 Berkshirella oli 44,3 miljardia dollaria käteisvaroina. Buffett korostaa, että vuodessa 2009 yhtiön käteisvarat ovat laskeneet 30,6 miljardin dollariin. Warren Buffett selittää tätä laskua investoinneilla, mitä on tehty kahden viime vuoden aikana. Nämä vuodet ovat olleet talouskriisivuosia, jotka ovat kuitenkin paras aika sijoittajille sijoitusmielessä.

Kirjeessä Warren Buffett kertoo myös sen, että Berkshiren tytäryhtiöt ovat tehneet muutamia pieniä yrityshankintoja vuonna 2009. Kuitenkin suurin hankinta oli BNSF-rautatietieyhtiön osto, koska se on vaatinut Berkshiren 95000 osakeantia. Warren Buffett korostaa, että Berkshire ei kuitenkaan halua käyttää omia osakkeita yritysostoissa. Buffettin mukaan BNSF:n osakkeenomistajat ovat arvioineet Berkshiren tarjouksen 100 dollaria per osake. Kustannukset Berkshirelle olivat kuitenkin hieman suuremmat, koska 40 % 100 dollarista per osake oli maksettu yhtiön osakkeilla, jotka Buffettin mielestä ovat paljon arvokkaammat kuin niiden markkinahinta. Kuitenkin Berkshiren on omistanut jo huomattavan määrän BNSF:n osakkeista, jotka ostettu käteisvaroilla. Näin ollen noin 30% hinnasta oli maksettu Berkshiren osakkeilla. Warren Buffett korostaa, että tämä hankinta antaa yhtiölle mahdollisuuden sijoittaa 22 miljardia dollaria käteisvaroja liiketoimintaan, jota he ymmärtävät ja josta he pitävät.

4.3 Kirje sijoittajille 2010

Luku perustuu vuoden 2010 kirjeeseen osakkeenomistajille (Buffett 2011). Vuonna 2010 Berkshiren A- ja B-sarjan osakkeiden kirjanpitoarvo nousi 13 prosentilla. Vuodesta 1965 vuoteen 2010 yhtiön osakekohtainen kirja-arvo on noussut 19 dollarista 99860 dollariin, eli keskimääräinen vuosinousu on ollut 19,7 prosenttia.

Kirjeessä v.2010 Warren Buffett kertoo, että vuoden kohokohtana oli Burlington Northern Santa Fe-rautatieteyhtiön hankinta. Näyttää siltä, että omistamalla tämän yhtiön Berkshire voi kasvattaa normaalin tuloksentekevyyden lähes 40 prosentilla ennen veroa ja reilusti yli 30 prosentilla verojen jälkeen. Warren Buffett myös korostaa, että hän ja Charlie Munger ovat innostuneita Berkshiren omistuksessa olevan BNSF-rautatieteyhtiön tulevaisuudesta ja kertoo sen, että siihen kuitenkin pitäisi tehdä lisää massiivisia investointeja, jotta kasvu olisi mahdollinen.

Osakaskirjeen mukaan vuonna 2010 Berkshire on käyttänyt kuusi miljardia dollaria käyttöomaisuuteen, joista 5,4 miljardia dollaria oli käytetty Yhdysvalloissa. Vuonna 2011 Warren Buffett suunnittelee investoivansa 8 miljardia dollaria. Warren Buffett uskoo, että tulevaisuudessa Berkshiren liiketoimintaa laajenee ulkomailla, mutta kuitenkin valtaosa tulevista investoinneista tehdään kuitenkin Yhdysvalloissa.

Kirjeessä v.2010 Warren Buffett esittää taulukon, joka näyttää Berkshiren 46-vuotisen tuloksen S&P-mittariin verrattuna. Sen perusteella Warren Buffett arvioi Berkshiren suorituskyvyn melko hyväksi aikaisempina vuosina, ja kuluvan vuoden suorituskyky arvioidaan tyydyttäväksi. Warren Buffettin mukaan nyt Berkshire hallinnoi valtavaa pääomaa ja näin olleen erinomaisen suorituskyvyn tuottaminen on hankalaa. Näin ollen Berkshire pyrkii saamaan aikaiseksi kuitenkin paremman tuloksen kuin markkinoilla keskimäärin.

Warren Buffett kertoo, että Berkshiren reaaliarvoa ei voida laskea tarkasti, mutta kaksi sen kolmesta keskeisestä arvosta on mahdollista mitata. Ensimmäinen reaaliarvon osatekijä on sijoitukset: osakkeet, joukkovelkakirjat ja rahavarat. Berkshiren toinen reaaliarvon osatekijä on tulot, jotka tulevat muista lähteistä kuin sijoituksista tai vakuutusalanasta. Warren Buffett ottaa huomioon, että Berkshiren alkuvuosina he ovat keskittyneet investointiin. Viime kahden vuosikymmenen aikana Berkshireella korostetaan ei-vakuutusalan yritysten tulosten kehittämistä. Kolmas reaaliarvon subjektiivinen osatekijä voi olla joko positiivinen tai negatiivinen:

tehokkuus, jolla voittovarot otetaan käyttöön tulevaisuudessa. Berkshire, kuten monet muut yhtiöt, haluaa pitkällä aikavälillä pitää tuloksen suurempana kuin siihen käytetty pääoma on.

Warren Buffett ja Charlie Munger löysivät omia mittareita, jotka ovat hyödyllisiä Berkshiren arvon määrittämisessä ja Berkshiren liiketoiminnan kehityksen seuraamisessa. Esimerkiksi he jättivät pois yleisesti käytetyn nettotulon mittaamisen, sillä vaikka kyseinen mittari on erittäin tärkeä muissa yrityksissä, se on lähes tarpeeton Berkshiressä. Warren Buffett kertoo, että riippumatta siitä, miten yhtiön liiketoiminta toimii, Charlie Munger ja hän voisivat laillisesti säätää nettotuloksen olemaan minkä tahansa suuruinen. Tulos on manipuloitavissa, koska nettotulokseen määrään kuuluvat sijoituksen realisoidut voitot ja tappiot, mutta realisoitumattomia voittoja (ja useimmissa tapauksissa tappioita) ei lueta mukaan. Warren Buffett korostaa, että jos he pitäisivät nettotuloksen tärkeänä mittarina, he voisivat vain säännöllisesti lisätä realisointitulosta, koska Berkshirella on valtava määrä realisoitumattomia voittoja. Buffettin mukaan liiketulos, sen puutteista huolimatta, yleensä kuvaa melko hyvin yrityksen liiketoiminnan. Kuitenkin säännöt edellyttävät, että Berkshire raportoi nettotuloksen arvon osakkeenomistajille. Kirjeessä v. 2010 Warren Buffett korostaa, että realisoidut ja realisoitumattomat voitot ja tappiot vaikuttavat Berkshiren kirjanpitoarvoon, näin olleen Warren Buffett neuvoo Berkshiren osakkeenomistajia kiinnittämään huomio näiden arvojen muutoksiin ja liiketuloksen kurssiin.

Kirjeessä v.2010 Warren Buffett kertoo, että pitää olla varovainen lainojen kanssa sekä yksityiselämässä että liiketoiminnan pyörittämisen yhteydessä. Buffettin mukaan laina voi tappaa yrityksen. Yritykset, joilla on paljon velkaa, usein olettavat, että nämä velvoitukset voidaan jälleenerahoittaa niiden erääntyessä. Se toimii siihen saakka kunnes yrityskohtaiset ongelmat ilmenevät tai maailmanlaajuinen luottopula syntyy. Warren Buffett korostaa, että tässä tapauksessa vain käteinen omaisuus toimii. Warren Buffett antaa esimerkkinä sen, mitä tapahtui syyskuussa v.2008, kun luoton putoaminen useilla talouden aloilla uhkasi koko Yhdysvaltojen taloutta.

Warren Buffett korostaa, että Berkshiren johto ei suotu toimintaan, joka voisi aiheuttaa pienintäkään uhkaa Berkshiren hyvinvoinnille. Näin ollen luvattiin, että Berkshire pitää vähintään 10 miljardin dollarin edestä varoja käteisenä, nopeasti realisoitavana oleva yhtiön käyttöomaisuus ja rautatieliiketoiminnan varat tulevat tämän päälle. Berkshire pitää yhtiön suurimman osan käteisestä Yhdysvaltojen velkasitoumuksina ja välttää muita lyhytaikaisia arvopapereita.

