

3. PEATÜKK

Väärtusinvesteerimise evolutsioon

V arsti pärast Newburger, Henderson & Loebiga liitumist aastal 1914. muutus Ben Graham rahutuks. Ta oli asunud kontoritööle, aga viidi peagi üle võlakirjaosakonda ja koolitati müügimeheks. Ta tahtis tegeleda kirjutamise, mitte võlakirjade müügiga. Kuigi Grahamil puudus formaalne majandus- või raamatupidamisharidus, hakkas ta iseseisvalt uurima raudteefirmasid, konkreetsemalt nende võlakirju ning kirjutama analüüse.¹

Tema analüüs Missouri Pacific Railroadi kohta äratas auväärse NYSE firma J. S. Bache and Company tähelepanu. Talle pakuti kohe 50 protsenti kõrgema palga eest statistiku töökohta. Graham teatas Newburgerile, et kuigi ta tunneb firma vastu lojaalsust, pole tal motivatsiooni hakata müügimeheks. Newburger tõstis vastukäiguna omakorda tema palka. See ei olnud küll päris 50 protsenti, aga selle juurde kuulus maiuspala: Grahamile anti võimalus moodustada omaenda statistikaosakond. Ta otsustas paigale jääda ja samal ajal kirjatööga edasi tegelda.

Sel ajal piirdus tõsine investeerimiskapital võlakirjade ostmisega. Lihtaktsiate soetamist peeti spekulatiivseks mänguks, mida ei mängita mitte finantsandmete, vaid siseinfo põhjal. Sellegipoolest hakkas Graham kirjutama The Magazine of Wall Streetile artikleid investeerimissoovitustega nii aktsiatele kui ka võlakirjadele. Tal tekkis peagi oma austajaskond. Järgmiseks avaldas ta traktaadi pealkirjaga „Investorite õppetunnid“. Selles väitis ta: „Kui aktsia turuväärtus on oluliselt väik-

sem kui sisemine väärtus, siis peaksid aktsial olema suurepärased välja-
vaated hinnatõusuks.“ See oli esimene kord, kui kasutati sõnapaari *sise-
mine väärtus*.²

Graham lahkus Newburgerist 1923. aastal, et asutada oma investee-
rimisfirma. Kahe aasta pärast palkas ta Jerome Newmani ning moodustas
Graham-Newman Corporationi, mis püsis aastani 1956. Grahami vara-
sed investeerimistulemused olid paljulubavad. Suur osa tema portfel-
list oli riskide vastu maandatud või kasutas ta arbitraaživõimalusi, mis
pehendasid 1929. aasta börsikrahhi järsku kukkumist. 1930. aastal tuli
Graham kivistavul börsile tagasi – seekord riskide vastu maandamata.
Ta uskus, et aktsiaturg on jõudnud põhja. Kui aga turg uuesti kukkus, oli
Graham teist korda elus pankrotiveerel.

Ent kõik polnud veel kadunud. Enne 1927. aasta krahhi oli Graham
hakanud andma oma *alma mater*'is investeerimise õhtukursust. Colum-
bia ülikooli kataloog lubas, et Wall Streeti investeerimisprofessionaal
õpetab esmaspäeva õhtuti Schermerhorn Halli ruumis 305 väärtpaberi-
analüüsi edasijõudnutele. Kursuse kirjelduses seisis: „Praktilisele turukat-
setele allutatud investeerimisteooriad. Hinnaja väärtuse lahknemise pärit-
olu ja tuvastamine.“ Sellel kursusel leiutas Graham termini *väärtpaberi-
analüüs* ja asendas Wall Streeti ametinimetuse „statistik“ uue nimetu-
sega „väärtpaberianalüütik“.³

Grahamil oli kursuse andmisel ainult üks tingimus: tuli leida keegi,
kes teeks üksikasjalisi märkmeid. Noor rahandusprofessor David Dodd,
kes hiljuti omandas bakalaureusekraadi Pennsylvania ja magistrakraadi
Columbia ülikoolist, oli vabatahtlikult nõus. Doddi märkmetest sündis
nende mõjukas raamat „Väärtpaberianalüüs“. Kui see 1934. aastal ilmus,
kirjutas Louis Rich New York Timesis: „See on täisväärtuslik, küps,
üksikasjalik ning igati kiiduväärt teadusliku katsetamise ja praktilise tar-
kuse sünnitis. Kui see peaks kunagi mõjule pääsema, siis liiguvad inves-
torite mõtted turult väärtpaberitele üle.“⁴

