

*Pentru Nancy, Jane și Andrew,
cu toată dragostea.*

CUPRINS

Introducere	009
1. Cel mai important lucru este... să gândești la al doilea nivel	017
2. Cel mai important lucru este... să înțelegi eficiența pieței (și limitele ei)	026
3. Cel mai important lucru este... valoarea	039
4. Cel mai important lucru este... relația dintre preț și valoare	051
5. Cel mai important lucru este... să înțelegem riscul	062
6. Cel mai important lucru este... să recunoaștem riscul	084
7. Cel mai important lucru este... să ținem riscul sub control	099
8. Cel mai important lucru este... să fim atenți la evoluțiile ciclice	112
9. Cel mai important lucru este... să fim conștienți de oscilația pendulului	121
10. Cel mai important lucru este... combaterea influențelor negative	131
11. Cel mai important lucru este... să nu fim conformiști	148
12. Cel mai important lucru este... să găsim chilipiruri	161
13. Cel mai important lucru este... oportunismul răbdător	172

14.	Cel mai important lucru este... să știm ce anume nu știm	186
15.	Cel mai important lucru este... să avem o idee despre unde ne aflăm	197
16.	Cel mai important lucru este... să apreciem rolul norocului	210
17.	Cel mai important lucru este... să investim defensiv	221
18.	Cel mai important lucru este... să evităm capcanele	239
19.	Cel mai important lucru este... să adăugăm valoare	259
20.	Cel mai important lucru este... să le strângi pe toate laolaltă	269

Introducere



În ultimii douăzeci de ani am scris din când în când scrisori de informare către clienții mei - mai întâi la Trust Company of the West și apoi la Oaktree Capital Management, compania al cărei cofondator am fost în 1995. Folosesc scrisorile de acest fel ca să-mi expun filozofia de investiții, ca să explic mecanismele financiare și ca să le ofer clienților părerea mea despre evenimente recente. Aceste scrisori alcătuiesc nucleul de bază al cărții de față și veți găsi pasaje din multe dintre ele în paginile care urmează, fiindcă eu cred că învățămintele lor se aplică la fel de bine astăzi ca atunci când au fost scrise. Pentru includerea lor aici am operat unele schimbări minore, în primul rând pentru ca mesajul lor să fie mai clar.

Ce anume, mai exact, este „cel mai important lucru“? În iulie 2003, am scris un memoriu de informare cu acest titlu, care aducea laolaltă elementele pe care le socoteam esențiale pentru succesul în investiții. Uite cum începea: „Când mă întâlnesc cu clienții și cu potențialii clienți, mă aud spunând în repetate rânduri: «Cel mai important lucru este X.» După care, zece minute mai târziu, «Cel mai important lucru este Y.» Apoi este Z, și așa mai departe.“ Una peste alta, scrisoarea sfârșește prin a vorbi despre optsprezece „cele mai importante lucruri“.

Față de acea primă scrisoare, am mai adus niște ajustări la lucrurile pe care le consider „cele mai importante“, dar ideea fundamentală rămâne neschimbată: toate sunt importante. Ca să ai succes în investiții, trebuie să ții cont de mai

multe aspecte separate în același timp. Dacă omiți oricare dintre ele, rezultatul va fi, cel mai probabil, nu destul de satisfăcător. Tocmai de aceea am construit această carte în jurul ideii de „cele mai importante lucruri” - fiecare dintre ele reprezintă câte o piesă în ceea ce eu sper că va deveni o construcție solidă și niciuna dintre ele nu are voie să lipsească.

Nu mi-am propus să scriu un manual pentru investiții. Mai degrabă, această carte este o expunere a filozofiei mele de investiții. Eu o consider crezul meu, iar pe parcursul carierei mele profesionale mi-a devenit ca un fel de religie. Acestea sunt lucrurile în care cred, stâlpii indicatori care nu mă lasă să pierd direcția. Mesajele pe care le transmit sunt cele care cred că vor dăinui. Sunt sigur că relevanța lor se va întinde dincolo de momentul actual.

