

TREN GRIFFIN

Τσάρλι Μάνγκερ
Ο τέλειος επενδυτής

ΜΕΤΑΦΡΑΣΗ
ΜΑΡΙΑ-ΑΡΙΑΔΝΗ ΑΛΛΑΒΑΝΟΥ

ΚΕΔΡΟΣ



Tren Griffin

Τσάρλι Μάγκερ. Ο τέλειος επενδυτής

ISBN 978-960-04-5252-5

Υπεύθυνη Τμήματος Επιμέλειας-Διόρθωσης: Μαρία Σπανάκη

Επιμέλεια-Διόρθωση: Αλέκα Πλακονούρη

Ηλεκτρονική σελιδοποίηση-διόρθωση: Νικολέττα Δουλάμη

© 2015 Columbia University Press

Η παρούσα ελληνική έκδοση αποτελεί πλήρη μετάφραση της πρωτότυπης αμερικάνικης έκδοσης και κυκλοφορεί κατόπιν άδειας του εκδότη της πρωτότυπης έκδοσης, Columbia University Press

© Εκδόσεις Κέδρος Α.Ε., 2022

Κέδρος Εκδοτική Α.Ε.

Γ. Γενναδίου 3

Αθήνα 106 78

τηλ. 210 38 09 712-14 • φαξ 210 33 02 655

www.kedros.gr • www.facebook.com/kedros.gr

e-mail: books@kedros.gr

1

ΤΑ ΒΑΣΙΚΑ ΤΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΟΥ ΓΚΡΕΪΑΜ

Ας ξεκινήσουμε με τις πιο θεμελιώδεις ερωτήσεις: Τι είναι το σύστημα επένδυσης αξίας Γκρέιαμ και ποιος μπορεί να ωφεληθεί από αυτό;

[Ο Μπεν Γκρέιαμ] προσπάθησε να επινοήσει ένα σύστημα που θα μπορούσε να χρησιμοποιήσει ο καθένας.

ΤΣΑΡΛΙ ΜΑΝΓΚΕΡ, ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ,
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΤΗΣ ΝΟΤΙΑΣ ΚΑΛΙΦΟΡΝΙΑ, 1994

Στο σύστημα του Γκρέιαμ το σημαντικό στοιχείο είναι η απλότητά του. Πολλοί άνθρωποι περιπλέκουν τα πράγματα χωρίς να υπάρχει καμία ανάγκη. Για παράδειγμα, ας θυμηθούμε το παλιό ανέκδοτο περί αχρείαστης περιπλοκότητας στην Εθνική Διοίκηση Αεροναυτικής και Διαστήματος (NASA). Αυτός που το αφηγείται ξεκινά λέγοντας ότι στις απαρχές του διαστημικού προγράμματος η NASA ανακάλυψε ότι τα στιλό με μπίλια δεν θα έγραφαν σε συνθήκες μηδενικής βαρύτητας. Οι επιστήμονες της NASA δαπάνησαν μία δεκαετία και τεράστια χρηματικά ποσά για να δημιουργήσουν ένα στιλό που έγραφε όχι μόνο σε συνθήκες μηδενικής βαρύτητας, αλλά σχεδόν σε κάθε επιφάνεια, σε ακραία χαμηλές θερμοκρασίες και σε κάθε

θέση του αστροναύτη. Η κατάληξη: οι Ρώσοι, αντί για στιλό, χρησιμοποίησαν μολύβι. Η επένδυση αξίας Γκρέιαμ έχει την εγγενή απλότητα ενός μολυβιού.

Ο Μάνγκερ πιστεύει πως ο Μπεν Γκρέιαμ ανέπτυξε το σύστημά του περί επένδυσης αξίας έτσι ώστε να είναι σχετικά απλό στην κατανόηση και στην εφαρμογή του, συνεπώς να είναι πολύτιμο για τους απλούς ανθρώπους. Το σύστημα επένδυσης του Γκρέιαμ δεν είναι ο μοναδικός τρόπος για να επενδύει ή να κερδοσκοπεί κανείς ενεργητικά. Για παράδειγμα, τα ριψοκίνδυνα κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών (venture capital) και τα ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια (private equity capital) συνιστούν πολύ διαφορετικές προσεγγίσεις στις επενδύσεις σε σχέση με το σύστημα επένδυσης αξίας, αλλά ο Μάνγκερ πιστεύει ότι αυτά τα εναλλακτικά *ενεργητικά* επενδυτικά συστήματα δεν είναι τόσο προσιτά στον απλό επενδυτή όπως το σύστημα του Γκρέιαμ. Οι επενδυτικές μέθοδοι που βασίζονται σε χρηματιστηριακούς δείκτες (παθητικές) θα εξεταστούν σε λίγο.