Kuigi Ben Graham ja David Dodd on „Väärtpaberianalüüsiga“ iga-
veseks seotud, ei andnud nad kunagi ühist kursust. Columbia sügis-
semestril õpetas Dodd magistriõppe esmakursuslastele „Väärtpaberi-

analüüsi“ põhjal investeringute juhtimist ja strateegiat. Kevadel pidas Graham kõigest kahekümne üliõpilasega väiksemat ja intiimsemat investeerimisseminari. Graham võttis oma seminari jaoks materjali samuti „Väärtpaberianalüüsist“, kuid lisahüvena sidus selle parajasti börsil kaubeldavate aktsiatega. Kui Warren Buffett 1951. aastal Columbia ülikooli astus, käis ta kõigepealt Doddi kursusel ja järgmisel semestril Grahami seminaril.

Esimene etapp: klassikaline väärtusinvesteering

Mida õppis Warren „Väärtpaberianalüüsist“ ning David Doddi ja Ben Grahmi kursustelt väärtusinvesteeringu kohta? Kui alustada algusest, siis raamatu esimene rida on: „Analüüs tähistab olemasolevate faktide hoolikat uurimist ning püüet teha neist üldkehtivate põhimõtete ja loogika põhjal järeldusi.“⁵ Graham ja Dodd uskusid, et väärtpaberianalüüs on suuresti samalaadne teaduslik meetod nagu juura või meditsiin. Kuid täpselt nagu juura ja meditsiini puhul, nii ei ole ka väärtpaberianalüüs täppisteadus. Ükski analüüs ei ole täiel määral prognoositav, aga kui analüütik järgib üldkehtivaid, mõõdetavaid fakte ja meetodeid, siis on edu tõenäosus oluliselt suurem, ütles Graham.

Ta otsis nii aktsiate kui ka võlakirjade puhul fakte, mis olid lihtsasti mõõdetavad ja ajakohased. „Väärtpaberianalüüsist“ välja toodud metodoloogia aetas suuremat rõhku sellele, mis on siin ja praegu, diskonteerides tulevaste võimalike sündmuste ebakindluse. Aspektid, mida ei saa hõlpsasti mõõta, jäävad Grahmi mõistes ebatäpseks ning ebatäpsus suurendab riski ja kahjumivõimalust. Graham muutus murelikuks, kui tulevikule liiga suurt rõhku pandi. „Spekulatsioon tähendab etümoloogiliselt ettepoole vaatamist,“ kirjutas ta. Palju mugavamalt tundis ta ennast traditsioonilise definitsiooniga, et investeering „on seotud minevikust lähtuvate äriosaluste, omandiõiguste ja väärtustega“.⁶

„Väärtpaberianalüüsist“ esitas Graham tabeli, mis aitas eristada spekulatsiooni ja investeerimist. „*Turufaktorid*, sealhulgas tehnilised,

manipulatiivsed ja psühholoogilised“ on tema sõnul spekulatiivsed. Vastaspoolele reastas ta investeringud, mis lähtuvad *sisemise väärtuse faktoritest*, sealhulgas kasumist, dividendist, varast ja kapitali struktuurist. Nende vahel identifitseeris Graham nii investeerimist kui spekulatsiooni hõlmavad *tulevikuväärtuse faktorid*: juhtkonna maine, konkurentsitingimused ja ettevõtte väljavaated, sealhulgas käibe, hinna ja kulude muutused.⁷

Ilmselt ei saa sisemise väärtuse faktoreid tulevikuväärtuse faktoritest täielikult eraldada. Sellest hoolimata rõhutas Graham väärtust arvutades sisemise väärtuse faktoreid tulevikuväärtuse faktorite ees. Graham-Newmanis töötavatele analüütikutele ei soovitatud tõepoolest ettevõtteid külastada ega juhtkonna käest tulevikuväljavaateid uurida, kuna kardeti, et see informatsioon kallutab analüüsi sisemise väärtuse arvelt liiga palju tulevikuväärtuse poole. Graham keeldus isegi tegevjuhi pilti vaatamast, sest ta pelgas, et kui talle foto ei meeldi, võib see tema analüüsi eelarvamuslikult mõjutada.⁸