Nu veți găsi aici un ghid practic. Nu există o rețetă infailibilă pentru succesul în investiții. Nu veți găsi instrucțiuni descrise pas cu pas. Nici formule de evaluare cu constante matematice sau rapoarte fixe - de fapt, foarte puține cifre. Doar un mod de a gândi care s-ar putea să vă ajute să luați decizii judicioase și, poate chiar mai important, să evitați capcanele în care mulți se lasă ispitiți să cadă.

Nu mi-am propus să simplific actul de a investi. De fapt, aspectul pe care îmi doresc cel mai mult să-l scot în evidență ar fi cât de complex este acesta. Cei care încearcă să simplifice investiția le fac un mare deserviciu celor care îi urmăresc. Eu voi rămâne la nivelul principiilor generale în ce privește rentabilitatea, riscul și procesul investițional; ori de câte ori vorbesc despre clase anume de active și de tactici, o fac doar ca să-mi ilustrez afirmațiile.

Câteva cuvinte despre economia cărții. Am menționat mai sus că succesul în investiții cere atenție în multe privințe simultan. Dacă ar fi cât de cât posibil acest lucru, eu le-aș trata pe toate deodată. Din păcate, limitele limbajului mă

obligă să abordez fiecare subiect pe rând. Așadar, voi începe cu o discuție despre mediul de piață în care au loc investițiile, ca să definesc terenul de joc. Apoi voi vorbi despre investitori, despre elementele care au efect asupra succesului lor sau a lipsei de succes și despre lucrurile pe care ei ar trebui să le facă pentru a-și îmbunătăți șansele. Capitolele finale sunt o încercare de a aduce la un loc ambele grupuri de idei, sub forma unui rezumat. Deoarece filozofia mea este „dintr-o bucată”, însă unele idei au relevanță pentru mai mult decât un singur capitol, vă rog să aveți răbdare cu mine, dacă vi se pare că mă repet.

Sper ca ideile din această carte să vi se pară inedite, să vă provoace la reflecție și, de ce nu, poate chiar la controverse. Dacă îmi veți spune: „Ah, ce mi-a plăcut cartea dumneavoastră, a lărgit perspectiva a tot ce-am citit eu vreodată până acum!”, voi avea sentimentul că am eșuat. Scopul meu este să ofer idei și moduri de a gândi peste care n-ați mai dat până acum. Divine pentru mine ar fi doar aceste șase cuvinte: „Nu am privit lucrurile niciodată așa”.

011

În particular, veți constata că discut mai mult despre riscuri și modurile în care pot fi ele limitate, decât despre cum să obținem rentabilitatea investițiilor. Pentru mine, riscul este aspectul cel mai interesant, cel mai dificil și cu adevărat esențial al investiției.

* * *

Când potențialii clienți vor să înțeleagă de ce merg bine lucrurile la Oaktree, principala lor întrebare este de regulă o variațiune sau alta a formulării „care au fost factorii hotărâtori ai succesului dumneavoastră”. Răspunsul meu este simplu: o filozofie eficace de a investi, dezvoltată și rafinată de-a lungul a patru decenii și implementată conștiincios

de niște oameni foarte calificați, care au în comun aceeași cultură și aceleași valori.

De unde vine o filozofie de investiții? Singurul lucru de care sunt perfect sigur este că nimeni nu sosește în pragul unei cariere în investiții cu o filozofie complet formată. O filozofie trebuie să fie suma multor idei acumulate pe o perioadă lungă de timp, dintr-o varietate de surse. Nu poți să-ți creezi o filozofie eficace fără să fi fost expus la lecțiile vieții. Eu am fost destul de norocos, atât din punctul de vedere al experiențelor diverse, cât și din cel al lecțiilor de mare efect asupra mea.

012 Timpul pe care l-am petrecut studiind la două mari instituții de învățământ economic mi-a asigurat o combinație pe cât de eficace, pe atât de provocatoare: instruire emnamente practică, dar și calitativă, în perioada studiilor de licență la Wharton și educația teoretică și cantitativă din timpul studiilor postuniversitare de la Graduate Business School a Universității Chicago. Nu informațiile concrete și procesele specifice pe care le-am învățat au contat cel mai mult, ci faptul că am avut contact cu cele două curente principale de gândire din domeniul investițiilor și a trebuit să stau și să cuget la cum aș putea să le împac și să le sintetizez în propria mea abordare.

