

**A LEGFONTOSABB
DOLOG**

HOWARD MARKS

**A LEGFONTOSABB
DOLOG**

**A JÓZAN ÉSZEN TÚL -
MEGFONTOLT BEFEKTETŐKNEK**

Christopher C. Davis, Joel Greenblatt,
Paul Johnson és Seth A. Klarman
jegyzeteivel



A fordítás alapjául szolgáló mű:
The Most Important Thing Illuminated
Copyright © 2013 Howard Marks

This Hungarian edition is a complete translation of the U.S. edition, specially authorized by the original publisher, Columbia University Press.

Hungarian edition published by arrangement with **Agentia Literara Livia Stoia**.

Fordítás © Lénárt Szabolcs 2024
Lektorálta: Maruszkai Judit
Borítóterv: Boa Krisztina

Magyar kiadás © A4C Books, 2024
1092 Budapest, Bakáts tér 2.
Felelős kiadó: Szijj György
ISBN: 978-615-6088-07-9

Társkiadók: OTP Global Markets és OTP Private Banking

A magyar kiadás előszavát az OTP Global Markets Igazgatósága,
Bánfi Attila ügyvezető írta.

Készült a Gyomai Kner Nyomda Zrt.-ben 2024-ben
Felelős vezető: Luka-Barcza Viktória vezérigazgató

A könyv megjelenését támogatta:



Minden jog fenntartva. E könyv bármely részét tilos reprodukálni, adatrögzítő rendszerben tárolni, bármely módon – elektronikus, mechanikus úton vagy fénymásolatban – közölni a magyar kiadó előzetes engedélye nélkül.

A4C
Books
a4cbooks.hu

*Nancynek, Jane-nek és Andrew-nak
minden szeretetemmel*



Előszó a magyar kiadáshoz

Évekkel ezelőtt hallottam az egyik kollégámtól: „Amikor Howard Marks, a szerencsésebb országokban jól ismert befektető mond valamit, arra érdemes odafigyelni.” Szerencsére Marks nemcsak beszélni szokott, hanem 1990 óta rendszeresen ír feljegyzéseket ügyfeleinek. Ezek az írások – amelyekben kifejti befektetési filozófiáját, elmagyarázza a piacok működését, és reflektál az aktuális eseményekre – adják az olvasó kezében lévő kötet gerincét.

A szerző érthetően ír egyszerű dolgokról, ám ez a legkevésbé sem jelenti azt – és mint hangsúlyozza, egyáltalán nem szeretné még sugallni sem –, hogy a befektetés könnyű lenne. Éppen ellenkezőleg: könyvben körbejárja azokat a tényezőket és szempontokat, amelyeket a sikeres (értsd: a piaci átlagot felülteljesítő) befektetéshez mind egyszerre kell tekintetbe venni és mérlegelni. Ez pedig nem könnyű. Ne legyenek illúzióink: mint Marks vallja, a sikerhez a befektetés terén (is) az átlagostól eltérő gondolkodás, kivételes éleslátás, önismeret és érzelmeink tudatos kontrollálása szükséges.

A könyvet olvasva világossá válik, hogy a szerző a befektetés egyik legfontosabb elemének a kockázatot tartja, nem véletlen hát, hogy három fejezetet is szentel a témának. A hozzáértők szerint Marks filozófiai jellegű értekezése a kockázatról az egyik legértékesebb hozzájárulása a befektetési bölcsességek tárházához. Számtalan gondolatébresztő meglátása közül álljon itt egy, mintegy kedvcsinálónak: egy adott befektetéssel vállalt kockázat valódi mértéke még utólag, az eredmények ismeretében sem határozható meg.

Piaci hatékonyság; érték; az érték és az ár kapcsolata; észszerű elvárások; tudni, hogy mit nem tudunk; értékelni a szerencse szerepét; türelmes opportunizmus – e néhány fejezetcím is előrevetíti, mire számíthatunk a kötet lapjain. Kitűnik belőlük, hogy a kockázat mellett az emberi pszichológia az, amit Marks kiemelten hangsúlyoz, és az eredmé-

nyes befektetés meghatározó összetevőjének tekint. Mélyrehatóan vizsgálja azokat az emberi érzelmeket, amelyek egyrészt a szélsőséges piaci ingadozásokért (így a buborékok és válságok kialakulásáért), másrészt a legtipikusabb befektetői hibákért felelősek. Tudatában lenni ezeknek az érzelmeknek, felismerni, hogy milyen hatással lehetnek a döntéseinkre, és megtanulni kordában tartani őket – az első és talán legfontosabb lépés a jobb befektetési eredmények felé.