Grahami ja Doddi väärtusinvesteeringute metodoloogia näeb ette maksta jooksva kasumi, jooksva dividendi ja käibevara suhtes madalat hinda. Ostes vaid nende faktorite suhtes madala hinnaga ettevõtteid, luuakse investeeringutele turvavaru. Mõiste *turvavaru* ei pärine huvitaval kombel Grahamilt. Ta leidis selle Moody'se investeerimisteatmiku juba enne 1930. aastat. „Võimud kasutavad väljendit „turvavaru“, et tähistada intressijärgse jäägi suhet intressiks makstavasse kasumisse.“⁹ Tõepoolest, kui Graham kutsus aktsiaanalüüsis üles säilitama turvavaru, rakendas ta sedasama meetodit, mida kasutas võlakirjade analüüsimisel. „Lihtaktsiatesse ja võlakirjadesse investeerimise võtted on väga sarnased,“ kirjutas ta. „Aktsiainvestor [tahab] samuti stabiilset äri, mis ilmub dividendinõude suhtes küllaldast kasumivaru.“¹⁰

Graham arutles, et mida suurem on turvavaru, seda väiksema langusriskiga seisab investor silmitsi turu müügilaine või halvenevate tulevikuväljavaadete korral. Ta uskus, et investorite jaoks on suurim oht see, kui nad maksavad kasumi, dividendi ja vara suhtes liiga kõrget hinda. Ta manitses investoreid ilmselgetest asjadest kaugemale vaatama. Oht üle

maksta ei varitse ainult heade ettevõtete, vaid ka ebakvaliteetsete firmade aktsiate puhul, kui need on kõrgel hinnatasemel ajal, mil parasjagu valitsevad soodsad, kuid ebapüsivad majandustingimused.



Väärtusinvesteerimise tuuma moodustavad kaks kuldreeglit. Esimene reegel ütleb: *Ära kaota raha*. Reegel number kaks on: *Ära unusta esimest reeglit*. Grahami reegel: suur turvavaru – ettevõtte praeguste väljavaadete ja aktsiahinna erinevus – on määrava tähtsusega, et hoida ära rahalist kahju, mida ta ise aktsiaturul koges.

„Väärtpaberianalüüsis“ tegi Graham vahet turuanalüüsil ja väärtpaberianalüüsil. „Väärtpaberianalüüsil on turuanalüüsi ees mitu eelist, mis nende jaoks, kellel on väljaõpet ja taipu, teevad esimesest tõenäoliselt edukama tegevusala.“ Graham uskus, et turuanalüüs on „sisuliselt kavaluste lahing“, kus sarnase mõtteviisiga investorid püüavad ära arvata, mida aktsiaturg lühiajalises perspektiivis teeb. Selles mängus pole riskide maandamist. „Turuanalüüsis pole turvavaru. Sul on kas õigus või sa eksid ja kui eksid, siis kaotad raha.“¹¹

Turvavaru kontseptsioon on kahtlemata nutikas strateegia. See maandab investeerimisriske peaaegu ideaalselt. Ostes lihtaktsiat, mis on teie arvestuse kohaselt sisemise väärtuse suhtes oluliselt alla hinnatud, võite teenida kena tootluse, kui kõik hästi laabub. Samas võite ka piirata oma kahjumit, kui tulevik toob ootamatuid sündmusi. Ent see pole veel kõik. Lisaks positiivsele tootlusele on turvavaru ka intellektuaalne psühholoogiline investering, investering temperamenti, mis teeb kasumi teenimise võimalikuks.

Turvavaru kasutamise lisahüve seisneb selles, et see tugevdab investori meeleskindlust vastu seismisel turu loomulikule lühiajalisele volatiilsusele. 2. peatükis tõstisime esile, kui tähtis on investoril jääda turu emotsionaalsete keeristormide suhtes ükskõikseks. Kui teate oma investeeringu väärtust ja suure turvavaru puhvrit, siis on teie vaim tugevam. Turvavaruga tegutsemine annab investorile julgust tegutseda stoilise

rahuga, mida on vaja selleks, et aktsiaturu emotsionaalsetel Ameerika mägedel sõites ennast kaitsta.

Paar lõiku tagasi nimetasin turvavaru peaaegu ideaalseks riskimaanduseks. See tähendab, et *alati* ei maanda see riske ideaalselt. Graham uskus, et kui suurejoonelised nägemused tulevasest kasvust ei täitu, siis on palju parem keskenduda käibevaradele. Isegi kui need ei paku nii suurt majanduslikku tootlust, on kuidagimoodi võimalik viisakas tootlus välja pigistada ka kehvalt tegutsevast ärist. Viimase abinõuna saab varad likvideerida. Muidugi on selle eelduseks, et keegi on alati valmis nurjuvate ettevõtete bilansilist väärtust ära ostma.