Un aspect important este că o filozofie ca a mea se bazează pe faptul că treci prin viață cu mintea deschisă. Trebuie să fii conștient de ceea ce se întâmplă în lume și de rezultatele la care duc evenimentele petrecute. Numai așa poți să pui la treabă învățămintele, atunci când se materializează din nou niște circumstanțe similare. Faptul că majoritatea investitorilor nu reușesc să facă acest lucru este elementul care îi determină să se trezească în mod repetat victimele ciclurilor de avânt și prăbușire ale pieței.

Mie îmi place să spun: „Experiența este lucrul cu care te alegi atunci când n-ai obținut ce doreai“. Vremurile bune

nu te învață decât lucruri rele: că e ușor să investești, că știi deja toate secretele și că n-ai nevoie să-ți bați capul cu riscurile. Lecțiile cele mai valoroase se învață în vremuri grele. Din acest punct de vedere, eu am avut „norocul“ să fi trecut prin niște evenimente ieșite din comun: embargoul petrolier arab, stagflație, colapsul celor mai bine cotate 50 de acțiuni de la bursa americană (Nifty Fifty) și „moartea acțiunilor“ din anii 1970, Lunea Neagră din 1987, când Indicele Industrial Dow Jones și-a pierdut 22,6% din valoare într-o singură zi, creșterea masivă din 1994 a ratelor dobânzilor, care a trimis în cădere liberă instrumentele de debit cu sensibilitate la rata dobânzii, criza piețelor emergente, incapacitatea de plată rusească și dezintegrarea fondului de hedging Long-Term Capital Management din 1998, explozia bulei speculative a acțiunilor de înaltă tehnologie din 2000-2001, scandalurile contabile din 2001-2002 și criza financiară globală din 2007-2008.

Deosebit de formativă a fost perioada anilor 1970, fiindcă au apărut atât de multe situații dificile. Era practic imposibil să obții o slujbă în investiții în anii șaptezeci, ceea ce înseamnă că, pentru a putea considera deceniul acela ca „experiență“, trebuia să fi avut deja slujba înainte ca el să înceapă. Câți dintre oamenii care începuseră în anii șaiszeci mai erau încă activi la sfârșitul anilor nouăzeci, când s-a spart bula acțiunilor de înaltă tehnologie? Nu prea mulți. Majoritatea investitorilor profesioniști se alăturaseră domeniului în anii optzeci sau nouăzeci și nu știau că piața poate să scadă cu mai mult de 5% - cea mai mare scădere înregistrată între 1982 și 1999.

Dacă ai lecturi diversificate, poți să înveți de la oamenii ale căror idei merită să fie publicate. Unele dintre cele mai importante lecturi au fost pentru mine minunatul articol al lui Charley Ellis, *The Loser's Game* („Jocul perdantului“), apărut în *The Financial Analyst Journal*, numărul pe iulie-august 1976,

cartea *A Short History of Financial Euphoria* („O scurtă istorie a euforiei financiare“) de John Kenneth Galbraith, apărută la editura Viking din New York în 1990, și cartea lui Nicholas Taleb, *Păcălit de hazard*⁰¹, apărut la editura Texere din New York în 2001. Fiecare dintre cele trei lecturi a contribuit mult la formarea gândirii mele.

În sfârșit, am avut extrem de marele noroc să învăț nemijlocit de la câțiva gânditori remarcabili: de la John Kenneth Galbraith despre slăbiciunile și maniile oamenilor, de la Warren Buffett despre răbdare și încăpățânarea de a adopta o opinie contrară majorității, de la Charlie Munger despre importanța așteptărilor rezonabile, de la Bruce Newberg despre „probabilitate și rezultat final“, de la Michael Milken despre asumarea conștientă a riscului și de la Ric Kayne despre cum se așază „capcanele“ (oportunități de investiții subevaluate în care poți face mulți bani, dar nu poți pierde mulți). Am avut, de asemenea, de câștigat din asocierile mele cu Peter Bernstein, Seth Klarman, Jack Bogle, Jacob Rothschild, Jeremy Grantham, Joel Greenblatt, Tony Pace, Orin Kramer, Jim Grant și Doug Kass.