Tämä raha tarvitaan, jos yhtiölle tulee ennennäkemättömät vakuutustappiot, sekä tämä mahdollistaa nopean investointimahdollisuuden jopa talouskriisin aikana. Näin Berkshire on onnistunut investoimaan 15,6 miljardia dollaria 25 paniikkipäivän aikana, kun Lehman Brothers-yritys meni konkurssiin vuonna 2008.

4.4 Kirje sijoittajille 2011

Tässä luvussa käydään läpi Buffettin kirje osakkeenomistajille, joka on julkaistu vuonna 2012 (Buffett 2012). Vuonna 2011 Berkshiren A- ja B-sarjan osakkeiden kirjanpitoarvo on kohonnut 4,6 prosentilla. Kaikkiaan 47 vuoden aikana yhtiön osakekirjanpitoarvo on noussut 19 dollarista 99860 dollariin, ja keskimäärin vuosinousu on ollut 19,7 prosenttia.

Charlie Mungerin ja Warren Buffettin mielestä vuosi 2011 oli hyvä Berkshiren kehittymisen kannalta. Vuonna 2011 Todd Combs ja Ted Weschler liittyivät Berkshiren toimintaan. Buffettin mielestä molemmilla on erinomaiset investointitaidot ja syvä sitoutuminen Berkshireen. Buffett odottaa molempien tuottavan muutaman miljardin dollaria vuonna 2012 Berkshireelle.

Vuonna 2011 Berkshire on hankkinut Lubrizolin. Lubrizol on maailmanlaajuinen lisäaineiden ja muiden erikoiskemikaalien valmistaja. Warren Buffett korostaa, että yrityksellä on ollut hyviä tuottotuloksia ja tulevaisuudessa Lubrizolilla on mahdollisuuksia tehdä hyviä erikoiskemian alalla toimivien yritysten yritysostoja.

Berkshiren viisi suurinta yritystä, jotka eivät kuulu vakuutusalaan, eli BNFS, Iscar, Lubrizol, Marmon Group ja MidAmerican Energy, menestyivät hyvin vuonna 2011. Jokainen yritys tästä ryhmästä on saanut aikaiseksi ennätyselliset liikevoittoluvut. Yhteenlaskettuna nämä yritykset ovat ansainneet yli yhdeksän miljardia dollaria ennen veroa. Seitsemän vuotta aikaisemmin yritykset tästä ryhmästä tekivät vain 393 miljoona dollaria, mutta silloin näistä yrityksistä vain MidAmerican oli Berkshiren omistuksessa. Buffettin näiden yritysten tulosodotus vuodelle 2012 on yli kymmenen miljardia dollaria, ellei talous heikkenee vuonna 2012.

Vuonna 2011 Berkshire on käyttänyt 8,2 miljardia dollaria käyttöomaisuuteen. Buffett korostaa, että näistä rahoista 95% oli käytetty Yhdysvalloissa, osoittaen siitä että omassa maassa on paljon investointimahdollisuuksia.

Berkshiren vakuutuslatoimintaa jatkaa tuottamaan yhtiölle float-rahaa, joka voisi käyttää investointitoimintaan. Berkshiren vakuutuslatoimintaa on tuottanut jo yhdeksän vuotta peräkkäin, tuottaen noin 17 miljardia tänä aikana.

Vuonna 2011 Berkshire on tehnyt kaksi merkittävää rahamarkkinasijoitusta. Berkshire on hankkinut kuusi prosenttia Bank of American etuoikeutetuista osakkeista. Tämä sijoitus on antanut Berkshireille mahdollisuuden myös ostaa 700 miljoonaa kantaosaketta hintaan 7,14 dollaria per osake ennen vuoden 2021 syyskuuta.

Berkshirella on suuri omistusosuus neljässä harvinaislaatusessa yrityksessä eli 13% American Expressista, 8,8% Coca-Colasta, 5,5% IBM:sta ja 7,6% Wells Fargosta. Warren Buffett odottaa hyviä tuloksia tulevaisuudessa näistä yrityksistä.

Kirjeessä v.2011 Warren Buffett kertoo myös huonoja uutisia. Muutama vuosi sitten Warren Buffett on käyttänyt 2 miljardia dollaria Energy Future Holdingsin joukkovelkakirjojen oston. Buffettin mukaan tämä oli iso virhe, yhtiön tulevaisuuden mahdollisuudet ovat sidottu maakaasun hintaan ja mikäli tämä hinta ei kohoa merkittävästi yhtiön maksukyky on kohta käytetty loppuun.

Kirjeessä Warren Buffett kertoo, että vuonna 2011 Berkshire päätti ostaa takaisin osan osakkeista hinnalla, joka oli jopa 110 % kirjanpitoarvosta. Näin ollen muutamassa päivässä he ostivat 67 miljoonalla dollarilla osakkeita. Warren Buffettin mielestä osakkeiden takaisinosto on kannattavaa kun kaksi ehtoa toteutuu: yrityksellä on runsaasti varoja huolehtia liiketoiminnasta ja likviditeetistä, sekä sen osake on myynnissä merkittäväällä alennuksella yrityksen reaaliarvoon verrattuna.

Kirjeessä Warren Buffett puhuu myös monien sijoittajien irrationaalisesta reaktiosta osakekurssien muutoksiin. Buffettin mukaan Berkshire ostaa osakkeita yrityksistä, jotka ostavat myös omia osakkeita takaisin. Berkshire toivoo, että yrityksen liiketoiminnan tulos kasvaa hyvällä vauhdilla pitkällä aikavälillä sekä sitä että osakekurssit alisuoriutuvat markkinoilla myös pitkään.

Warren Buffett on selittänyt tätä IBM:n esimerkillä. IBM:lla on 1,16 miljardia osakkeita, joista Berkshire omistaa noin 63,9 miljoonaa eli 5,5 %. Warren Buffett korostaa, että Berkshireille on tärkeää, mitä tapahtuu yrityksen tuloille seuraavan viiden vuoden aikana. Warren Buffettin mukaan pitää ottaa huomioon, että näiden vuoden aikana IBM todennäköisesti käyttää noin 50 miljardia dollaria omien osakkeiden takaisinostoon. Buffett luulee, että pitkäaikaisen osakkeenomistajan, kuten Berkshire on, täytyy toivoa, että IBM:n osakekurssi heikkenee viiden vuoden aikana. Mikäli osakkeiden markkinahinta pienenee, yritys aloittaa osakkeidensa ostamista ja näin markkinoilla oleva osakemäärä pienenee ja Berkshire suhteellinen omistusosuus yrityksessä kasvaa. Warren Buffett kertoo, että aikaisemmin hänkin oli iloinen markkinahintojen kasvusta. Kaikki muuttuu silloin, kun hän luki Ben Grahamin ”Intelligent Investor”, jossa Graham käsittelee sitä, miten sijoittajien tulisi tarkastella osakekurssien vaihtelua.

Warren Buffett kertoo kirjeessä v.2011, että Berkshirella investointi määritellään ostovoiman siirtämisellä muualle, jotta voidaan tulevaisuudessa saada entistä paremman ostovoiman. Buffettin mukaan tästä määritelmästä tulee tärkeä seuraus: investoinnin riskiä ei mitata beeta-kertoimella (Wall Streetin termi, joka käsittää kurssiheilahteluita, käytetään riskin mittaamiseen), vaan todennäköisyydellä. Buffettin mukaan se tarkoittaa ostovoiman menetyksen todennäköisyyttä, jonka kyseinen investointi aiheuttaa omistajalleen. Omaisuuden hinta voisi vaihdella huomattavasti ja silti olla riskitöntä, kunhan sijoitus lisää ostovoimaa osakkeiden pitoaikana.

Buffett korostaa investointimahdollisuuksia olevan useita ja erilaisia. On olemassa kolme merkittävä investointiryhmää. Kirjeessä v.2011 Warren Buffett käy näitä läpi. Investointiin, joka on määritetty tietyssä valuutassa, kuuluvat esimerkiksi rahamarkkinarahasto, joukkovelkakirjat, asuntolainat, pankkitalletukset sekä muut. Ajatellaan, että monet näistä investoinneista ovat turvalliset, mutta todellisuudessa ne ovat kaikkein vaarallisin omaisuus. Warren Buffettin mukaan hallitukset määrittävät lopullisen rahan arvon, mutta joskus politiikkaa vaikuttaa hallitukseen ja tästä inflaatio johtuu. Korkeat korot, tietenkin, voivat kompensoida sijoittajille inflaatoriskin. Warren Buffett korostaa, että korot 1980-luvun alussa toimivat hyvin, mutta nykyiset hinnat eivät kuitenkaan voi korvata ostovoiman riskejä. Nykypäivän olosuhteissa Warren Buffett ei pidä valuutta-investoinneista: vaikka Berkshire omistaa merkittävän määrän niitä, pääasiassa ne ovat lyhytaikaisia sijoituksia. Warren Buffett korostaa, että Berkshirella on tarve runsaan likviditeettiin, ja tämän takia yhtiö omistaa ensisijaisesti Yhdysvalto-

jen velkasitoumukset. Buffettin mukaan Berkshire ostaa arvopaperit vain jos tarjolla on poikkeuksellisen hyvä tuotto.