Mõni aasta hiljem sai Buffett omal nahal teada, miks Grahami meetod ei ole lollikindel. Ta avastas, et hind, mis ta Berkshire'ile kuuluvate kehvade ettevõtete bilansis oleva vara müügist sai, ei vastanud sageli kaugeltki mitte ootustele.

Grahami investeerimismeetodi abil ettevõtete lihtaktsiaid ostes kogus Warren äsja ümber ehitatud Berkshire Hathawayse mitmeid firmasid. Kuigi halbade ettevõtete odavate aktsiate ostmise toime usaldusühingu aegadel hästi – peamiselt sellepärast, et Warren võis need kiirelt maha müüa ja edasi liikuda –, sai ta aru, et halbade ettevõtete odava varastamise ja hoidmise strateegia viib Berkshire'i põhja. „Karistuseks sain õppetunni ühetüübiliste põllumajandusagregaatide tootjate, kolmanda järguliste kaubamajade ja Uus-Inglismaa tekstiilikäitiste majandusest,“ ütles ta.¹²

Põllumajandusagregaatide tootja oli Dempster Mill Manufacturing, kaubamaja Hochschild Kohn ja tekstiilikäitis Berkshire Hathaway. Kuigi Warreni eelisenä olid need ettevõtted tema täielikus omanduses ja seega juhtis ta nende kapitalipaigutust, siis olid säärase alaväärtuslike ettevõtete majandustulemused pehmelt öeldes viletsad. Alles siis, kui Warren ostis Charlie pealekäimisel See's Candiesi, hakkas ta nägema, milline on parema ettevõtte majandus. „Me oleme Charliega avastanud, et sõnnikust saia teha me ei suuda, vaid saia valmistamiseks on vaja ikkagi saiatainast. Meie eesmärk on leida mõistliku hinnaga silmapaistev ettevõte, mitte soodsa hinnaga keskpärane ettevõte.“¹³

1970. aastate alguses kuulus Berkshire Hathawayle ettevõte nimega Diversified Retailing, millele omakorda kuulus selline ettevõte nagu Blue Chip Stamps. Osa Blue Chip Stampsist oli omakorda Charlie investeerimisfirma omanduses. Ettevõte varustas supermarketeid ja bensiinijaamu allahindluskupongidega, mida kliendid said kleepida vastavasse raamatusse ja vahetada hiljem sooduskaupade vastu. Lunastamata kupongid toimisid nagu kindlustusfirmadegi puhul omamoodi maksekohustusena, mis võimaldas Blue Chip Stampsil osta teisi ettevõtteid, sealhulgas ühe hoiu-laenuühistu, ühe ajalehe ning osa lääneranniku šokolaaditootjast ja jaemüüjast See's Candies.

1972. aastal oli Blue Chip Stampsil võimalus asutajate perekonnalt ettevõtte See's Candies tervikuna ära osta. Hinnaks küsiti 40 miljonit dollarit, mis sisaldas 10 miljonit dollari eest bilansilist vara. See'si materiaalne vara väärtus oli küll ainult 8 miljonit dollarit, kuid iga-aastane maksueelne kasum 4 miljonit dollarit. Charlie leidis, et tehing on mõistlik, aga Warren selles nii kindel ei olnud. Ta märkis, et hinnaks küsitakse materiaalse vara kolmekordset väärtust. Sellise hinna oleks Ben Graham kindlasti maha laitnud. Warren pakkus 25 miljonit dollarit, arvates, et ta on ehk ikkagi üle maksnud.