Ο Γουόρεν Μπάφετ υποστηρίζει ότι οι επενδύσεις είναι κάτι απλό, αλλά όχι εύκολο. Όταν οι επενδυτές που ακολουθούν το σύστημα επένδυσης αξίας του Γκρέιαμ κάνουν λάθη, αυτό οφείλεται συνήθως στο ότι κάνουν πράγματα που είναι δύσκολο να τα αποφύγουν οι άνθρωποι, όπως το ότι ξεχνούν την εγγενή απλότητα του συστήματος του Γκρέιαμ, παρεκκλίνουν από τις βασικές συντεταγμένες του συστήματος ή κάνουν συναισθηματικά ή ψυχολογικά λάθη που σχετίζονται με την εφαρμογή του συστήματος.

Επειδή η πράξη της επένδυσης είναι μια πιθανολογική δραστηριότητα, οι αποφάσεις λαμβάνονται με τρόπους που ενώ είναι ορθοί κατά βάση, μπορεί ενίοτε να παράγουν δυσμενή

αποτελέσματα. Ορισμένες φορές, ένα άτομο θα παραγάγει ένα μη ευνοϊκό αποτέλεσμα, ακόμη και αν η διαδικασία είναι ορθώς δομημένη και εκτελεσμένη. Ωστόσο, σε βάθος χρόνου πάντα είναι συνετό να εστιάζει κανείς στην παρακολούθηση της σωστής διαδικασίας για οποιαδήποτε συγκεκριμένη ενδιάμεση έκβαση. Ο Μάνγκερ πιστεύει ότι για τη δημιουργία μιας επιτυχούς επενδυτικής διαδικασίας η περιπλοκότητα δεν είναι φίλος του επενδυτή.

Έχουμε πάθος με τη διατήρηση της απλότητας των πραγμάτων.

ΤΣΑΡΑΙ ΜΑΝΓΚΕΡ, ΕΤΗΣΙΑ ΣΥΝΕΛΕΥΣΗ ΤΗΣ WESCO, 2002

Στο βιβλίο του Πίτερ Μπέβλιν *Seeking Wisdom: From Darwin to Munger (Η αναζήτηση της σοφίας: από τον Δαρβίνο στον Μάνγκερ)*, υπάρχει ένα τμήμα για τη σημασία της απλότητας. Ο Μπέβλιν συμβουλεύει: «Μετατρέψτε τα περίπλοκα προβλήματα σε απλά. Αναλύστε κάθε πρόβλημα στις συνιστώσες του, αλλά εξετάστε το ολιστικά».¹ Η κατά το δυνατόν διατήρηση της απλότητας των πραγμάτων αποτελεί σταθερό θέμα των δημόσιων δηλώσεων του Μάνγκερ. Σε μια κοινή επιστολή τους προς του μετόχους, ο Μάνγκερ και ο Μπάφετ έγραψαν κάποτε: «Η απλότητα έχει έναν τρόπο να βελτιώνει την επίδοση επιτρέποντάς μας να κατανοούμε καλύτερα αυτό που κάνουμε».²

Ο Μάνγκερ πιστεύει ότι με τη συγκέντρωση της προσοχής στην εξεύρεση αποφάσεων και διακυβεύσεων που είναι εύκολες, αποφεύγοντας τα δύσκολα και απορρίπτοντας στιδίηποτε μη ουσιώδες, ένας επενδυτής μπορεί να πάρει καλύτερες αποφάσεις. «Αγνοώντας τις ανοησίες» και απορρίπτοντας τα ασήμαντα, «ώστε το μυαλό σας να μη σκοτίζεται από αυτά... είστε σε θέση να επιλέξετε προς επίτευξη τα πράγματα που

έχουν μεγαλύτερο νόημα», είπε ο Μάνγκερ.³ Η εστίαση της προσοχής επιτρέπει την απλότητα και τη διαύγεια σκέψης ταυτόχρονα, οι οποίες, κατά τον Μάνγκερ, οδηγούν σε πιο θετικά επενδυτικά αποτελέσματα.

Εάν κάτι είναι πολύ δύσκολο, προχωρούμε σε ένα άλλο. Τι θα μπορούσε να είναι απλούστερο;

ΤΣΑΡΑΙ ΜΑΝΓΚΕΡ, ΕΤΗΣΙΑ ΣΥΝΕΛΕΥΣΗ ΤΗΣ BERKSHIRE, 2006

Έχουμε τρία καλάθια: ένα για όσα λέμε ναι, ένα για όσα απορρίπτουμε και ένα για τα πολύ δύσκολα... Πρέπει να έχουμε πολύ μεγάλη διορατικότητα, αλλιώς θα το βάλουμε (ένα υπό εξέταση θέμα) στα «πολύ δύσκολα».

ΤΣΑΡΑΙ ΜΑΝΓΚΕΡ, ΕΤΗΣΙΑ ΣΥΝΕΛΕΥΣΗ ΤΗΣ WESCO, 2002

Το σύστημα επένδυσης αξίας του Γκρέιαμ είναι σχεδιασμένο για να απομακρύνει από τη διαδικασία οποιεσδήποτε αποφάσεις που πιθανώς οδηγούν έναν επενδυτή σε λάθη. Το καλάθι του «ναι» είναι μικρό συγκρινόμενο με τα άλλα δύο καλάθια, επειδή μια επενδυτική απόφαση που καταλήγει σε «ναι» συμβαίνει σπάνια.