Örömmre szolgál, hogy a befektetés iránt érdeklődő magyar olvasóközönség végre első kézből ismerheti meg az egyik legeredményesebb értékalapú befektető gondolatait. Hiszem, hogy a könyvben leírtakból a befektetés világával éppen csak ismerkedők és a sokéves szakmai tapasztalattal rendelkező szakemberek egyaránt sokat tanulhatnak.

Ezekkel a gondolatokkal ajánlom a kötetet a kedves olvasó figyelmébe, és kívánok hozzá jó szórakozást, hasznos időtöltést!

Bánfi Attila
ügyvezető igazgató
OTP Global Markets

Tartalomjegyzék

Bruce C. Greenwald előszava	11
Bevezetés	13
A LEGFONTOSABB DOLOG...	
1 A másodrendű gondolkodás	20
2 Megérteni a piaci hatékonyságot (és annak korlátait)	28
3 Az érték	41
4 Az ár és az érték közötti kapcsolat	52
5 Megérteni a kockázatot	63
6 Felismerni a kockázatot	84
7 Kontrollálni a kockázatot	99
8 Figyelni a ciklusokra	111
9 Tudatában lenni az ingáknak	119
10 Megküzdeni a negatív hatásokkal	128

11	A kontrariánus szemlélet	144
12	Alkalmi vételeket találni	156
13	A türelmes opportunizmus	167
14	Tudni, hogy mit nem tudsz	180
15	Ráérezni, hol tartunk	190
16	Értékelni a szerencse szerepét	201
17	Defenzíven befektetni	212
18	A buktatók elkerülése	228
19	Értéket teremteni	246
20	Az észszerű elvárások	255
21	Az egészet összerakni	261
	A közreműködőkről	271

Előszó

Howard Marks húsz éve tanítja a befektetőket a „Feljegyzések az elnöktől” elnevezésű memóival, *A legfontosabb dolog* írásakor pedig ezekből mérítve gyűjtötte össze a saját maga által befektetőként elsajátított leckéket. Marks – ezt talán mondani sem szükséges – kiváló befektető, valamint nagyszerű tanár és gondolatokban bővelkedő szerző is egyben, akinek *A legfontosabb dolog* című könyve nagylelkű ajándék minden befektetőnek.

A kötet bővített kiadásának* olvasói nem csupán Marks kemény munkával megszerzett bölcsességeiből, hanem három tapasztalt befektető – Christopher Davis, Joel Greenblatt és Seth Klarman –, valamint a Columbia Business School óraadó egyetemi oktatója, Paul Johnson élelátásából is profitálhatnak. E zseniális négyes jegyzetei egyedi perspektívába helyezik Marks munkáját, és saját befektetési stílusuk szerint színesítik Marks sorait.

A szemmel láthatóan veleszületetten kiváló befektető Davis sikerét még értékesebbé teszi az értékalapú megközelítés iránti elkötelezettsége és fegyelmezett iparági fókusz. Greenblatt – a bestseller befektetési könyv, a *The Little Book That Beats the Market* írója – óriási sikereket ér el a kiváló érzékkel észrevett irracionális intézményi magatartás kiaknázása révén. Kezdetekben a spin-off vállalatokra, a közelmúltban pedig a piacok egészenek anomáliáira fókuszál kivételes élelátásával. Klarman közel három évtizede produkál páratlan eredményeket agresszív kockázatkerüléssel – teljesítményét még inkább figyelemre méltóvá teszi a lefelé mutató kockázatokkal szembeni, a megszállottsággal határos defenzív hozzáállása. Végezetül Johnson befektetési szakemberként szerzett közel harmincéves, valamint óraadó professzorként húszéves tapasztalatai birtokában árulja el, hogy miként kezdte el beépíteni Marks bölcsességeit az értékpapír-elemzéssel és az értékalapú befektetéssel foglalkozó kurzusaiba.