Adevărul fericit este că am fost expus la toate aceste elemente și îndeajuns de conștient încât să le combin într-o filozofie de investiții care a dat rezultate pentru organizațiile mele - și, ca atare, pentru clienții mei - timp de mulți ani. Nu este singura corectă - există o mulțime de feluri în care se poate rezolva o problemă -, dar este potrivită pentru noi.

Mă grăbesc să subliniez că filozofia mea n-ar fi însemnat mare lucru dacă n-ar fi fost pusă cu iscusință în practică de extraordinarii mei asociați cofondatori de la Oaktree - Bruce Karsh, Sheldon Stone, Larry Keele, Richard Masson și Steve Kaplan -, cu care am avut norocul să fac echipă între

1983 și 1993. Sunt convins că o idee nu folosește la nimic, dacă nu te ajută să iei o decizie, lucru cu deosebire adevărat în lumea investițiilor. Filozofia pe care o împărtășesc eu aici n-ar fi atras atenția, dacă n-ar fi existat realizările acestor parteneri și ale celorlalți colegi ai mei de la Oaktree.

1

Cel mai important lucru este... să gândești la al doilea nivel

Arta investițiilor are o caracteristică pe care, în general, nu știm s-o apreciem. Investitorul amator poate să obțină un rezultat apreciabil, chiar dacă nespectaculos, cu minimum de efort și capabilitate; dar îmbunătățirea acestui standard ușor de atins cere multă hărnicie și ceva mai mult decât un dram de înțelepciune.

BEN GRAHAM, *THE INTELLIGENT INVESTOR*

017

Totul ar trebui să fie făcut pe cât de simplu posibil, dar nu simplu.

ALBERT EINSTEIN

Nu zice nimeni că trebuie să fie ușor. Cui i se pare ușor nu poate fi decât prost.

CHARLIE MUNGER

Puțini oameni au ce le trebuie ca să fie investitori excepționali. Unii pot să fie învățați cum s-o facă, dar nu toți... iar cei care pot să fie învățați nu pot să învețe totul. Metodele valabile dau rezultate uneori, dar nu tot timpul. Iar investiția nu poate fi redusă la un simplu algoritm care să fie lăsat pe seama unui computer. Nici măcar investitorii cei mai buni nu au succes de fiecare dată.

Motivele sunt simple. Nicio regulă nu dă întotdeauna rezultatele scontate. Mediul nu este controlabil, iar situațiile nu se repetă decât rareori exact la fel. Psihologia joacă un rol major pe piețe și, pentru că este extrem de variabilă, nu poți să te bazezi invariabil pe relațiile cauză-efect. O metodă de investiții poate să funcționeze o vreme, dar până la urmă demersurile pe care le impune vor schimba condițiile de mediu, ceea ce înseamnă că va fi nevoie de o abordare nouă. Iar, dacă alții imită și ei o metodă, emulația îi va scădea din eficacitate.

Domeniul investițiilor, la fel ca știința economiei, este mai degrabă o artă, decât o știință. Ceea ce înseamnă că poate deveni o treabă cam încurcată.

Unul dintre cele mai importante lucruri de avut în vedere astăzi este că știința economiei nu este o știință exactă. Se prea poate să nici nu fie de fapt o știință, în sensul că în știință se pot efectua experimente controlate, se pot reproduce cu precizie rezultate din trecut și se poate conta pe valabilitatea verificată a relațiilor dintre cauză și efect.