Toiseen merkittävään ryhmään kuuluu omaisuus, joka ei koskaan tuota mitään, vaan sen arvo perustuu ostajan toivoon, että joku muu maksaa siitä enemmän tulevaisuudessa. Tärkein investointikohde tässä ryhmässä on kulta. Buffettin mukaan se on hyvin suosittu sijoittajien keskuudessa, jotka pelkäävät investoida muihin omaisuuksiin, erityisesti paperirahaan. Kirjeessä v.2011 Warren Buffett ottaa huomioon, että kullalla on kuitenkin kaksi merkittävää puutetta: kullalla ei ole paljon käyttö- ja tuottomahdollisuuksia. Kultaa tietysti käytetään teollisuudessa ja erityisesti koristeteollisuudessa, mutta kysyntä näihin tarkoituksiin on sekä rajoitettu että kykenemätön tuottamaan uutta tuotantoa. Kuitenkin Warren Buffett korostaa, että sijoittajien kullan ostamisen motivaatio perustuu vain heidän uskoonsa, että yleinen turvattomuuden tunne kasvaa. Kuluneen vuosikymmenen aikana tämä uskomus on osoittautunut oikeaksi ja kullan hinnan nousu on luonut korkeamman ostohalunkin.

Kolmanteen ryhmään, joka on Warren Buffettin suosikki, kuuluu investointi tuotantovälineisiin eli yrityksiin, maataloihin tai kiinteistöihin. Ihannetapauksessa tällä omaisuudella on kyky tuottaa tuloa inflaationkin aikana. Tämä auttaa säilyttämään ostovoiman arvoa ja myös edellyttää vähiten uutta pääomasijoitusta. Warren Buffett korostaa, että ihmiset tulevat käyttämään entistä enemmän hyödykkeitä. Berkshire tavoitteena on lisätä omistususuuden ensimmäisen luokan yrityksissä omistamalla niitä kokonaisuutena tai pitämällä merkittävän määrän myyntikelpoisia osakkeita. Warren Buffett uskoo, että pitkällä aikavälillä tämän ryhmään kuuluva investointi on parempi ja turvallisempi verrattuna muihin ryhmiin kuluviin investointeihin.

4.5 Kirje sijoittajille 2012

Tämän luvun analyysi perustuu Buffettin kirjeeseen osakkeenomistajille, joka käsittää vuoden 2012 (Buffett 2013). Vuonna 2012 Berkshire on savuttanut 24,1 miljardin dollarin tuloksen. A- ja B-sarjan osakkeiden kirjanpitoarvo on noussut 14,4 prosentilla. 48 vuoden aikana yhtiön osakekohtainen kirja-arvo on noussut 19 dollarista 134973 dollariin eli keskimääräinen vuosinousu on ollut 19,7 prosenttia.

Buffett aloittaa kirjeen vuoden 2012 huonoilla uutisilla. Buffett kertoo, että hän ei olisi voinut koskaan ajatella, että vuosi jona Berkshiren tulos on 24,1 miljardia dollaria, on kasvumielessä prosentuaalisesti huonompi kuin keskiarvotulos. Buffettin mukaan se oli kuitenkin yhdeksäs kerta 48 vuoden aikana, kun Berkshiren prosentuaalinen kirjanpitoarvokasvu oli heikempi kuin S&P:n prosentuaalinen tuotto. Berkshire ei ole alisuorittanut viisi vuotta putkeen, S&P arvo on ylitetty 43 kertaa. Vuonna 2012 S&P:n arvo on kasvanut nopeasti neljä vuotta peräkkäin. Mikäli markkinat jatkavat kasvua vuonna 2013, Berkshire kokee ensimmäisen kerran viiden vuoden alisuorittamisen putken.

Berkshiren tuloksesta riippumatta hänen ja Charlie Munger'in tehtävä on edelleen kasvattaa Berkshiren reaaliarvoa. He uskovat, että Berkshiren reaaliarvon kasvu ylittää S&P-tuottoindeksin ajan mittaa.

Toinen pettymys vuonna 2012 on se, että Berkshire ei ole tehnyt yhtään merkittävää hankintaa. Onneksi tilanne on jo muuttunut vuoden 2013 alussa, sillä he sopivat ostavansa 50%-osuuden holdingyrietyksestä, joka tulee omistamaan koko H.J.Heinz-yrityksen. Toisen puolen tästä holdingyrietyksestä tulee omistamaan pieni ryhmä sijoittajia Jorge Paulo Lemannin johdolla.

Vuodesta 2012 oli esitetty myös hyviä suorituksia. Vuonna 2011 Buffett kertoi odottavansa, sen että Berkshiren viisi kannattavinta ei vakuutusalan yritystä todennäköisesti ansaitsevat enemmän kuin kymmenen miljardia dollaria ennen veroja vuonna 2012. Tämä toteutuikin, BNFS-rautatietiehtiö, Iscar, Lubrizol, Marmon Group ja MidAmerican Energia saivat 10,1 miljardin dollarin tuloksen ennen veroja, mikä on noin 600 miljoona parempi tulos kuin edellisen vuoden tulos.

Vaikka vuonna 2012 Warren Buffett ja Berkshire eivät ole tehneet merkittäviä hankintoja, Buffett korostaa, että tytäryhtiöiden johtajat onnistuivat paremmin kuin edellisenä vuonna ja näin olleen vuosi 2012 oli tytäryritysten toimesta tapahtuneiden yrityskauppojen ennätysvuosi.

Vakuutuslalla toimivat Berkshiren yritykset saivat vuonna 2012 73 miljardin dollarin "float"-rahan lisäksi 1,6 miljardin dollarin tuoton. Buffettin mukaan vuosi 2012 oli hyvä myös "Big Four"-sijoitusryhmälle, johon kuuluvat American Express, Coca-Cola, IBM ja Wells Fargo. Näiden yritysten Berkshiren omistusosuus on kasvanut vuoden 2012 aikana ja Buffett toivoo,

että Berkshiren osuus näissä yrityksissä jatkaa kasvuaan tulevaisuudessakin. Vuonna 2012 Berkshire on käyttänyt 9,8 miljardia dollaria käyttöomaisuuteen ja 88% näistä rahoista oli käytetty Yhdysvalloissa.

Vaikka yritystoiminnan välitön tulevaisuus on epävarmaa, Yhdysvaltain liiketoiminta on tehnyt hyvää tulosta ajan mittaan. Näin olleen osakkeet tuottavat hyvin niin pitkälle kuin niiden arvo on sidottu yrityksen suorituskykyyn. Buffett käy perinteisesti neljän merkittävän toimialaan tuloksia läpi ja korostaa Berkshiren liiketoiminnan erinomaisuuden olevan vain loistavien tytäryritysjohtajien ansiota.

Kirjeessä 2012 Warren Buffett kertoo sen, että viimeisen viidentoista kuukauden aikana Berkshire on ostanut kaksikymmentäkahdeksan sanomalehtiä ja se on maksanut 344 miljoonaa dollaria. Nämä hankinnat tuntuvat oudolta kahdestakin syystä. Warren Buffett on jo pitkään ilmaissut sekä hänen kirjeissään osakkeenomistajille että vuosikokouksissa, että sanomalehtialan tilausmäärä, mainostoiminta ja tuotot ovat laskeneet. Tämä mielipide ja ennuste ovat vieläkin voimassa. Tämän lisäksi sanomalehtien hankinta on hyvin usein kaukana Berkshiren yritysostojen vaatimuksia.

Tästä huolimatta Buffett ja Munger pitävät sanomalehdistä ja ostavat niitä, jos kyseinen hankinta on taloudellisesti järkevä ja perusteltu. Buffettin näkemys on se, että ennen televisioita ja internetiä sanomalehti oli ensisijainen uutislähde suuremmalle väestön osalle. Nykyään maailma on muuttunut ja sanomalehdet ovat menettäneet ensisijaisuuden uutislähteenä. Kuitenkin sanomalehdet jatkavat toimintaa hyvin paikallisten uutisten tasolla. Charlie Munger ja Warren Buffett uskovat, että sanomalehdet, jotka toimivat monipuolisesti ja tuottavat luotettavaa tietoa pienemmälle lukijaryhmälle ja jolla on järkevä internetstrategia, pysyvät elinkelpoisina pitkäänkin ajan eteenpäin. Tästä kaikista huolimatta Buffett korostaa, että Berkshire jatkaa hankintamenetelyä vain taloudellisen periaatteiden perusteella, eli kaikkien Berkshiren omistamien sanomalehtien täytyy olla kannattavia pitkäksi ajaksi tulevaisuuteen.