* A magyar kiadás, amelyet az olvasó a kezében tart, az eredeti nyelven *The Most Important Thing Illuminated* címmel megjelent, jegyzetekkel bővített könyv fordítása.

Miközben e négy gondolkodó kifejti, hogy Marks filozófiája mennyire cseng össze a sajátjukkal, hogyan finomítja azt, illetve esetenként miben különbözik tőle, az eredeti szöveghez fűzött jegyzeteikkel mélyebb kontextusba helyezik Marks érvelését. A szerző saját megjegyzéseivel is kiegészíti eredeti munkáját, rávilágítva ezzel az egész könyv mögött meghúzódó témákra, és mélyebben kifejtve az általa javasoltak legfőbb prioritásait. Az eredeti művét egy teljesen új, az észszerű elvárások fontosságát taglaló fejezettel is kibővíti. Szívesen gondolok az olvasó kezében tartott könyvre az öt legnagyobb élő befektetési gondolkodó hiánypótló közös munkájaként.

A *legfontosabb dolog* új kiadása felbecsülhetetlen értékű hozzájárulás az értékalapú befektetés bölcsességeinek a tárházához. Az értékalapú befektetés a Columbiáról indult Benjamin Graham és David Dodd *Security Analysis* című könyvének 1936-os megjelenésével. 2001-ben a Columbia Business Schoolon megalapították az azóta az értékalapú befektetés tudományos otthonaként működő Heilbrunn Center for Graham and Dodd Investing központot.

Helyénvalónak és örömtelinek találom, hogy a központ szerepet játszott a könyv létrejöttében. A *legfontosabb dolog* gondolata a CSIMA-n (Columbia Student Investment Management Association), a Heilbrunn éves befektetési konferenciáján született meg. Ott hallgatva Marks előadását, Myles Thompson, a Columbia Business School Publishing alapítója megkörmékezte azzal az elképzeléssel, hogy feljegyzései és befektetési filozófiája alapján írjon egy könyvet. Marks lelkesen fogadta az ötletet, hogy befektetési bölcsességeit az értékalapú befektetés szülőhelyén adja ki, és biztos volt benne, hogy gondolatait örömmel veszi a Heilbrunn közösség. A *legfontosabb dolog* eredeti kiadását egy évvel később, ugyanezen az eseményen mutatták be, míg a jegyzetekkel kiegészített mű a 2012-es CSIMA konferencián került az olvasók kezébe.

A *legfontosabb dolog* továbbviszi az értékalapú befektetői közösség azon tradícióját, hogy ötleteiket, meglátásaikat és befektetési bölcsességeiket nagylelkűen megosztják a nagyközönséggel. A Heilbrunn Centert örömmel és büszkeséggel tölti el, hogy részese lehetett ennek az újszerű és valóban mindent megvilágító kiadásnak.

BRUCE C. GREENWALD

igazgató, Heilbrunn Center for Graham and Dodd Investing

Robert Heilbrunn Professor of Finance and Asset Management

Bevezetés

Húsz éve írok ügyfeleimnek időnként feljegyzéseket („memókat”) – a Trust Company of the Westnél vettem fel ezt a szokásomat, amit aztán az 1995-ben indult Oaktree Capital Managementnél társalapítóként folytattam. Leveleimben kifejtem a befektetési filozófiámat, elmagyarázom a pénzügyi piacok működését, és megosztom véleményemet az aktuális eseményekről. Ezek az írásaim adják ennek a könyvnek az alapját. Az elkövetkező oldalakon számos részletet lehet olvasni belőlük, mert hiszem, hogy a belőlük leszűrhető tanulság éppolyan releváns ma, mint amilyen akkor volt, amikor születtek. Annak érdekében, hogy üzenetük egyértelműbb legyen, néhol módosítottam rajtuk.

////////////////////////////////////
PAUL JOHNSON: *Amíg nem olvastam Howard Marks A legfontosabb dolog című művét, nem volt konkrét tankönyv, amit a Columbia Graduate School of Businessen tartott befektetési kurzusaimon elolvastattam. A 2011-es tavaszi értékalapú befektetés és értékpapír-elemzés képzésemén az ő könyvét adtam fel elsődleges forrásként.*
////////////////////////////////////

Mi is pontosan „a legfontosabb dolog”? 2003 júliusában ezzel a címmel írtam egy memót, összeszedve benne a befektetési sikerhez általam elengedhetetlennek vélt elemeket. Így kezdődött: „Amikor meglévő és potenciális ügyfelekkel találkozom, hallom magam, ahogy újra elismétlem: ‚A legfontosabb dolog A.’ Majd tíz perccel később: ‚A legfontosabb dolog B.’ Utána pedig C, és így tovább.” Mindent egybevetve, a memóban végül tizennyolc „legfontosabb dolgot” fejtettem ki.