Δεν μπορούν να αξιολογηθούν όλες οι εταιρίες με ακρίβεια χρησιμοποιώντας τη διαδικασία επένδυσης αξίας του Γκρέιαμ. Για ένα άτομο που ακολουθεί το σύστημα του Γκρέιαμ είναι απολύτως φυσικό να αναγνωρίσει αυτό το γεγονός και να κινηθεί προς άλλες, εύκολες αποφάσεις. Συχνά, ορισμένοι άνθρωποι παθαίνουν σύγχυση επειδή ένας κατά Γκρέιαμ επενδυτής αξίας θα μπορούσε να παραδεχθεί ότι δεν γνωρίζει πώς να αξιολογήσει επακριβώς μια εταιρία. Ο Μάνγκερ το επισήμανε δίνοντας μια αναλογία:

Ο Κομφούκιος έλεγε ότι η πραγματική γνώση είναι το να γνωρίζει κανείς το μέγεθος της άγνοιάς του. Ο Αριστοτέλης και ο Σωκράτης έλεγαν ακριβώς το ίδιο. Είναι αυτό μια ικανότητα που μπορεί κάποιος να τη διδαχθεί ή να τη μάθει; Πιθανώς να μπορεί εάν διακυβεύονται αρκετά πράγματα γι' αυτόν από το αποτέλεσμα. Ορισμένοι άνθρωποι είναι εξαιρετικά καλοί στην αναγνώριση των ορίων της γνώσης τους, επειδή οφείλουν να είναι. Σκεφτείτε κάποιον που είναι επαγγελματίας ισορροπιστής σε τεντωμένο σκοινί επί 20 χρόνια – και δεν έχει σκοτωθεί. Δεν θα μπορούσε να έχει επιβιώσει παρά γνωρίζοντας επακριβώς τι ξέρει και τι δεν ξέρει. Εργάζεται πολύ σκληρά πάνω σ' αυτό, διότι ξέρει ότι εάν κάνει κάποιο λάθος, δεν θα επιζήσει. Όσοι επιζούν γνωρίζουν.

ΤΣΑΡΑΙ ΜΑΝΓΚΕΡ, ΣΥΝΕΝΤΕΥΞΗ ΣΤΟΝ ΤΖΕΪΣΟΝ ΤΣΒΑΪΧ, 2014

Το σύστημα του Γκρέιαμ περι επένδυσης αξίας δεν αφορά την επίδειξη ή την προβολή της ευφυΐας. Αντίθετα, αφορά το να πράττει κανείς έτσι ώστε να μην είναι πιθανό ένα λάθος.

Ο επιτυχημένος επενδυτής αξίας κατά Γκρέιαμ εργάζεται επίσης επιμελώς για να μειώσει τον κίνδυνο να υποστεί ζημία από μία επένδυση. Γι' αυτό τον λόγο το σύστημα επένδυσης αξίας που ανέπτυξε ο Γκρέιαμ τείνει να είναι πιο αποδοτικό κατά τη διάρκεια μιας χρηματιστηριακής αγοράς χωρίς διακυμάνσεις ή με πτωτικές τάσεις. Το σύστημα Γκρέιαμ είναι εγγενώς σχεδιασμένο να μην αποδίδει τόσο καλά, όσο αναμένεται γενικώς, όταν η αγορά είναι ανατιμητική, και αυτό δημιουργεί σύγχυση σε πολλούς. Αυτό το χαρακτηριστικό του αποτελεί ουσιώδες τμήμα του εν λόγω επενδυτικού στιλ. Με την παραίτηση από κάποιες προσδοκίες κέρδους σε μια ανατιμητική αγορά, ο κατά Γκρέιαμ επενδυτής αξίας μπορεί να επιτύχει σημαντικές απο-

δόσεις όταν η αγορά δεν έχει διακυμάνσεις ή είναι πτωτική. Ας αναλογιστούμε αυτό που έγραψε ο Σεθ Κλάρμαν στο *Margin of Safety (Περιθώριο ασφάλειας)*: «Οι περισσότεροι επενδυτές είναι πρωτίστως προσανατολισμένοι στην απόδοση, στο πόσα μπορούν να αποκομίσουν, και δίνουν ελάχιστη προσοχή στο ρίσκο, στο πόσα μπορεί να χάσουν». ⁴ Και πρόσθετε: «Η αντιμετώπιση ενός επιφυλακτικού έναντι του ρίσκου, μακροχρόνιου προσανατολισμού είναι – ακριβώς αυτό – μακροχρόνια». ⁵