Vuoden 2012 kirjeessä Buffett kertoo sen, että muutamat Berkshiren osakkeenomistajat haluaisivat ottaa käyttöön käteisosinkojen jakelun. Warren tutkii kirjeessä sitä, milloin osinkojen jako on järkevä osakkeenomistajille. Buffettin mukaan kannattava yritys voi jakaa voiton eri tavoin, ja nämä tavat eivät ole toisiaan poissulkevia. Ennen tuloksen jakoa yritysjohton pitää tutkia oman nykyisten liikehankkeiden uudelleeninvestoinnin mahdollisuuksia, jotka voivat

lisätä yrityksen tehokkuutta, tukea laajentumista maantieteellisesti, tukea tuotevalikoiman laajentumista ja parannusta, sekä mahdollisesti parantaa tuloksen verrattuna kilpailijoihin. Warren Buffett korostaa, että Berkshiren varojen käytössä etusijalla on tutkia, miten voisi järkevästi käyttää niitä Berkshiren eri toimialoilla. Buffettin mukaan vuoden 2012 ennätysellinen 12,1 miljardin investointi käyttöomaisuuteen ja tytäryritysten yritysostot näyttävät, että tämä on toimiva tapa Berkshiren pääoman jakamisessa. Buffettin mielestä seuraava askel on etsiä yritysostoja, jotka eivät liity nykyiseen liiketoimintaan. Kuitenkin nykyisen Berkshiren koon takia merkitsevien ja järkevien yrityskauppojen tekeminen on entistä vaikeampaa. Kolmantena varojen käytön vaihtoehtona Warren Buffett pitää osakkeiden takaisinostoa. Tämä on järkevä yritykselle, jos sen osakkeita myydään merkitsevällä alennuksella reaaliarvon verrattuna.

4.6 Kirje sijoittajille 2013

Tässä luvussa käydään läpi Buffettin kirje osakkeenomistajille 2013 (Buffett 2014). Kirjeen alussa vuoden 2013 tulokset esitetään. Vuonna 2013 Berkshiren nettotulos oli 34,3 miljardia dollaria. 1,8 miljardia dollaria Berkshire käytti Marmon ja Iscar osakkeiden hankintoihin. A- ja B-sarjan osakkeiden kirjanpitoarvo on noussut 8,3 prosenttia. Neljänkymmenen yhdeksän vuoden aikana yhtiön osakekohtainen kirja-arvo on noussut yhdeksästätoista dollarista 134973 dollariin, keskimääräinen vuosinousu on ollut 19,7 prosenttia.

Berkshiren reaaliarvo ylittää huomattavasti kirjanpitoarvon, ja viime vuosina näiden ero on kasvanut huomattavasti. Tämä takia Buffettin mukaan vuoden 2012 päätös hankkia osa osakkeista tarjoamalla niistä 120 % kirjanpitoarvosta oli järkevä.

Vuonna 2013 Berkshire on tehnyt kaksi isoa yritysostoa. Berkshire osti NV Energyn ja ison osan H.J.Heinziä. Tähän vuonna 2013 oli käytetty 18 miljardia dollaria. Heinzin oston tapauksessa Berkshire toimii 3G Capital sijoittajien kanssa rahoituskumppanina. Näin oli ostettu 8 miljardin dollarin edestä Heinzin etuoikeutettuja osakkeita. Buffettin mukaan Berkshire ei aio myydä Heinzin osakkeita vaan mieluummin ostaa lisää niitä. MidAmerican Energy, joka kuuluu Berkshiren "Powerhouse Five"-ryhmään, on ostanut NY Energy:n 5,6 miljardilla dollarilla.

Vuonna 2013 "Powerhouse Five" -ryhmä, johon kuuluvat myös BNFS, Iscar, Lubrizol ja Marmon, on ansainnut 10,8 miljardia dollaria ennen veroja. Mikäli Yhdysvaltojen talous jatkaa kasvua vuonna 2014, Buffett odottaa "Powerhouse Five"-ryhmän tuloksen parantamista jopa yhdellä miljardilla.

Berkshiren tytäryhtiöt ovat käyttäneet 11 miljardia dollaria käyttöomaisuuteen vuonna 2013, 89 % näistä investoinneista oli tehty Yhdysvalloissa. Berkshire kasvatti omistusoikeuksia jokaisessa "Big Four" -yrityksessä: American Express, Coca-Cola, IBM ja Wells Fargo. Rahat, jotka nämä yritykset ovat ansainneet Berkshireille on käytetty lisäosuuksien ostamiseen näissä yrityksissä.

Kirjeessä Warren Buffett käy läpi Berkshiren neljää merkittävää toimialaa. Vakuutusala on Berkshiren ydintoimintaa. Vakuutusosalalla vakuuttaja saa ensin rahat ja vasta joskus myöhemmin maksaa asiakkaalle vahingon syntyessä. Tätä rahaa Buffett kutsuu "float"-rahaksi. Kun vakuutusalan liiketoimintaa kasvaa, eivät pelkästään sen tulos ja liikevaihto kasvavat, vaan myös tämän "float"-rahan määrä kasvaa. "Float"-raha on oiva sijoituskelpoinen raha. Berkshiren "float"-raha on kasvanut 39 miljoonasta 77240 miljoonaan euroon, vuodesta 1970 vuoteen 2013.

Regulated, Capital-Intensive -liiketoiminta-alalla Berkshireilla on kaksi suurta toimijaa: BNFS ja MidAmerican Energy. Warren Buffett korostaa, että nämä kaksi tytäryritystä ovat vahvistamassa amerikkalaista taloutta. BNFS kuljettaa noin viisitoista prosenttia kaikista kaupunkiväestöistä kuljetuksista. Buffett huomauttaa, että BNFS on käyttänyt 4 miljardia dollaria rautateihin vuonna 2013 ja on suunnitteilla käyttää enemmän rahaa vuonna 2014.

Manufacturing, Service and Retailing -liiketoiminnassa Buffett ei erottele yrityksiä vaan katsoo toimialaa kokonaisuutena. Hänen mielestä se on hyvä liiketoimintaa. Koko ryhmän tulos ennen veroja oli 16,7 % vuonna 2013. Buffett myös kertoo, että näiden yritysten yhteenlaskettu reaaliarvo ylittää yritysten kirjanpitoarvon reilusti.

Finance and Financial Products -liiketoiminta-ala on Berkshiren pienin liiketoiminta-ala. Alaan kuuluvat kaksi vuokra-alan yritystä, XTRA (asuntovaunut) ja CORT (huonekalut), sekä Clayton Homes, joka on Yhdysvaltojen johtava valmiiden kotien tuottaja ja rahoittaja. Nämä yritykset ovat Berkshiren 100%:sesti omistamia tytäryrityksiä. Näiden yritysten lisäksi Buffet-

tin mukaan tähän liiketoiminta-alaan kuuluvat myös rahoitusvarojen kokoelma ja Berkadia Commercial Mortgage viidenkymmenen prosenttinen osuus. Tämän alan yritysten tulot ennen veroja olivat 985 miljoona dollaria vuonna 2013.

Kirjeen lopuksi Buffett listaa investoinnin perusteita. Buffett mainitsee kirjeissään osakkeenomistajille vuonna 2013 seuraavat asiat:

- Ei tarvitse olla asiantuntija jotta voi saavuttaa tyydyttävän sijoitustuoton. Täytyy tietää rajansa ja tehdä työtä. Kun sinulle luvataan nopea tuotto, kieltäydy.
- Keskity harkinnan alla olevaan investoinnin tuottavuuteen. Jos et pysty muodostamaan karkeaa arviota tulevasta tuottavuudesta, jatka eteenpäin. Ei jokaisen tarvitse osata arvioida jokaista investointia, sinun tarvitsee vain ymmärtää ne investoinnit mihin sitoudut.
- Mikäli seuraat ahnaasti potentiaalisen investoinnin mahdollista hinnanmuutosta – spekuloi.
- On tärkeä tuntee pelikenttä eikä tuijottaa tulostaulua. Jos pystyt ollemaan tuijottamatta osakkeiden hintoja, voitat suurempia pelejä.
- Makromielipiteiden muodostaminen tai makro ennusteiden kuunteleminen on vain turha ajan haaskausta ja se voi olla jopa vaarallista sillä se sumentaa niiden asioiden näkemisen, mitkä ovat oikeasti tärkeitä.