Az eredeti feljegyzés óta olykor módosítottam az általam „legfontosabbnak” tartott dolgokon, ám az alapvető mondanivalóm mit sem változott: *mind* fontosak. A sikeres befektetéshez sok különböző aspektust kell megfontoltan figyelemmel követni, ráadásul mindet egyszerre. Ha bármelyiket kihagyod, az eredmény elmarad a kívánttól. Pontosán ezért

épül ez a könyv a legfontosabb dolgok gondolatára – mindegyikük téglá egy reményeim szerint szilárd falban, és egyikük sem hiányozhat.

PAUL JOHNSON: *Ez a megállapítás végig jelen van A legfontosabb dologban, és alapvető fontosságú Marks befektetési megközelítésében. Úgy hiszem, azt a befektetési elgondolást a legnehezebb átadni az üzleti tanulmányokat folytató hallgatónak, hogy a befektetéshez számtalan különböző fundamentális kérdésben kell egyidejűleg egyensúlyozni. A legfontosabb dolog kiválóan világít rá erre a megállapításra.*

Nem állt szándékomban befektetési kézikönyvet írni. Ez az írás sokkal inkább a befektetési filozófiám megfogalmazása. Hitvallásomnak tekintem, és befektetési pályám során mintegy bibliámként szolgált. Ezekben a dolgokban hiszek, ezek az irányjelzők segítenek abban, hogy ne térjek le az útról. A tartós érvényűnek vélt üzeneteket adom itt át, és biztos vagyok benne, hogy relevanciájuk nem fog egyik napról a másikra elmúlni.

HOWARD MARKS: *Ez a könyv elsősorban arról szól, amit a „befektetés emberi oldalának” hívok. Pénzügyi elemzésről vagy befektetéselemletről nem igazán lehet benne olvasni – arról viszont igen, hogy miként kezeljük a befektetési gondolkodást megzavaró pszichológiai hatásokat, illetve mások milyen hibákat követnek el a gondolkodásukban. Amikor azt mondom, „így gondolkodj”, nem áll szándékomban azt sugallni, hogy az enyém az egyetlen üdvözítő út, tekintsd pusztán példának. A sikerhez fegyelmezett gondolkodási folyamatot kell követned, de nem szükségszerűen az enyémet.*

Nem egy „hogyan csinálj” könyvet tart a kezében az olvasó. Nincs benne holtbiztos recept a befektetési sikerhez, mint ahogy lépésről lépésre haladó instrukciók sem. Matematikai állandókat vagy fix arányszámokat tartalmazó értékelési képletek hasonlóképpen nincsenek – ami azt illeti, nagyon kevés számot találni az elkövetkező oldalakon. Átad viszont egy gondolkodásmódot, amely segíthet jó döntéseket hozni, és ami talán még fontosabb, elkerülni az oly sokakat törbe ejtő csapdákat.

Nem céloml leegyszerűsíteni a befektetés műveletét. Igazság szerint azt szeretném leginkább egyértelművé tenni, hogy az mennyire összetett. Nagy kárt okoznak a közönségüknek azok, akik megpróbálják a befek-

tetést egyszerűbbé tenni. Az általánosság szintjén maradva osztom meg gondolataimat a hozamról, a kockázatról és a befektetés folyamatáról. Amikor konkrét eszközosztályokról vagy gyakorlatokról írok, pusztán a mondanivalómat kívánom illusztrálni.