Ιδού μια ιστορία που φωτίζει περαιτέρω το εν λόγω θέμα. Μια επενδύτρια περπατούσε μια μέρα σε ένα πάρκο όταν είδε έναν βάτραχο να κάθεται σε ένα ξύλο στην άκρη μιας λιμνούλας. Ο βάτραχος την κοίταξε κατάματα και της είπε:

«Συγγνώμη, μήπως τυχόν είστε επενδύτρια;»

Η επενδύτρια απάντησε:

«Ναι, είμαι. Γιατί ρωτάς;»

«Λοιπόν», απάντησε ο βάτραχος. «Είμαι κερδοσκόπος μετοχών. Στον καλύτερο πελάτη μου δεν άρεσαν τα επενδυτικά μου αποτελέσματα, έτσι με καταράστηκε και τώρα είμαι βάτραχος. Τα μάγια θα λυθούν εάν κάποια επενδύτρια με φιλήσει».

Η επενδύτρια πλησίασε αμέσως, έπιασε τον βάτραχο, τον έβαλε στην τσάντα της και κατευθύνθηκε προς το σπίτι της. Ο βάτραχος ανησυχούσε μήπως και δεν τον φιλήσει και ρώτησε:

«Τι κάνεις; Πότε θα έχω το φιλί μου;»

Η επενδύτρια απάντησε:

«Δεν πρόκειται να σε φιλήσω ποτέ. Αξίζεις πολύ περισσότερα για μένα ως βάτραχος με ανθρώπινη λαλιά παρά ως κερδοσκόπος μετοχών».

Εάν δεν μπορεί κάποιος να αποδεχτεί μειωμένα επενδυτικά αποτελέσματα βραχυπρόθεσμα, προκειμένου να επιτύχει αυξημένα μακροπρόθεσμα, τότε δεν είναι ένας υποψήφιος επεν-

δυτής αξίας σύμφωνα με το σύστημα Γκρέιαμ. Δεν είναι τραγωδία, εφόσον το σύστημα του Γκρέιαμ δεν αποτελεί τον μοναδικό τρόπο επιτυχούς επένδυσης. Είναι σημαντικό να σημειώσουμε ότι ο σκοπός του επενδυτή αξίας κατά Γκρέιαμ είναι η ανώτερη απόλυτη απόδοση και όχι απλώς μια μέτρια επίδοση. Ένας επενδυτής δεν μπορεί να δαπανήσει το προϊόν μιας σχετικής επίδοσης, μόνο μιας πραγματικής.

Σκοπός ενός επενδυτή αξίας Γκρέιαμ δεν είναι μια συμβατική αποτυχία. Η επιδίωξη του Μάνγκερ είναι να αντιστρέψει τις μεθόδους των περισσότερων ανθρώπων:

Είναι αξιοσημείωτο το μακροπρόθεσμο πλεονέκτημα που έχουν αποκτήσει άνθρωποι σαν κι εμάς, προσπαθώντας συνεχώς να μην είναι ηλίθιοι, αντί να προσπαθούν να είναι υπέρ το δέον έξυπνοι. Πρέπει να υπάρχει κάποια σοφία σ' αυτό που λέει ο λαός: «Το έξυπνο πουλί από τη μύτη πιάνεται».

ΤΣΑΡΑΙ ΜΑΝΓΚΕΡ, ΕΤΗΣΙΑ ΣΥΝΕΛΕΥΣΗ ΤΗΣ WESCO, 1989

Ποια είναι η ανάποδη πλευρά, τι μπορεί να πάει στραβά εάν δεν την έχω δει;

ΤΣΑΡΑΙ ΜΑΝΓΚΕΡ, *FORBES*, 1969

Η κλίση του Μάνγκερ προς την αντιστροφή της συνήθους προσέγγισης στην επίλυση προβλημάτων γίνεται σαφέστατα αντιληπτή στον τομέα των επενδύσεων. Κατά την άποψή του, οι επενδυτές θα τα πάνε καλύτερα οικονομικά εάν είναι απλώς λιγότερο ηλίθιοι. Μια βασική ιδέα του την έχει δανειστεί από την άλγεβρα: πολλά προβλήματα αντιμετωπίζονται καλύτερα όταν λύνονται αντίστροφα. Για παράδειγμα, αποφεύγοντας την ηλιθιότητα, μπορεί κανείς να ανακαλύψει τι ακριβώς θέλει μέ-

σω της αφαίρεσης. Εξαλείφοντας βλακώδεις διαδρομές που ακολουθεί στη ζωή, μπορεί να βρει καλύτερο δρόμο προς τα εμπρός, ακόμη και αν υπάρχουν το αναπόφευκτο ρίσκο, η αβεβαιότητα και η άγνοια. Συχνά όχι μόνο γνωρίζει κάποιος πολύ περισσότερα για το τι είναι λάθος παρά για το τι είναι σωστό, αλλά και η διάψευση κάποιων πραγμάτων μπορεί επίσης να απαιτεί μόνο μία παρατήρηση. Εν ολίγοις ο Μάνγκερ έχει την άποψη ότι είναι κανείς πιο έξυπνος εάν απλώς δεν φέρεται βλακωδώς. Κάποτε, σε μια συνέντευξη στον Τζέισον Τσβάιχ, ο Μάνγκερ είπε απλά: «Το να ξέρεις τι δεν ξέρεις είναι πιο χρήσιμο από το να είσαι ευφυής».