Vuoden 2013 kirjeessään Warren Buffett kertoo miten hän ja Charlie Munger toimivat, kun he ostavat osakkeita. He analysoivat osakkeiden oston sillä periaatteella kuin he ostaisivat koko yrityksen liiketoiminnan. He pähkäilevät, onko luotettavasti mahdollista arvioida liiketoiminnan tuloja vähintään viideksi vuodeksi eteenpäin. Jos se näyttää mahdolliselta, he pyrkivät ostamaan koko yrityksen tai sen yksittäisiä osakkeita kohtuullisella hinnalla.

Hyvin usein sijoittajat ajattelevat, että he eivät ymmärrä riittävästi jostain tietystä liiketoiminnasta, jotta he pystyisivät arvioimaan liiketoiminnan tuloksentuottokyvyn. Warren Buffettin mielestä tyypillisen sijoittaja ei tarvitse välttämättä tätä taitoa, koska amerikkalainen liiketoiminta on pärjännyt ja kehittynyt hyvin ja tämä trendi tulee jatkumaan. Ammattisijoittajan tavoite ei saisi olla vain parhaiden osakkeiden hankkiminen, vaan eri liiketoiminta-aloilla toimivien yritysten hyvänlaatuinen sekoitus. Warren Buffett neuvoo aloittelijoita sijoittamaan pitkäjän-

teisesti. Seuraamalla näitä sääntöjä ja pitämällä kustannukset matalalla jokainen saa käytännössä tyydyttävää tulosta omille sijoituksille.

Kirjeen lopuksi Buffett kertoo, miten Benjamin Grahamin kirja "The Intelligent Investor" on muuttanut hänen elämänsä. Hän on oppinut paljon kyseisestä teoksesta, jonka hän osti vuonna 1949. Grahamin ajatukset olivat selvitetty loogisesti ja helposti ymmärrettäviksi. Samaan aikaan kun Benjamin Graham oli kirjoittamassa kirjaa, hän osti GEICO:n. Buffett tuo esille sen, että jos Graham ei olisi huomannut GEICO:ssa erityisiä ominaisuuksia, Berkshire ja Buffettin tulevaisuus olisi ollut aivan erilainen. Tämän lisäksi kirjassaan Graham nostaa esille myös Northern Pacific –rautatieyhtiön, joka on BNFS-rautatieyhtiön tärkeä osa tällä hetkellä. Buffetti korostaa, että paras investointi, mitä hän on ikinä tehnyt, oli Benjamin Grahamin "The Intelligent Investor" kirja.

4.7 Kirje sijoittajille 2014

Seuraava analyysi perustuu Warren Buffettin kirjeeseen osakkeenomistajille 2014 (Buffett 2015). Berkshire's nettotulos oli 18,3 miljardia vuonna 2014. Tämä nosti A- ja B-sarjan osakkeiden kirjanpitoarvon 8,3 prosentilla. Vuoden 2014 loppuun mennessä yhtiön osakekohtainen kirja-arvo on kohonnut alkuperäisestä 19 dollarista reiluun 146 tuhanteen dollariin. Yhtiön osakearvo oli 19 dollaria vuonna 1964. Keskimääräisesti vuosikohtainen nousu on ollut 19,4 prosenttia.

Berkshire's hallitus vertaa vuosittain S&P500-indeksiä Berkshire's osakkeiden kirjanpitoarvo-muutokseen. Kirjanpitoarvo on hyvä mittari reaaliarvon seurannalle. Yhtiön historian alkuvuosikymmeninä yhtiön osakkeiden kirjanpitoarvon ja reaaliarvon suhde on ollut paljon tiiviimpi. Tämä perustui siihen, että yhtiö omisti enimmäkseen arvopapereita. Arvopapereiden arvo tarkistetaan ja lasketaan uudelleen jatkuvasti, jotta arvo vastaisi sen hetken markkinahintoja. Nykypäivinä Berkshire's toiminta on siirtynyt merkittävästi suurten yritysten omistamiseen ja niiden liiketoiminnan pyörittämiseen. Suuremmaksi osaksi Berkshire's omistamien yritysten reaaliarvo on suurempi kun niiden kirjanpitoarvo. Näin ollen kuilu reaaliarvon ja kirjanpitoarvon välille on kasvanut, kun tarkistetaan koko Berkshire yhtiötä. Tämän takia vuoden 2014 raporttiin oli lisätty uusi sarake, mikä kertoo osakehintamuutoksen läpi historian.

Warren Buffettin mielestä osakehintojen muutokset kuukausittain ja jopa vuosittain ovat epä-stabiileja eivätkä ilmaise reaaliarvon muutoksia. Toisaalta osakekurssit ja yhtiöiden reaaliarvot poikkeuksetta lähentyvät toisiaan. Buffettin ja hänen liikekumppaninsa mielestä viimeisten viidenkymmenen vuoden aikana osakkeiden reaaliarvon kasvu on suunnilleen yhteneväinen yhtiön osakkeiden markkinahinnan 1826163 prosenttiseen kasvuun.

Vuoden 2014 kirjeessä Buffett käy läpi yhtiön suurempia yrityksiä, niiden tuloksia ja niiden kehitystä. "Powerhouse Five"-ryhmä sai ennätystuloksen. Se oli 12,4 miljardia dollaria ennen veroja. Vastaava tulos vuonna 2013 oli 1,6 miljardia. Negatiivisen kehityksen on kokenut BNFS-rautatieverkosto, minkä syynä ei ollut taloudellinen menetys vaan asiakaspalveluongelma. Huomion arvoinen asia tässä on se, että BNFS ei ole vakuutusalan yritys. Vuonna 2015 Buffett aikoo käyttää 6 miljardia dollaria BNFS käyttöomaisuuteen, mikä on valtava määrä kun tätä summaa verrataan liikevaihtoon, tuottoon ja poistoihin. Rautatieliikenteessä sää aiheuttaa aina toiminnallisia ongelmia joten Berkshiren tehtävä on joka tapauksessa palauttaa BNFS-toiminta ja palvelutaso alan johtavalle tasolle. BNFS on Berkshiren tärkein ei-vakuutusosalalla toimiva tytäryritys.

Berkshiren ei vakuutusalan kuuluvat pienemmät tytäryritykset ovat ansainneet 5,1 miljardia dollaria vuonna 2014. Vuonna 2013 luku oli 4,7 miljardia. Berkshire odottaa edelleenkin voittoja näistä yrityksistä vuonna 2015.

Vakuutusalan tytäryritykset ovat tuottaneet positiivisen tuloksen 12 vuotta peräkkäin. Tämän ansiosta sijoitusrahojen arvo on kasvanut 41 miljardista 84 miljardiin, jotka on mahdollista sijoittaa Berkshiren toimintaan.

Vuonna 2014 Berkshiren tytäryhtiöt ovat käyttäneet 15 miljardia dollaria käyttöomaisuuteen, mikä on kaksi kertaa isompi summa kun tytäryhtiöiden poistot. Yhdeksänkymmentä prosenttia tästä rahasta on sijoitettu Yhdysvalloissa.

Berkshire on lisännyt omistusosuuden niiden jokaisessa "Big Four"-ryhmän yrityksessä. Eli yhtiö on kasvattanut omistusprosenttia American Express, Coca-Cola, IBM ja Wells Fargo yrityksissä. Omistusprosentit kasvoivat prosenttien kymmenyksillä, mutta se tekee yhteensä noin viidenkymmenen miljardin lisätuoton vuosittain.

Buffett ja hänen liikekumppaninsa Charlie Munger toivovat rakentavansa Berkshire'n reaaliarvon seuraavilla keinoilla:

- tytäryritysten perustulon jatkuva parantaminen
- yritysostot
- sijoituskohteiden kasvu
- osuuksien takaisinostot, mikäli ne on saatavilla hyvällä alennuksella reaaliarvoon verrattuna
- suuret satunnaiset hankinnat.