Tagantjärele näeme, et Warren ei maksnud See's Candiesi eest üle. Õigupoolest läheb See's Berkshire'i ajalukku kui üks majanduslikult tulusamaid ettevõtteid. Housatonic Partnersi kaasasutaja ning populaarse raamatu „Autsaiderid: kaheksa ebatavalist tegevjuhti ja nende radikaalselt ratsionaalne edu valem“ autori Will Thorndike'i sõnul oli See'si sise-mine tasuvusmäär (IRR) 1972.–1999. aastal 32 protsenti. „Tähelepanuväärne on, et IRR oli ühtaegu võimenduse ja ka terminaalkväärtuseta,“ märkis Will. „Kui kahekordistada ostuhinda ja jätta kõik muu konstantseks, kaasa arvatud rahavoog ja periood, siis on IRR 21 protsenti. Uskumatu.“¹⁴

2014. aastal jagas Warren Berkshire Hathaway aastaaruandes aktsionäridele värskendatud andmeid See'si investeringu kohta. 42 aasta jooksul oli See's Candies andnud Berkshire'ile 1,9 miljardit dollarit maksueelset kasumit, nõudes seejuures ainult 40 miljoni dollari ulatuses

täiendavaid kapitaliinvesteeringuid. See'si kasumit rakendati järgnevatel aastatel mujal, nii et Berkshire sai osta teisi ettevõtteid, mis andsid omakorda veel rohkem kasumit. See oli sama, nagu vaataks „jäneseid sigimas“, ütles Warren.¹⁵

See'si omandamisega sai Warren kolm õppetundi. Esiteks polnud See's Candies Grahami aktsiaostumeetodi järgi mitte ülehinnatud, vaid oluliselt alahinnatud. Teiseks sai Warren See'si ostuga omast kogemusest teada, et isegi aeglase kasvuga ettevõtte eest kõrget kordajat maksta on tark investeerida, kui kapital on paigutatud ratsionaalselt. Kolmandaks ütles ta: „Sain võimsa kaubamärgi väärtuse kohta ärialast haridust, mis avas mu silmad paljudele teistele tulusatele investeeringutele.“¹⁶

See's Candiesi ostuga eemaldus Warren Grahami rangest reeglist osta kasumi, dividendi ja käibevara suhtes ainult madala hinnaga aktsiaid. Seda peetakse nüüd oluliseks pöördepunktiks. Süürest just See'si kogemus motiveeriski Warrenit ostma ka teisi tugeva brändiväärtusega tarbekaupade tootjaid. Näiteks Coca-Cola Companyt.

Kui Berkshire ostis 1988. aastal Coca-Cola, maksis selle aktsia 15-kordse kasumi ja 12-kordse rahavoo hinda, mis olid vastavalt 30 ja 50 protsenti üle turu keskmiste näitajate. Warren maksis aktsiate eest viiekordse bilansilise väärtuse. Neid, kes olid üles kasvanud Ben Grahami väärtusinvesteeringute rangete põhimõtete vaimus, võttis see ulguma. Warren oli oma õpetajale selja pööranud, kurtsid nad.

1989. aastal oli Berkshire'i omanduses 7 protsenti Coca-Cola aktsiatest. Warren investeeris ettevõttesse ühe kolmandiku oma portfelist, mis tähendas miljardidollarilist panust. Kümme aastat hiljem oli Berkshire'i investeering Coca-Colasse väärt juba 11,6 miljardit dollarit. Sama investeering S&P 500 indeksisse oleks sel perioodil kasvanud 3 miljardi dollarini. Kas Coca-Cola aktsiate ost oli Warreni jaoks väärtusinvesteering? Või tegi ta kummarduse kasvuinvestorite leerile, keda turu impulss 1990. aastatel tagant toetas?

Warren palub meil mõelda, kuidas teha kindlaks atraktiivset investeeringut. Enamik investoreid valib kahest tavapärasest lähenemisest ühe – kas „väärtuse“ või „kasvu“ –, otsekui oleksid need kaks mõistet

oma olemuselt teineteist välistavad. „Enamik analüütikuid tunneb, et nad peavad valima ühe neist kahest lähenemisest, mida tavaliselt peetakse vastandlikuks. Paljud investeerimisala professionaalid peavad nende kahe mõiste kokkusegamist tõepoolest teatavaks intellektuaalseks transvestismiks.“¹⁷

„Väärtusinvesteeringimine tähistab harilikult aktsiate ostmist selliste näitajate järgi nagu madal hinna ja bilansilise väärtuse suhtarv, madal hinna ja kasumi suhtarv või kõrge dividenditootlus,“ selgitab Warren. „Kahjuks ei pane need omadused isegi üheskoos kaugeltki paika, kas investor tõepoolest ostab midagi väärtuse järgi ja kas ta tegutseb päriselt väärtusinvesteeringute põhimõttel. Ka vastupidised omadused – kõrge hinna ja bilansilise väärtuse suhtarv, kõrge hinna ja kasumi suhtarv ja madal dividenditootlus – ei pruugi kindlasti olla väärtusinvesteeringule sobimatud.“¹⁸