Ο Μάνγκερ προσπαθεί να βρει επενδύσεις στις οποίες είναι προφανής η εξόχως θετική έκβαση. Επειδή ακριβώς η αναγνώριση τέτοιων επενδύσεων είναι σπάνια, ο Μάνγκερ προτείνει να είναι κανείς πολύ υπομονετικός, αλλά και σε ετοιμότητα να επενδύσει επιθετικά όταν είναι η σωστή στιγμή. Για να χρησιμοποιήσουμε μια αναλογία από το μπιζ μπολ, ο Μάνγκερ γνωρίζει ότι στις επενδύσεις δεν κρίνονται οι ρίψεις ως αποτυχημένες από κάποιον τρίτο (διαιτητή), άρα δεν είναι αναγκαίο το χτύπημα σε κάθε ρίψη της μπάλας. Όταν βρίσκει κανείς μια προφανή ευκαιρία με μεγάλες προοπτικές κέρδους, η συμβουλή του Μάνγκερ είναι απλή: στοιχηματίστε πολλά!

Όλοι οι επενδυτές σε μετοχικό κεφάλαιο αναμφίβολα θα υποστούν μειώσεις στις ετήσιες αποδόσεις τους ίσες με το συνολικό κόστος των ενδιάμεσων που από κοινού έχουν επιλέξει να ανέχονται. Αυτό είναι αναπόφευκτο γεγονός της ζωής. Και είναι επίσης αναπόφευκτο το ότι οι μισοί επενδυτές θα επιτύχουν αποτέλεσμα κάτω του μέσου όρου μετά την μπάζα των ενδιάμεσων, όπου το

μέσο αποτέλεσμα μπορεί να είναι κάπου ανάμεσα στο μη συναρπαστικό και στο άθλιο.

ΤΣΑΡΛΙ ΜΑΝΓΚΕΡ, *PHILANTHROPY*, ΑΠΡΙΛΙΟΣ 1999

Αυτό που επισημαίνει ο Μάνγκερ παραπάνω σχετικά με τις επενδύσεις, ως ένα λιγότερο του μηδενικού αθροίσματος παίγνιο* ύστερα από τις αμοιβές και τα έξοδα, είναι μαθηματικά μη αμφισβητήσιμο. Ο Τζον Μπογκλ, ιδρυτής του μη κερδοσκοπικού παρόχου αμοιβαίων κεφαλαίων Vanguard, πιθανώς είναι το πιο επιτυχημένο άτομο που ευαγγελίστηκε ποτέ αυτή την απλή ιδέα. Ο Μπογκλ έγραψε: «Σε πολλούς τομείς της αγοράς θα αντιστοιχεί ένας χαμένος σε κάθε νικητή, συνεπώς, κατά μέσο όρο, οι επενδυτές θα αποκομίσουν τις αποδόσεις αυτής της αγοράς μείον τις επιβαρύνσεις».⁶ Ο καθηγητής της Σχολής Διοίκησης Επιχειρήσεων του Πανεπιστημίου Κολούμπια, επενδυτής και συγγραφέας, Μπρους Γκρίνβαλντ, έχει τη δική του άποψη γι' αυτό το θέμα, την οποία θεωρώ εντυπωσιακή:

Μόνο στη Γουόμπικααν** μπορούν οι άνθρωποι να επενδύουν χρήματα καλύτερα ή επικερδέστερα από την αγορά. Η μέση απόδοση όλων των επενδυτών πρέπει να είναι η μέση απόδοση όλων

* Παίγνιο μηδενικού αθροίσματος είναι εκείνο κατά το οποίο το κέρδος του ενός παίκτη ισούται με τη ζημία του άλλου ή των άλλων παικτών. (Πηγή: <https://eclass.aegean.gr/modules/document/file.php/511229/%CE%95%CE%958.pdf>) (Σ.τ.Μ.)

** Αναφορά στη Λίμνη Γουόμπικααν, μια δημοφιλή ραδιοφωνική εκπομπή για μια φανταστική πολίχνη, όπου όλοι οι άντρες ήταν δυνατοί, όλες οι γυναίκες πανέμορφες και όλα τα παιδιά άνω του μέσου όρου. Το φαινόμενο της Λίμνης Γουόμπικααν, που ονομάστηκε έτσι από αυτή την εκπομπή,