Kirjeessä käydään läpi Berkshire'n neljää merkittävää toimialaa. Vakuutusala on edelleen yhtiön ydintoimialaa. Vakuutusala on ollut yhtiön konehuoneena vuodesta 1967, jolloin Berkshire hankki National Indemnityn ja sen tytäryrityksen National Fire & Marineen 8,6 miljoonalla dollarilla. Se on edelleenkin Berkshire'n paras kauppa, sillä National Indemnityn nettokirjanpitoarvo on 111 miljardia dollaria, mikä tekee siitä maailman suurimman vakuutusalan yrityksen. Buffett kehuu vakuutusosalalla toimivien Berkshire'n tytäryritysten johtajia: hänen mielestään vaan niiden ansiosta on olemassa Berkshire'n vakuutusalan liiketoiminta.

Regulated, Capital-Intensive on liiketoimintaa, johon kuuluvat kaksi tytäryritystä, BNSF-rautatieteyhtiö ja BHE-energiayritys. Ne vaativat suuria pitkäaikaisia investointeja. Pitkäaikaisia velkoja on rahoitettu muiden toimijoiden takaamana, mikä on erittäin hyvä asia Berkshire-yhtiölle. Finance ja Financial Products alaan kuuluu nykyään Marmon-yhtiö 100%:n omistuksella. Tätä varten on luotu Finance ja Financial Products -liiketoiminta-ala Berkshire'ssa. Tähän alaan kuuluvat myös CORT- ja XTRA-yhtiöt. Yhtiöt ovat alansa johtajia ja ovat merkittävästi lisänneet omia tuloja, kun Yhdysvaltain talous on vahvistunut.

Negatiivisen vaikutuksen vuoteen 2014 on tuonut huono Tescon kehitys. Berkshire on omistanut Tescon osakkeita 415 miljoonaa kappaletta. Yritys oli silloin ja on tälläkin hetkellä Britannian suurin ruuan jälleenmyyjä. Investoinnin arvo oli 2,3 miljardia dollaria. Vuonna 2013 Buffett myi 114 miljoonaa osaketta ja sai 43 miljoonan dollarin tuoton. Vuoden 2014 aikana Tescon ongelmat jatkuivat, yhtiön markkinaosuus supistui. Berkshire myi kaikki Tescon osakkeet pois ja taloudellinen menetys oli 444 miljoonaa dollaria verojen jälkeen. Tätä ei ole tapahtunut usein Berkshire'n historian aikana, yhteensä kolme kertaa vuosien 1974-1975 aikana.

Viimeisten viidenkymmenen vuoden aikana Buffett on saanut tehtyä tärkeän johtopäätöksen. On turvallisempaa sijoittaa amerikkalaiseen monipuoliseen yrityskokoelmaan kuin arvopapereihin, joiden arvo on sidottu amerikkalaiseen valuttaan. Buffett myös huomauttaa, että tämä olisi toiminut myös edellisinä viidenkymmenen vuoden aikana (1900–1950) ja tähän aikaan on kulunut kaksi maailmansotaa ja Suuri lama. Buffettin mukaan sijoittajien on hyvä tietää historiaa, sillä se toistuu tavalla tai toisella.

Buffett Partnership Ltd. oli ostanut ensimmäiset Berkshiren osakkeet joulukuussa 1962. Warren Buffett oli ennakoanut silloin tehtaiden lisäsulkeutumisesta ja osakkeiden takaisinostot. Osakkeet olivat myynnissä hintaan 7,50 dollaria, vaikka niiden osakekohtainen käyttöpääoma oli 10,25 dollaria ja kirjanpitoarvo 20,20 dollaria.

Buffett on jatkanut järjestelmällisesti Berkshiren osakkeiden ostoa ja vuonna 1965 Buffett Partnership Ltd oli omistanut jo noin 393 tuhatta osaketta ja käytännössä otti yrityksen haltuunsa. Tästä huolimatta hänen mielestään nämä osakkeet, eli 25% koko Buffett Partnership Ltd:n pääoma oli sijoitettu liiketoimintaan, mistä hän henkilökohtaisesti tiesi ja ymmärsi hyvin vähän.

Vuoden 1964 lopussa Berkshiren nettoarvo oli tippunut 22 miljoonan dollariin, kun se oli vuonna 1955 55 miljoonaa dollaria. Vuoden 1964 jälkeen historiaan mahtuu pari hyvää vuotta ja kahdeksantoista vuotta taistelua tekstiililiiketoiminnan kanssa. Warren Buffett sulki kokonaan Berkshiren tekstiilitoiminnan vuonna 1985.

Warren Buffett hankki National Indemnity Company:n vuonna 1967. Silloin yritys oli pieni, mutta lupauksia antava vakuutusyhtiö. Buffettin mukaan hän on tehnyt ison virheen ostamalla niin hyvän yhtiön Berkshireille eikä Buffett Partnership Ltd:lle.

Vuoden 2014 kirjeessä Buffett kertoo, että hänen strategiansa on muuttunut, kun hän on tavannut Charlie Mungerin. Tämän yhteydessä Buffettille tuli esille se, että hänen strategiansa ei toimi suuremmilla summilla. Charlie Munger antoi Buffettille yksenkertaisen neuvon: ”Unohda sen mitä tiedät hyvän liiketoiminnan ostamisesta loistavalla hinnalla; osta loistavan liiketoiminnan hyvällä hinnalla.”

Buffettin mukaan Berkshire on tällä hetkellä kehittyvä monialayritys, joka jatkuvasti yrittää laajentua. Warren Buffett kertoo kirjeessään, että monialayrityksillä on huono maine sijoittajien piireissä, mutta hänen mielestään, mikäli monialayrityksen muoto käytetään viisasti, se on hyvä rakenne maksimoida pitkäaikaisen pääoman kasvua.

Tämän lisäksi Buffett kertoo kirjeessään 2014 myös Berkshiren tulevaisuudesta. Hänen tärkeimmät ajatuksensa ovat:

- Berkshiren osakkeenomistajien pysyvä pääomamenetyksen riski on hyvin alhainen.
- On vaikea kuvitella sellaista tapahtumaa, mikä johtaisi Berkshireä taloudellisiin ongelmiin.
- Mikään yritys ei edes tule olemaan niin osakaskeskeinen kun Berkshire.
- Oikean toimitusjohtajan valinta on erittäin tärkeää.
- Investoinnit ovat aina erittäin tärkeä asia Berkshireelle.

4.8 Kirje sijoittajille 2015

Tämän luvun analyysi käsittää vuonna 2016 julkaistun Buffettin kirjeen (Buffett 2016), joka koskee 2015 talousvuotta. Vuonna 2015 Berkshiren nettotulos oli 15,4 miljardia, ja se nosti A- ja B-sarjan osakkeiden kirjanpitoarvoa 6,4 prosentilla. Vuodesta 1964 vuoden 2015 loppuun yhtiön osakekohtainen kirjapitoarvo on noussut 19 dollarista 155510 dollariin, eli keskimääräinen vuosinousu on ollut 19,2 prosenttia.

Buffett odottaa Berkshiren tuloksentekevyyden kasvua vuosittain. Hän ottaa kuitenkin huomioon Yhdysvaltojen talouden heikohkot näkymät sekä ailahtavuuden ja mahdolliset suuren katastrofit, jotka voivat vaikuttaa vakuutusalaan.

Warren Buffettin mielestä vuoden 2015 yhtiön tärkein kehitysaskel ei ollut suinkaan taloudellinen, vaikka se johti parempaan tulokseen. Esimerkiksi BNSF-rautatietoyhtiö paransi huomattavasti asiakaspalvelulähtöisyyttä vuonna 2015. Saavuttaakseen tämän yhtiö investoi noin 5,8 miljardia dollaria pääomamenoja. Kirjeessä puhutaan ”Powerhouse Five” -ryhmästä, johon kuuluu tällä hetkellä BNSF-rautatietoyhtiö, Berkshire Hathaway Energy, Marmon, Lubrizol ja IMC. Näiden yritysten kannattavuus on erittäin hyvä ja ne eivät kuulu poikkeuksellisesti va-

kuutusalaan. Vakuutusalan yritykset ovat Berkshiren tärkeimmät omistuksen kohteet. Buffett ottaa huomioon, että vuonna 2016 puhutaan ”Powerhouse Six” -ryhmästä. Uusiksi jäseneksi tulee Precision Castpart Corp., joka oli ostettu vuoden 2016 alussa.

Tässä kirjeessä osakkeenomistajille puhutaan myös Heinzin ja Kraftin yhdistymisestä. Sen jälkeen Berkshire Hathaway omistaa Kraft Heinzin osakkeita 325,4 miljoonan arvon edestä, mikä on noin 27% kaikista Kraft Heinzin osakkeista. Kirjeensä mukaan Buffett ohjaa Berkshirea vain ystävällismielisiin yrityskauppoihin, ja näin ollen Berkshire menee sinne, mihin on tervetullut.