WILL IT WORK? („VA DA REZULTATE?”), 5 MARTIE 2009

Fiindcă investițiile pot fi cel puțin în egală măsură o artă, pe cât sunt o știință, nu îmi propun nicăieri - în această carte sau în altă parte - să dau de înțeles că ar putea fi transformate într-o rutină executabilă. De fapt, unul dintre lucrurile pe care vreau să le accentuez cel mai mult ar fi cât de important este ca abordarea de investiții să-ți fie una intuitivă și adaptabilă, nicidecum fixă și mecanică.

* * *

Până la urmă este o chestiune care ține de ce anume încerci să realizezi. Oricine poate să obțină o

performanță medie de investiții - nu trebuie decât să investească într-un fond index care cumpără câte puțin din toate, lucru care îi va aduce ceea ce se numește „randamentul pieței“ - un câștig doar cât cel realizat de piață. Dar investitorii de succes vor mai mult. Ei vor să fie mai tari decât piața.

În viziunea mea, aceasta ar fi definiția succesului în investiții: să ai rezultate mai bune decât piața și decât alți investitori. Ca să ajungi acolo, ai nevoie ori de noroc, ori de perspicacitate superioară. Să contezi pe noroc nu e vreun plan isteț, deci mai bine te concentrezi pe perspicacitate. În baschet există o vorbă: „Înălțimea nu se antrenează“, adică nici toți antrenorii din lume nu te pot face să fii un jucător mai înalt. La fel ca în oricare altă formă de artă, unii oameni înțeleg pur și simplu mai bine decât alții cum să investească. Ei au - sau reușesc să dobândească - acel „dram de înțelepciune“ pe care îl invocă Ben Graham atât de elocvent.

Toți vrem să câștigăm bani. Întregul domeniu de studiu al economiei se bazează pe credința în caracterul universal al motivației profitului. La fel și capitalismul; motivația profitului îi face pe oameni să muncească mai mult și să-și riște capitalul. Urmărirea profitului a produs mare parte din progresul material de care s-a bucurat lumea.

Dar acest caracter universal, pe de altă parte, face ca încercarea de a învinge piața să fie o sarcină dificilă. Milioane de oameni se întrec între ei pentru fiecare dolar disponibil de câștig investițional. Cine îl va obține? Cel care se află cu un pas înainte. În unele domenii, ca să fii în fruntea plutonului ai nevoie de mai multă școală, de mai mult timp petrecut în sala de forță sau la bibliotecă, de o nutriție mai bună, de mai multă transpirație, de mai multă vigoare sau de un echipament mai bun. Dar în investiții, unde aceste lucruri contează mai puțin, ți se cere mai multă gândire perspicace... ceea ce eu numesc „al doilea nivel“.

Aspiranții la calitatea de investitori pot să urmeze cursuri de finanțe și contabilitate, să citească o mulțime de cărți și, dacă au noroc, să aibă drept mentori niște oameni care cunosc în amănunt procesul investițional. Dar numai câțiva dintre ei vor ajunge la nivelul acela superior de discernământ, intuiție, simț al valorii și conștientizare a aspectelor psihologice, care este necesar pentru a obține rezultate consecvent peste medie. Ca să ajungem acolo, trebuie să gândim la al doilea nivel.

* * *

020

A mintiți-vă că scopul vostru nu este să obțineți randamente medii; vreți un randament mai bun decât media. Așadar, gândirea voastră trebuie să fie mai bună decât a altora - nu doar mai eficientă, ci și la un nivel superior. Dat fiind că alți investitori s-ar putea să fie deștepți, bine informați și dispunând de computere redutabile, trebuie să găsiți un atu pe care ei nu-l au. Trebuie să vă gândiți la ceva care lor nu le-a trecut prin cap, să vedeți lucruri care lor le-au scăpat sau să veniți cu o idee revelatoare pe care ei nu o posedă. Trebuie să reacționați altfel și să vă comportați altfel. Pe scurt, se prea poate ca percepția corectă să fie o condiție necesară pentru succesul investiției, dar nu va fi și suficientă. Trebuie să aveți mai multă dreptate decât alții... ceea ce înseamnă, prin definiție, că gândirea voastră trebuie să fie una diferită.

Ce este gândirea la al doilea nivel?