των περιουσιακών στοιχείων. Είναι παίγνιο μηδενικού αθροίσματος, εάν το κρίνει κανείς σχετικά με την αγορά. Σε κάθε συναλλαγή υπάρχουν δύο πλευρές. Ο καλύτερος τρόπος για να σκεφτεί κανείς περί αυτού είναι κάθε φορά που αγοράζει μία μετοχή, να έχει κατά νου ότι κάποιος άλλος την πωλεί... Συνεπώς, πρέπει πάντα να θέτει το ερώτημα: «Είμαι στη σωστή πλευρά αυτής της συναλλαγής;»

ΜΠΡΟΥΣ ΓΚΡΙΝΒΑΛΝΤ, ΣΥΝΕΝΤΕΥΞΗ *BETTERMENT*, 2013

Η επένδυση αξίας Γκρέιαμ δεν θα μπορούσε να εφαρμοστεί εάν οι αγορές ήταν απολύτως αποτελεσματικές. Γι' αυτό τον λόγο η παράνοια της αγοράς αποτελεί μια βασική πηγή ευκαιριών για τον επενδυτή που ασπάζεται τις απόψεις του Γκρέιαμ.

Η αντίληψη του Μάνγκερ σχετικά με τη δυσκολία των επενδύσεων είναι απλή:

Η ιδέα ότι όλοι μπορούν να επιτύχουν θαυμαστά αποτελέσματα από τα χρεόγραφα είναι εγγενώς παρανοϊκή. Ουδείς πιστεύει ότι σε ένα παιχνίδι πόκερ κερδίζουν όλοι.

ΤΣΑΡΛΙ ΜΑΝΓΚΕΡ, ΣΥΝΕΛΕΥΣΗ ΤΗΣ *DAILY JOURNAL*, 2013

Εάν [οι επενδύσεις] δεν ήταν λίγο δύσκολες, όλοι θα ήταν πλούσιοι.

ΤΣΑΡΛΙ ΜΑΝΓΚΕΡ, *DAMN RIGHT*, 2000

αναφέρεται στην ανθρώπινη τάση να υπερεκτιμά κάποιος τις ικανότητές του. Εμπεριέχει επίσης κάποια ειρωνεία, διότι το επίθετο *woebegone* σημαίνει τον περίλυπο άνθρωπο. (Σ.τ.Μ.)

Για να τιμολογηθεί λανθασμένα ένα χρεόγραφο, πρέπει κάποιος άλλος να είναι εντελώς ανόητος. Αυτό μπορεί να είναι κακό για τον κόσμο, αλλά δεν είναι κακό για την Berkshire.

ΤΣΑΡΛΙ ΜΑΝΓΚΕΡ, ΕΤΗΣΙΑ ΣΥΝΕΛΕΥΣΗ ΤΗΣ WESCO, 2008

Επειδή ο βαθμός στον οποίο μπορούν οι επενδυτές, συλλογικά, να ενεργούν ως «εντελώς ανόητοι» ποικίλλει διαρκώς, οι ευκαιρίες να αποκομιστούν επενδυτικά κέρδη αναπόφευκτα παρουσιάζονται ακανόνιστα. Οι επιτυχημένοι επενδυτές αξίας κατά Γκρέϊαμ ξοδεύουν τον περισσότερο χρόνο τους διαβάζοντας και σκεπτόμενοι, αναμένοντας να ξεπροβάλει, αναπόφευκτα, μια μεγάλη ανοησία. Αν και οι επενδυτές αξίας κατά Γκρέϊαμ μακροπρόθεσμα λειτουργούν ανατιμητικά στην αγορά, δεν λαμβάνουν επενδυτικές αποφάσεις βασισμένοι σε βραχυπρόθεσμες προβλέψεις σχετικά με τις μετοχές και τις αγορές. Όταν έρχεται σε επαφή μ' αυτή την ιδέα, ο κόσμος συχνά ρωτά: «Μήπως εννοείτε ότι οι επενδυτές αξίας κατά Γκρέϊαμ περιμένουν να τιμολογηθούν λάθος τα περιουσιακά στοιχεία για να εμφανιστούν, αντί να προβλέπουν το άμεσο μέλλον;» Η απάντηση είναι ένα emphatic «Ναι!» Η δουλειά των επενδυτών αξίας κατά Γκρέϊαμ είναι να αναγνωρίζουν τα μη τιμολογημένα σωστά περιουσιακά στοιχεία όταν τα βλέπουν. Αυτή την προσέγγιση των πραγμάτων δύσκολα την αποδέχονται πολλοί άνθρωποι.

Στον πυρήνα του συστήματος βρίσκεται η ιδέα ότι ο επενδυτής πρέπει να καταπνίξει την επιθυμία να προβαίνει σε βραχυπρόθεσμες προβλέψεις για το μέλλον. Ορισμένοι άνθρωποι απλώς δεν μπορούν να το κάνουν. Ο Κλάρμαν έγραψε:

Η επίδειξη πειθαρχίας ως προς την αξία φαίνεται αρκετά απλή, αλλά προφανώς δύσκολα την κατανοούν και την τηρούν οι περισ-

σότεροι επενδυτές. Όπως συχνά παρατηρεί ο Μπάφετ, η επένδυση αξίας δεν είναι μια έννοια που μπορεί να τη διδάξει κανείς και να εφαρμοστεί σταδιακά συν τω χρόνω. Είτε απορροφάται και υιοθετείται διαμιás ή δεν μαθαίνεται ποτέ.