Néhány szó a könyv felépítéséről. Említettem már, hogy a sikeres befektetés sok területre kiterjedő egyidejű, megfontolt odafigyelést igényel. Ha valamiképpen lehetséges lenne, ezeket mind egyszerre taglalnám. Ám a nyelvi korlátok sajnos arra kényszerítenek, hogy egyenként vegyem sorra ezeket a témákat. Ezért annak a piaci környezetnek a bemutatásával kezdem, amelyben a befektetés zajlik, meghatározva ezzel a játékeret. Utána magukra a befektetőkre kerül sor, a befektetési sikerüket – vagy éppen annak hiányát – befolyásoló tényezőkre, majd azokra a dolgokra, amelyekkel javíthatják az esélyeiket. Az utolsó fejezetekben megkísérlem összegezni az e két tényezővel – a környezettel és a befektetőkkel – kapcsolatos gondolatokat. Mivel azonban a filozófiám elemei egymással konzisztensen összefüggenek, bizonyos meglátások nem csak egyetlen fejezethez kapcsolódnak; amennyiben ismétlést érzek, kérem, nézd el nekem.

Remélem, a könyv tartalmát eredetinek, gondolatébresztőnek vagy akár egyenesen megosztónak fogod találni. Ha valaki azt mondja majd, „annyira élveztem a könyvedet, alátámasztott mindent, amit eddig olvastam”, azt fogom érezni, kudarcot vallottam. Olyan elgondolásokat és a befektetéssel kapcsolatos gondolatmeneteket kívánok megosztani, melyekkel még nem találkoztál. Az alábbi öt szótól a hetedik mennyországban érezném magam: „Így még sohasem gondoltam rá.”

Mint látni fogod, több időt szántam a kockázatnak és korlátozásának taglalására, mint arra, hogy megmutassam, miként lehet befektetési hozamokat elérni. A kockázat számomra a befektetés legérdekesebb, legnagyobb kihívást jelentő és leglényegesebb aspektusa.

PAUL JOHNSON: A legfontosabb dolog az általam valaha olvasott legátfogóbb értekezés a kockázatról és annak a befektetési folyamatban betöltött fontosságáról. Igazság szerint a könyv legerősebb aspektusa és a befektetési bölcsességek tárházához való legfőbb hozzájárulása a kockázat mindenre kiterjedő taglalása.



Amikor a potenciális ügyfeleink szeretnék megérteni, hogy mitől működik az Oaktree, első kérdésük a „mi a befektetési sikerük kulcsa?” valamilyen változata. A válaszom egyszerű: egy több mint négy évtizeden át fejlesztett és tökéletesített, hatékony befektetési filozófia, amelyet közös kultúrát és értékeket valló, magasan képzett emberek lelkiismeretesen valósítanak meg.

Honnan ered egy befektetési filozófia? Egy dologban biztos vagyok: senki nem úgy érkezik a befektetési karrierje küszöbére, hogy teljesen megszilárdult filozófia birtokában lenne. A filozófia szükségszerűen hosszú idő alatt, különféle forrásokból összegyűjtött gondolatok összessége. Nem lehet hatékony filozófiát kialakítani anélkül, hogy kitennéd magad az élet leckéinek. Mind a tartalmas tapasztalatok, mind a komoly leckék tekintetében igen szerencsés voltam az életemben.

A két kiváló üzleti iskolában eltöltött évek igen hatékony és inspiráló kombinációval szolgáltak: a Whartonon elvégzett alapképzésben alapvető gyakorlati és kvalitatív oktatásban részesültem minden különösebb elméleti kitekintés nélkül, míg a Chicagói Egyetem Graduate School of Businessén elméleti, kvantitatív képzésben lehetett részem. Nem az elsajátított konkrét tények vagy folyamatok voltak a lényegesek, hanem az, hogy a befektetési gondolkodás két vezető irányzatával ismerkedhettem meg, és végig kellett gondolnom, hogyan tudom ezeket összeegyeztetni és saját megközelítembe beépíteni.

Fontos, hogy az enyémhez hasonló filozófia abból fakad, hogy az ember nyitott szemmel jár az életben. Tisztában kell lenned azzal, mi zajlik a világban, és ezek a történések milyen eredményekhez vezetnek. Csak így módon tudod a megtanult leckéket a gyakorlatba ültetni, amikor újfent hasonló körülmények alakulnak ki. Legfőképpen ennek elmulasztása kárhozhatja a befektetők többségét arra, hogy újra meg újra az üzleti ciklusok áldozataivá váljanak.