Vuonna 2015 Berkshire Hathaway on kasvattanut omistusosuutensa niin sanotussa ”Big four”-ryhmässä. ”Big four”-ryhmään kuuluvat American Express, Coca-Cola, IBM ja Wells Fargo. Buffettin mukaan nämä yritykset täyttävät hänen kriteerinsä. Näiden yritysten liiketoiminta on hyvä, sekä johtajat ovat lahjakkaita ja osakkeenomistajiin päin suuntautuneita.

Tässä kirjeessä Warren Buffett kertoo mielipiteensä Yhdysvaltain presidentinvaaleista, jossa ehdokkaat puhuvat paljon Yhdysvaltojen ongelmista. Näiden keskusteluiden tulokseksi muodostui kansalaisten usko heikkoon tulevaisuuteen ja siihen, että elintaso heikkenee edelleen. Warrenin mukaan näkemys on kuitenkin väärä, sillä Yhdysvaltojen bruttokansantuote per asukas -arvo on kasvanut kuusinkertaiseksi siitä arvosta, mitä se oli Buffettin synnyinvuotena, arvoon 56 000 dollaria per asukas. Buffett huomauttaa suoraan kirjeessä, että asukkaiden sivistys ei ole kasvanut niin paljon eikä työtä tehdä niin moninkertaisesti enemmän, vaan tuottavuus on kehittynyt sitä mukaan kuin tehokkuuskin. Buffett korostaa, että tämä trendi on jatkuva.

Kirjeessään Buffett käy läpi Berkshiren toiminnan kannalta neljä tärkeintä toimialaa:

- Insurance,
- Regulated, Capital-Intensive Businesses,
- Manufacturing, Service and Retailing Operations ja
- Finance and Financial Products.

Näiden avulla Buffett antaa osakkeenomistajille tiedon Berkshiren toiminnasta. Selvityksessä hän tutkii jokaisen alan tunnusluvut, sekä ennustaa mihin suuntaan tarkastelun alla oleva

toimiala on kehittymässä. Erityisesti vakuutusala tarkastellessaan Buffett korostaa vakuutuslalla olevien yritysten menestyksen olevan loistavien yritysjohtajien ansiota.

Tuottavuuden kasvu on tuonut yhteiskunnalle mahtavia etuja, mutta myös peruuttamattomia seurauksia. Markkinoiden muutoksissa Buffett ei anna armoa ja sääliä kapitalisteille, koska hänen mielestään heidän kuuluisi itse pitää huolta itsestään. Toisaalta, Buffett on huolissaan pitkää uraa tehneistä työntekijöistä, joiden työ voisi tulla tarpeettomaksi. Buffettin mukaan tuottavuuden kasvua ei ole tarvetta hidastaa. Sen sijaan ratkaisuksi tulisi luoda turva verkostoja, jotka mahdollistaisivat kunnollisen elämän näille työntekijöille irtisanomisen jälkeenkin, mikäli heidän työnsä ei ole enää tarvetta.

Buffett huomauttaa kirjeessä, että Berkshiren on luova riskitekijä-luettelo vuosittain, kuten muutkin julkiset yritykset tekevät. Tästä huolimatta Buffett ei muista, milloin tämä olisi auttanut häntä liiketoiminnan arvioimisessa. Suuret riskit ovat yleisesti hyvin tunnettuja ilman kyseistä luetteloakin. Riskit, jotka ilmenevät todeksi viidenkymmen vuoden päästä, voisivat olla ongelma yhteiskunnalle – ei suinkaan tämän päivän sijoittajille niiden sijoitustoiminnassa.

Ensisijaisesti kirje on tärkeä materiaali Berkshiren osakkeenomistajalle. Kirjeessä Warren Buffett käy läpi vuoden 2015 tuloksia, kertoo yhtiön toiminnasta ja mihin suuntaan toimintaa kehitetään. Kirjeessä Buffett ei pelkää arvostella itseään. Hän kertoo omista virheistään, jotka usein johtuivat oman yhtiön ja koko toimialan taloudellisen dynamiikan virheellisestä arvioinnista.

Kirjeessä Buffett kertoo näkemyksensä maailman tilasta. Hän ottaa kantaa nykypäivänä tärkeistä kysymyksistä: Yhdysvaltojen presidenttivaaleista ja tulevaisuudesta, tuottavuudesta ja myöskin ilmastonmuutoksesta. Hän katsoo optimistisesti tulevaisuuteen ja korostaa tuottavuuden kasvun roolia maan kehittämisessä.

4.9 Yhteenveto kirjeistä

Jokaisen kirjeen alussa Warren Buffett käy läpi tarkastelun alla olevan vuoden nettotuloksen ja sen, miten kokonaistulos on vaikuttanut A- ja B-sarjojen osakkeiden kirjanpitoarvoon. Tämän lisäksi keskimääräinen osakearvon vuosinousu läpi Berkshiren historian on tärkeä mitta-

ri Buffettille. Joka kirjeessä Warren Buffett kertoo vuosittaisen tuloksen ja tilannekatsauksen toimialtaittain. Buffett ja Munger ovat jakaneet Berkshiren omistamat yritykset neljään toimialaan:

- Insurance,
- Regulated, Capital-Intense Businesses,
- Manufacturing, Service and Retailing Operations,
- Finance and Financial Products.

Tämän liiketoimintaerittelyn avulla Buffett antaa Berkshiren osakkeenomistajille tiedon Berkshiren toiminnasta. Jokavuotisissa kirjeissä hän tutkii jokaisen toiminta-alan tunnusluvut, sekä ennustaa, mihin suuntaan jokainen toimialoista kehittyvät. Vahvemmin kirjeistä tulee ilmi, miten tärkeitä vakuutusalaalla toimivat Berkshiren omistamat yritykset ovat Berkshireille. Näin ollen vakuutusala on Berkshiren ydinliiketoimintaa. Buffett korostaa, miten paljon tämä ala on kehittynyt vuodesta 1967, siitä ajalta kun Berkshire hankki National Indemnityn ja sen tytäryrityksen National Fire & Marine. Vakuutusalaalla toimivat Berkshiren yritykset tuottavat hyvää tulosta, mutta tämän lisäksi myös "float"-rahaa, jota on mahdollista käyttää investointitoimintaan.

Jokaisessa kirjeessä Buffett tuo esille Berkshiren omistamien yritysten johtajat. Buffettin mukaan Berkshiren liiketoimintaa kehittyvät hyvin pitkälti niiden mallikkaan toiminnan ansiosta.

Jokaisen toimialan lisäksi Buffett käy läpi kaksi hänen laatimaansa yritysryhmää. Toinen niistä on "Powerhouse Five"-ryhmä ja toinen on "Big Four"-ryhmä. "Powerhouse Five"-ryhmään kuuluvat Berkshiren viisi suurinta yritystä, eli BNFS, Iscar, Lubrizol, Marmon Group ja Mid-American Energy. Berkshiren "Big Four"-ryhmään taas kuuluvat American Express, Coca-Cola, IBM ja Wells Fargo. "Powerhouse Five"-ryhmän tulos on tärkeä Berkshireille, sillä tämän ryhmän yritykset eivät kuulu vakuutusalaan. Tämän ryhmän kehitystä Buffett seuraa vuosittain hyvin tarkasti. "Big Four"-ryhmän yrityksistä Berkshire omistaa vain osuuden, ja ne ovat myös tärkeitä Berkshireille niiden suuren koon takia ja siksi, että ne ovat varmasti hyvää tulosta tekeviä yrityksiä. Näistä yrityksistä tulevan tuoton Berkshire käyttää samojen yritysten osakkeiden ostoon. Warren Buffett odottaa hyviä tuloksia näistä yrityksistä tulevaisuudessakin.

Kirjeissä Warren Buffett kertoo, että Berkshire käyttää suuriakin summia vuosittain yritysten käyttöomaisuuteen. Tämä on poikkeuksellista sijoitustoiminnassa. Harvoin osakkeenomistaja panostaa yrityksen käyttöomaisuuteen. Yleensä tämä raha sijoitetaan uusiin osakkeisiin. Tärkeä asia Buffettille on myös se, että nämä sijoitukset käyttöomaisuuteen sijoittuvat Yhdysvaltoihin, eikä tätä pääomaa viedä ulkomaille. Buffettin mukaan Yhdysvallat on tarpeeksi iso markkina-alue. Liiketoimintamahdollisuuksia on, ja talous kehittyy jatkuvasti eteenpäin. Yhdysvaltojen historiassa on ollut erilaisia ja vaikeitakin aikoja, mutta maan kehitys sekä talousmielessä että yleisesti on jatkunut nousujohteisesti.