ΣΕΘ ΚΛΑΡΜΑΝ, *MARGIN OF SAFETY*, 1991

Όπως θα εξηγηθεί, για έναν επενδυτή αξίας κατά Γκρέιαμ ο χρόνος της μέγιστης δραστηριότητας είναι όταν οι άνθρωποι που ενεργούν ανατιμητικά στην αγορά αρχίζουν να φοβούνται, όπως αποδεικνύεται από τα μη σωστά τιμολογημένα περιουσιακά στοιχεία που διατίθενται προς αγορά. Είναι ειρωνικό το ότι ο κατά Γκρέιαμ επενδυτής αξίας βρίσκει τη μεγαλύτερη πηγή των κερδών του όταν οι αγορές παίρνουν την κατιούσα.

Ο Μάνγκερ το επισήμανε ως εξής:

Οι περισσότεροι άνθρωποι που προσπαθούν [να επενδύσουν] δεν τα καταφέρνουν. Το πρόβλημα είναι ότι ακόμη και αν το 90% δεν τα πάει καλά, όλοι βλέπουν τριγύρω και λένε: «Είμαι στο 10%».

ΤΣΑΡΑΙ ΜΑΝΓΚΕΡ, *ΕΤΗΣΙΑ ΣΥΝΕΛΕΥΣΗ ΤΗΣ WESCO*, 2004

Αυτή η πλευρά της ανθρώπινης φύσης μπορεί να είναι προβληματική για έναν χρηματοοικονομικό σχεδιαστή. Είναι άραγε επικίνδυνο να πει κανείς στον πελάτη ότι μπορεί να κερδίσει την αγορά, ακόμη και αν γνωρίζει ότι η πιθανότητα να το επιτύχει θα είναι πραγματικά μικρή; Μπορεί να μην είναι αφ' εαυτού επικίνδυνο, αλλά ασφαλώς εμπεριέχει μεγάλο ρίσκο. Τα ακόλουθα είναι μια συνήθης, ωστόσο πολύ καλή συμβουλή για τις επενδύσεις και ισχύει στις περισσότερες περιπτώσεις:

Δεν είναι δυνατόν για τους επενδυτές να επιτυγχάνουν μονίμως αποτελέσματα πάνω από τον μέσο όρο της αγοράς. Συνεπώς, εξυπηρετεί καλύτερα η επένδυση σε ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο με χαμηλού κόστους αμοιβαία κεφάλαια, που ακολουθούν έναν χρηματιστηριακό δείκτη [ή παρόμοια αμοιβαία κεφάλαια, διαπραγματεύσιμα όμως στα χρηματιστήρια].

Αν και αυτή η συμβουλή είναι ως επί το πλείστον ορθή, πιθανώς αποδεικνύεται λανθασμένη στην περίπτωση επενδυτών όπως οι Τσάρλι Μάνγκερ, Γουόρεν Μπάφετ, Σεθ Κλάρμαν, Χάουαρντ Μαρκς, Μπιλ Ρουέν και άλλοι επενδυτές αξίας κατά Γκρέϊαμ. Ο Μάνγκερ είπε κάποτε: «Το κορυφαίο 3-4% του κόσμου των διαχειριστών επενδύσεων θα τα πάει καλά».⁷ Το γεγονός ότι ο Μάνγκερ επιτυγχάνει αποτελέσματα ανώτερα της αγοράς δεν σημαίνει αναγκαία ότι μπορεί να το κάνει ο καθένας, ωστόσο σημαίνει ότι είναι δυνατόν για κάποιους ανθρώπους να το επιτύχουν. Ο Μάνγκερ έχει πει τα εξής για το σύστημα επένδυσης αξίας του Γκρέϊαμ:

Είναι ένα πολύ απλό σύνολο ιδεών και ο λόγος που οι ιδέες μας δεν εξαπλώνονται πιο γρήγορα οφείλεται στο ότι είναι πολύ απλές. Οι επαγγελματίες του χώρου δεν μπορούν να δικαιολογήσουν την ύπαρξή τους, εάν αυτές οι ιδέες είναι όλο κι όλο αυτό που πρέπει να λένε.