- Gândirea la primul nivel spune: „E o firmă bună, hai să-i cumpărăm acțiunile“. Gândirea la al doilea nivel spune: „E o firmă bună, dar toată lumea crede că are performanțe excelente, deși nu-i așa. Deci acțiunile ei sunt supraevaluate și la un preț prea mare; hai să le vindem“.

- Gândirea la primul nivel spune: „După cum arată lucrurile, urmează o perioadă de creștere modestă și inflație în creștere. Hai să scăpăm de acțiunile pe care le avem!” Gândirea la al doilea nivel spune: „Perspectivele sunt varză, dar toată lumea s-a panicat și vinde. Hai să cumpărăm!”
- Gândirea la primul nivel spune: „Cred că câștigurile firmei vor scădea; vindem“. Gândirea la al doilea nivel spune: „Cred că câștigurile firmei vor scădea mai puțin decât se așteaptă lumea, iar surpriza plăcută este că asta va ridica prețul acțiunilor; cumpărăm!“

Gândirea la primul nivel este simplistă și superficială și cam oricine poate să ajungă acolo (semn rău pentru orice lucru care presupune încercarea de a obține superioritate). Tot ce are nevoie cineva care gândește la primul nivel este o părere despre viitor, de genul: „Perspectiva de viitor a firmei este favorabilă, ceea ce înseamnă că acțiunile ei vor crește“.

Gândirea la al doilea nivel este profundă, complexă și întortocheată. Cel care gândește la al doilea nivel ia în calcul o mulțime de lucruri:

- Care este marja de variație a rezultatelor viitoare probabile?
- Ce rezultat final cred eu că va avea loc?
- Care este probabilitatea ca eu să am dreptate?
- Care este estimarea de consens⁰²?

02 O estimare de consens este o prognoză a câștigurilor proiectate ale unei companii publice, bazată pe estimările combinate ale tuturor analiștilor care se ocupă de compania respectivă. Aceste previziuni pot fi găsite în cotațiile bursiere sau în datele publicate de Wall Street Journal, Bloomberg, Visible Alpha, Morningstar.com, Google Finance etc. În lucrarea de față, „consensul“ este un termen care se referă la opinia generală a participanților de pe piață, așa cum reiese ea din previziunile publicate (n. trad.).

- Prin ce se deosebește părerea mea de cea a consensului?
- Cum se compară prețul actual al activului cu viziunea despre viitor a consensului și cu viziunea mea?
- Psihologia consensului pe care o reflectă prețul actual este prea optimistă sau prea pesimistă?
- Ce se va întâmpla cu prețul activului dacă estimarea de consens se dovedește corectă și ce se va întâmpla dacă se dovedește că eu am dreptate?

Diferența de volum de muncă dintre gândirea la primul nivel și cea la al doilea nivel este în mod evident uriașă, iar numărul celor capabili să facă parte din a doua categorie rămâne minuscul în comparație cu cei capabili de gândire la primul nivel.

022 Cei care gândesc la primul nivel caută formule simple și răspunsuri ușor de găsit. Cei care gândesc la al doilea nivel știu că succesul în investiții este însăși antiteza simplității. Ceea ce nu înseamnă că nu veți da peste destui oameni care încearcă din toate puterile să facă să sune simplu. Pe unii dintre ei i-aș putea caracteriza drept „mercenari”. Firmele de brokeraj vor ca voi să credeți că oricine este capabil să investească - contra unui comision de 10 dolari pe tranzacție. Companiile care administrează fonduri mutuale nu vor ca voi să credeți că puteți să investiți, ci să credeți că ele pot să investească. În acest caz vă puneți banii în fonduri gestionate activ și veți plăti comisioanele mari aferente.

Alții care simplifică sunt „misionarii” - cel puțin așa îi văd eu. Unii sunt teoreticieni din mediul universitar care predau știința investițiilor. Alții sunt practicieni bincintenționați, dar care își supraestimează gradul de control asupra lucrurilor; eu cred că majoritatea neglijează să-și facă suma totală a rezultatelor obținute de-a lungul timpului sau trec cu vederea