Vaikka yritystoiminnan välitön tulevaisuus on epävarmaa, Yhdysvalloissa tapahtuva liiketoiminta on tehnyt hyvää tulosta läpi ajan. Osakkeet tuottavat hyvin, niin pitkään kun niiden arvo on sidottu yrityksen suorituskykyyn. Usein omissa kirjeissä osakkaille Buffett käy läpi reaaliarvon merkitystä ja sen merkillisyyttä liiketoiminnan arvioinnissa. Buffett pitää hänen tärkeämpänä tehtävänä Berkshire'n reaaliarvon kehitystä tuloksista riippumatta.

Warren Buffettin ja Charlie Mungerin vuosittainen päätavoite on Berkshire'n reaaliarvon kehittäminen entistä korkeammaksi. Tämä isompi kokonaisuus saavutetaan tytäryritysten perustuoton jatkuvalla parantamisella, hyvillä yritysostoilla, sijoituskohteiden kasvuilla ja niiden kehittämällä, osakkeiden takaisinostoilla järkevällä hinnalla, sekä satunnaisilla hankinnoilla.

5 YHTEENVETO JA POHDINTA

Kirjeissä Berkshiren osakkeenomistajille Warren Buffett kertoo useasti, että hän on oppinut paljon sijoittamisesta ja sen strategionnista Benjamin Grahamilta, erityisesti hänen teoksestaan ”The Intelligent Investor. Tästä huolimatta Warren Buffett toteaa, että Grahamin opinnot olivat vasta alkusijoitus hänen kehittyvään sijoitustoimintastrategiansa luontiin. Suurin käännekohta Buffettin henkilökohtaisen strategian kehityksessä tapahtui kun Warren Buffett oli tavannut Charlie Mungerin. Munger avasi Buffettin silmät siihen, että Grahamin perusteisiin luotu sijoitusstrategia ei toiminutkaan suurilla summilla. Yhteistyössä Mungerin kanssa Buffettin ja koko Berkshiren sijoitusstrategian periaatteeksi oli kehittynyt hyvän liiketoiminnan hankkiminen sillä hinnalla, mikä on oikeudenmukainen kyseisestä liiketoiminnasta.

Vaikka Warren Buffett on yksi Benjamin Grahamin kuuluisista oppilaista, hän ei keskity halpojen osakkeiden etsintään, mikä on pääperiaate, jota Graham on kuvannut kirjassaan ja myös opettanut. Berkshiren sijoitustoiminnan päätökset perustuvat vahvasti liiketoimintaan tutustumiseen ja tämän avulla osakkeen arvon määrittämiseen. Vasta tämän prosessin jälkeen tehdään päätös hankinnasta.

Käsitellyistä Warren Buffett kirjeistä osakkeenomistajille on muodostunut muutama sijoitusperiaate, joista Warren kertoo myös avoimesti kirjeissä. Warren Buffettin mukaan sijoittajan ei ole pakko olla asiantuntija siinä alassa mitä yritystä tai osakkeita hän on hankkimassa. Tyydyttävän sijoitustuoton on mahdollista saavuttaa ilman poikkeuksellisen hyvää alantuntemusta. Warren Buffettin mukaan sijoittajan täytyy arvioida hankittavan liiketoiminnan tulevaisuus vähintään viideksi seuraavaksi vuodeksi eteenpäin ja tämän arvion avulla on pohdittava onko hankittavan osakkeen hinta sopiva. Warren Buffett tuo esille kaksi tärkeää liiketoiminnan ostamisen kriteeriä: liiketoiminnan on oltava terve ja sen reaaliarvon täytyy olla suurempi kuin hankintahinta. Näin olleen tulevaisuuden ennustaminen liiketoiminnassa on poikkeuksellisen tärkeää, ja vain sellaisiin yrityksiin tulisi sijoittaa, joiden tulevaisuuden näkymät ja kehitysuunta ovat ennustettavissa. Tärkeä osa ennustamista tulevaisuuteen ja yrityksen reaaliarvon vertaamista pyyntihintaan on yritysjohton analysointi. Yrityksen johto on erittäin tärkeä osatekijä liiketoiminnassa Buffettin mukaan.

Aloittelevia sijoittajia Warren Buffett neuvoo sijoittamaan pitkäjänteisesti ja kehittämään omista osakepääomasta hyvänlaatuisen sekoituksen. Sekoituksen tulisi yhdistää eri liiketoimintaloilla toimivien yritysten osakkeet. Tervejärkinen sijoittaja keskittyy investoinnin tuottavuuteen ja sen kehitykseen, ei nopeisiin hintamuutoksiin. Seuraamalla näitä ohjeita Warren Buffettin mukaan jokainen sijoittaja pääsee tyydyttäviin tuloksiin omassa sijoitustoiminnassa.

Warren Buffett jakaa investoinnit kolmeen ryhmään: valuuttainvestointi, liiketoimintainvestointi ja investointi omaisuuteen, esimerkiksi kultaan. Liiketoimintaan sijoittaminen on kaikista turvallisinta, sillä pitkällä aikavälillä se on kannattavin ja turvallisinta. Vaikkei Warren Buffett kannata valuuttainvestointeja, Berkshire silti omistaa merkittävän määrän näitä. Tällä toiminnalla Warren Buffett varmistaa Berkshireen runsaan likviditeetin. Pääasiassa nämä ovat lyhytaikaisia sijoituksia ja ensisijaisesti Yhdysvaltojen velkasitoumuksia.

Tärkeää tietoa sijoitustoiminnassa on myös historia. Buffettin mukaan historiaa toistaa itseensä sijoitustoiminnassa tavalla tai toisella. Pitkän sijoitushistorian ja kokemuksen omaava Buffett on huomannut sen, että on huomattavasti turvallisempaa sijoittaa amerikkalaiseen monipuoliseen yrityskokoelmaan kuin arvopapereihin, joiden arvo on sidottu amerikkalaiseen valuttan. Amerikkalainen liiketoiminta on menestynyt hyvin jo pitkään, ja tämä hyvä trendi tulee jatkumaan myös jatkossa, korostaa Buffett omissa kirjeissä Berkshireen osakkeenomistajille.

LÄHTEET

Baumeister, R. & Leary, M. 1997. Writing Narrative Literature Reviews. Review of General Psychology vol1(3).

Buffett, W. 1968. Buffett Partnership Ltd Our performance in 1967 (Letters to partners 1968).
Saatavissa: http://www.rbcpa.com/WEB_letters/1968.01.24.pdf

Buffett, W. 2009. Letter to Shareholders 2008; Berkshire Hathaway Inc.
Saatavissa: <http://www.berkshirehathaway.com/letters/2008ltr.pdf>

Buffett, W. 2010. Letter to Shareholders 2009; Berkshire Hathaway Inc.
Saatavissa: <http://www.berkshirehathaway.com/letters/2009ltr.pdf>

Buffett, W. 2011. Letter to Shareholders 2010; Berkshire Hathaway Inc.
Saatavissa: <http://www.berkshirehathaway.com/letters/2010ltr.pdf>

Buffett, W. 2012. Letter to Shareholders 2011; Berkshire Hathaway Inc.
Saatavissa: <http://www.berkshirehathaway.com/letters/2011ltr.pdf>

Buffett, W. 2013. Letter to Shareholders 2012; Berkshire Hathaway Inc.
Saatavissa: <http://www.berkshirehathaway.com/letters/2012ltr.pdf>

Buffett, W. 2014. Letter to Shareholders 2013; Berkshire Hathaway Inc.
Saatavissa: <http://www.berkshirehathaway.com/letters/2013ltr.pdf>

Buffett, W. 2015. Letter to Shareholders 2014; Berkshire Hathaway Inc.
Saatavissa: <http://www.berkshirehathaway.com/letters/2014ltr.pdf>

Buffett, W. 2016. Letter to Shareholders 2015; Berkshire Hathaway Inc.
Saatavissa: <http://www.berkshirehathaway.com/letters/2015ltr.pdf>

Graham, B. 1949. Intelligent investor. New York: HarperCollins Publisher Inc.

Hyttinen, M. 2014. Vaurastu kuin Warren Buffett. Helsinki:Talentum.

Hämäläinen, K. & Oksaharju, J. 2016. Sijoita kuin guru. Vantaa: Hansaprint.

Lindström, K. 2007. Vaurastu arvo-osakkeilla. Kuudes painos. Helsinki: Talentum Media ja Cardia Invest.