Ülaltoodud lõik, mis leidub Berkshire Hathaway 1992. aasta aruande üheksandal leheküljel, võtab kuuekümnelt üheksa sõnaga kokku Warreni käsitluse väärtusinvesteeringimisest. Tema jaoks ei tähenda väärtusinvesteeringimine eranditult madala hinna ja kasumi suhtarvuga ettevõtete ostmist ning samuti pole väärtusinvestori jaoks välistatud kõrge hinna ja kasumi suhtarvuga ettevõtted.

Warren möönis küll, et kannatas kasvu ja väärtuse debatist tingitud „hägusa mõtlemise“ all, kui ta oli tükk maad noorem. Kuid praegu mõistab ta, et „need kaks lähenemist on lahutamatu seotud: kasv on väärtuse kalkulasioonis alati esindatud kui muutuja, mille tähtsus võib ulatuda tühisest tohutuni ja mõju võib olla nii negatiivne kui ka positiivne“.¹⁹

1992. aastal distantseerus Warren ühes aspektis avalikult Ben Grahamist. Mitte küll Grahami fundamentaalsest investeerimisfilosoofiast, mis rõhutab nõuet osta aktsiaid turvavaruga ja säilitada vajalik temperament, vaid lihtsatest arvutusmeetoditest, mille abil Graham väärtust tuvastas. See viib edasi olulise küsimuseni: mis kasu on väärtuse tuvastamisel madalale hinnale viitavatest teguritest?

Klassikalise väärtusinvesteeringimise olemus (mida on siinkohal määratletud kui Grahami ja Doddi esitatud metodoloogiat) seisneb selles,

et tuleb teha kindlaks madala valuatsiooniga aktsiad, mille hind on langenud, kuna investorid on viimasele halvale uudisele üle reageerinud. Niisamuti usuvad klassikalised väärtusinvestorid, et samamoodi reageeritakse üle ka populaarsete kasvuaktsiate puhul, mis parema tuleviku ootuses üles ostetakse. Jooksva kasumi suhtes kõrge hinnaga aktsiad on nende silmis ülehinnatud.

Väärtusinvesteeringu tuumaks on vastaline vaim. Väärtusinvestorid ostavad seda, mida turg müüb, ja müüvad seda, mida turg ostab. Klassikalise väärtusinvesteeringu edu tugineb õigupoolest keskmise väärtuse juurde tagasipöördumise kontseptsioonile, mis tähendab, et madala hinnaga aktsiad lõppkokkuvõttes tõusevad ja kõrge hinnaga aktsiad langevad. „Väärtpaberianalüüsi“ tiitellehele torkas Graham rooma luuletaja Quintus Horatius Flaccuse tsitaadi: „Paljud, kes on langenud, tõusevad taas ausse ning paljud, keda praegu austatakse, langevad.“

Ent Warren sai lõpuks ka valusa õppetunni: „Vaja on mõtlemist, mitte arvamusküsitlust.“²¹ Aastate jooksul on Grahami ja Doddi kirjeldatud klassikalise väärtusinvesteeringu kaitseks ja propageerimiseks sõna võtnud mitmed tunnustatud majandusteadlased, sealhulgas Eugene Fama ja Kenneth French. Nende laialdaselt loetud ja tsiteeritud teadustööd panid aluse ja andsid usutavuse sadadele väärtuspõhiste investeerimisfirmadele. Peatselt ostis igaüks, kes nimetas end väärtusinvestoriks, madala P/B-suhtarvuga kasumit teenivaid dividendiaktsiaid ning hoidus kõrgete kordajatega aktsiatest. Warren tegi täpselt sedasama, kuni sai vahetu kogemuse täiel määral tema kontrolli alla kuuluvate firmadega, mis olid ostetud odava hinna eest ainult nende näitajate põhjal ning mis hakkasid mõnikord pärssima Berkshire'i majandustulemusi.



See, mis Warren Buffettile kolmkümmend aastat tagasi pikkamööda selgeks sai, valmistab praegusel ajal peavalu ka klassikalise väärtuse leerile. Alates 2008. aasta finantskriisist on klassikalised väärtusaktsiad jäänud kõrgemate kordajatega kasvuaktsiatele drastiliselt alla. Kasvuaktsiate