SETH KLARMAN: *Ha nyitott szemmel jársz, annak az esélyeit is megnöveled, hogy felkészült legyél olyasvalamire, ami még soha nem történt meg. Amikor az utódját kereste, Warren Buffett ennek a fontosságát hangsúlyozta. Az éberség segíthet beazonosítani és esetlegesen elkerülni a kialakuló kockázatokat – mielőtt túl késő lenne. Az 5. fejezetben szerepel Marksnak ez a megállapítása.*

Azt szoktam mondani: „Tapasztalat az, amit akkor szerzel, amikor nem azt kapod, amit szeretnél volna.”

JOEL GREENBLATT: *Ez az egyik kedvenc „howardizmusom.” Gyakran nyílik lehetőségem gondolkodni ezen!*

A jó idők csak rossz leckéket tanítanak: hogy a befektetés könnyű, hogy tisztában vagy a titkaival, és hogy nem kell aggódnod a kockázat miatt. A legértékesebb leckéket kemény időkben kapjuk. Ilyen értelemben „szerencsés” voltam, hogy különleges periódusokat élhettem át: a 70-es évek arab olajembargóját, stagflációját, a Nifty Fifty részvények összeomlását és „a részvények halálát”; az 1987-es fekete hétfőt, amikor a Dow Jones Industrial Index egyetlen nap alatt az értéke 22,6 százalékát veszítette el; a kamatszint 1994-es megugrását, ami szabadesést váltott ki a kamatra érzékeny kötvények körében; az 1998-as feltörekvő piaci válságot, az orosz államcsődöt és a Long-Term Capital Management bukását; a 2000–2001-ben kipukkadó technológiai buborékot; a 2001–2002-es számviteli csalásokat és a 2007–2008-as globális pénzügyi válságot.

Különösképpen meghatározó volt a 70-es éveket átélni, mivel oly sok kihívással szembesültünk. Gyakorlatilag lehetetlen volt akkoriban befektetési munkához jutni, ez pedig azt jelenti, hogy ahhoz, hogy megtapasztald azt az évtizedet, már a kezdete előtt állásban kellett lenned. Azok közül, akik a 60-as években kezdték, hányan dolgoztak még a 90-es évek végén is, amikor a technológiai buborék kialakult? Nem sokan. A legtöbb professzionális befektető a 80-as vagy 90-es években lépett be az iparágba, és fogalmuk sem volt arról, hogy egy piaci esés az 5 százalékot is meghaladhatja – ez volt ugyanis az 1982 és 1999 között látott legnagyobb csökkenés.

SETH KLARMAN: *Könnyen lehet, hogy az egész könyvnek ez a legmegdöbbentőbb megállapítása. Ez az időszak teljesen elaltatta a befektetőket, akik két számjegyű éves hozamokra számíthattak, és teljesen szem elől veszítették a kockázatokat. Tizenhét esztendő hosszú időtávnak minősíthető – durván a fele egy szakmai pályafutásnak –, azonban egy kizárólag ebben az időszakban felépített karrier aligha állta volna ki az idő próbáját.*

Ha sokat olvasol, tanulhatsz azoktól, akiknek a gondolatai kiadásra érdemesek. Számomra a legfontosabb írások Charley Ellis kiváló cikke, a *The Loser's Game (The Financial Analysts Journal, 1975. július–augusztus)*, valamint John Kenneth Galbraith *A Short History of Financial Euphoria* (New York: Viking, 1990) és Nassim Nicholas Taleb *Fooled by Randomness* (New York: Texere, 2001) című könyvei voltak. Mindhárom jelentős mértékben formálta a gondolkodásomat.

////////////////////////////////////
PAUL JOHNSON: *Kiváló könyvlista. Szerencsére a tanulni vágyók most már A legfontosabb dologgal is kiegészíthetik!*
////////////////////////////////////

Végül, elképesztően szerencsésnek mondhatom magam, hogy első kézből tanulhattam néhány kiváló gondolkodótól: John Kenneth Galbraithtól az emberi gyengeségekről, Warren Buffett-től a türelemről és kontrariánizmusról, Charlie Mungertől az észszerű elvárások fontosságáról, Bruce Newbergtől a „valószínűségről és eredményről”, Michael Milkentől a tudatos kockázatvállalásról és Rick Kayne-től a „csapdák” (vagyis olyan alulértékelt befektetési lehetőségek, amelyekben nagyot nyerhetsz, de sokat nem veszíthetsz) beazonosításáról. Jelentősen profitáltam továbbá a Peter Bernsteinnel, Seth Klarmannel, Jack Bogle-val, Jacob Rothschilddal, Jeremy Granthammel, Joel Greenblatt-tel, Tony Pace-szel, Orin Kramerrel, Jim Granttal és Doug Kass-szel fennálló kapcsolatomból.