ΤΣΑΡΛΙ ΜΑΝΓΚΕΡ, ΣΥΝΕΝΤΕΥΞΗ ΣΤΟ BBC, 2009

Η επιτυχής εκμάθηση και ειδικά η πρακτική εφαρμογή του συστήματος επένδυσης αξίας του Γκρέϊαμ είναι ό,τι αποκαλεί ο Μάνγκερ «χαλιναγωγημένη αντίδραση». Μπορεί να μάθει κανείς να ξεπερνά μια ορισμένη συμπεριφορά που οδηγεί σε

κακές αποφάσεις. Εάν μπορεί να το κάνει επιτυχώς, σύμφωνα με τον Μάγκερ, τότε μπορεί να αποκτήσει επενδυτικό πλεονέκτημα έναντι άλλων επενδυτών. Μέρος αυτής της χαλιναγωγημένης αντίδρασης βάσει εκπαίδευσης είναι να αποφεύγει κανείς τον αποπροσανατολιστικό θόρυβο που προκαλούν οι άνθρωποι οι οποίοι δεν κατανοούν τις επενδύσεις ή έχουν χρηματοοικονομικό συμφέρον να εμποδίσουν την κατανόηση της επενδυτικής δραστηριότητας. Η αποστολή αυτή γίνεται πολύ πιο δύσκολη λόγω των ανθρώπων που αποκομίζουν το εισόδημά τους περιπλέκοντας κατά πολύ την επενδυτική διαδικασία, επειδή κερδίζουν τα προς το ζην από τις ψυχολογικές και συναισθηματικές δυσλειτουργίες των επενδυτών. Ο Μάγκερ έχει διηγηθεί μια πολύ διδακτική ιστορία σχετικά με τα κίνητρα των διαχειριστών επενδύσεων:

Νομίζω πως ο λόγος που παρατηρείται τόσο μεγάλη ηλιθιότητα στη διαχείριση επενδύσεων μπορεί να περιγραφεί πιο παραστατικά με μια ιστορία που διηγούμαι για τον τύπο που πουλούσε είδη αλιείας. Τον ρώτησα: «Είναι δυνατόν, υπάρχουν μοβ και πράσινα δολώματα. Αλήθεια, τσιμπάνε τα ψάρια σ' αυτά;» Και μου απάντησε: «Κύριος, δεν πουλάω σε ψάρια».

ΤΣΑΡΛΙ ΜΑΝΓΚΕΡ, ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ,
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΤΗΣ ΝΟΤΙΑΣ ΚΑΛΙΦΟΡΝΙΑ, 1994

Μπορεί να είναι δύσκολο για ορισμένους ανθρώπους να κερδίζουν τα προς το ζην πουλώντας κάτι που είναι απλό, αλλά είναι το κάλλιστο για έναν επενδυτή. Ευτυχώς, η λειτουργία του χρηματοοικονομικού σχεδιασμού διαχωρίζεται από τη διαδικασία διαχείρισης χρήματος. Ένας χρηματοοικονομικός σχεδιαστής παρέχει τη μέγιστη αξία στους πελάτες, βοηθώ-

ντας απλώς τους επενδυτές να διατηρήσουν υπό έλεγχο τις ψυχολογικές και συναισθηματικές αντιδράσεις τους. Εάν αυτή η τροποποίηση της συμπεριφοράς είναι αποτελεσματική, ο χρηματοοικονομικός σχεδιαστής θα χρησιμοποιήσει μια γκάμα τεχνικών μεθόδων για να βοηθήσει τον πελάτη του να μη γίνει ο χειρότερος εχθρός του εαυτού του. Σε ορισμένες περιπτώσεις, ο έντονος ανταγωνισμός έχει ήδη αρχίσει να μειώνει τις αμοιβές και να αυξάνει τη διαφάνεια στον τομέα του χρηματοοικονομικού σχεδιασμού και της διαχείρισης χρήματος. Αυτός ο ανταγωνισμός ώθησε πολλούς χρηματοοικονομικούς σχεδιαστές να συγκεντρώσουν την προσοχή τους σε πιο αξιολογες υπηρεσίες προς τους πελάτες, όπως ο σχεδιασμός για τη σύνταξη και τα ακίνητα. Ορισμένες αμοιβές των διαχειριστών χρήματος έχουν επίσης μειωθεί.

Η συμβουλή του Μάνγκερ προς τους ανθρώπους που αποφασίζουν ότι δεν πρέπει να προσπαθούν να επιτύχουν αποτελέσματα πάνω από τον μέσο όρο της αγοράς είναι απλή:

Η κλασική μας συνταγή για τον αδαή επενδυτή με μακροπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα είναι ένα αμοιβαίο κεφάλαιο χρηματιστηριακού δείκτη, που δεν επιβαρύνεται με πληρωμές και προμήθειες προς τρίτους.

ΤΣΑΡΛΙ ΜΑΝΓΚΕΡ, ΣΥΝΕΝΤΕΥΞΗ ΣΤΟ ΠΕΡΙΟΔΙΚΟ
KIPLINGER, 2005

Ποιος είναι ο «αδαής» επενδυτής; Η απάντηση κατά τον Μάνγκερ είναι απλή: Είναι κάποιος που δεν καταλαβαίνει τις βασικές αρχές των επενδύσεων. Ιδού μια απλή υπόδειξη του Σεθ Κλάρμαν προς τους αδαείς επενδυτές: «Εάν δεν μπορείτε να νικήσετε την αγορά, γίνετε η αγορά».⁸