Az örömteli igazság: részese lehettem az előbbieknél, és kellően tudatos voltam ahhoz, hogy mindebből olyan befektetési filozófiát alakítsak ki, amely a cégeimnél hosszú évek óta működik – és amely ezáltal az ügyfeleim javát is szolgálta. Nem ez az egyetlen helyes filozófia – sokféle üdvözítő megközelítés létezik –, de számunkra pont megfelelő.

Sietve leszögezem, hogy filozófiám mit sem érne alapítótársaim – Bruce Karsh, Sheldon Stone, Larry Keele, Richard Masson és Steve Kaplan, akikkel 1983 és 1993 között alkottunk egy csapatot az Oaktree-nél – értő megvalósítása nélkül. Meggyőződésem, hogy a legjobb ötlet is legfeljebb annyit ér, amennyit profitálunk belőle, és ez különösképpen igaz a befektetés világában. Az itt általam megosztandó filozófia üzlettársaimnak és az Oaktree további munkatársainak a teljesítménye nélkül senkit nem érdekelne.

1

A legfontosabb dolog... a másodrendű gondolkodás

A befektetés művészetének van egy általában nem kellően értékelte jellegzetessége. A laikus befektető minimális erőfeszítéssel és adottságokkal is dicsőre méltó, igaz, nem túl látványos eredményeket érhet el, ám ennek a könnyedén elérhető szintnek a túlszárnyalásához töméntelen igyekezetre és nem kevés bölcsességre van szükség.

BENJAMIN GRAHAM, AZ INTELLIGENS BEFEKTETŐ

Mindennek annyira egyszerűnek kellene lennie, amennyire csak lehetséges, de annál semmivel sem egyszerűbbnek.

ALBERT EINSTEIN

Nem várható, hogy könnyű legyen. Aki azt gondolja, hogy könnyű, ostoba.

CHARLIE MUNGER

Kevesen rendelkeznek azzal a képességgel, hogy kiváló befektetővé válhatnak. Van, akit lehet tanítani – de nem mindenkit –, ... és akit *igen*, annak sem lehet mindent megtanítani. A helyes megközelítések olykor működnek, de nem mindig. És a befektetést nem lehet algoritmussá redukálni és számítógépbe betáplálni. Még a legjobb befektetőknek sincs mindig igazuk.

Az okok egyszerűek. Nincs olyan szabály, amely mindig működik. A környezet nem kontrollálható, a körülmények pedig ritkán ismétlődnek pontosan. A pszichológia meghatározó szerepet játszik a piacokon, és mivel állandóan változik, az ok-okozati összefüggések nem megbízható-

ak. Egy befektetési megközelítés működhet egy ideig, de előbb-utóbb az általa megkövetelt cselekedetek megváltoztatják a környezetet, következésképpen új megközelítésre lesz szükség. Ha mások is ugyanazt a megközelítést követik, az rontani fogja a hatékonyságát.

A befektetés – akárcsak a közgazdaságtan – inkább művészet, mint tudomány. Ebből pedig az következik, hogy kissé kaotikus tud lenni.

Az egyik legfontosabb dolog, amit ma észben kell tartanunk: a közgazdaságtan nem egzakt tudomány. Talán egyáltalán nem is tudomány, abban az értelemben legalábbis, hogy ott kontrollált kísérleteket lehet végezni, a múltbeli eredmények megbízhatóan reprodukálhatók, valamint számítani lehet az ok-okozati összefüggések fennmaradására.

„WILL IT WORK?” (Működni fog?) 2009. március 5.

Mivel a befektetés legalább annyira művészet, mint tudomány, nem célom – sem ebben a könyvben, sem máshol – azt sugallni, hogy rutinizálható. Ami azt illeti, az egyik dolog, amit leginkább hangsúlyozni szeretnék, éppen az, hogy mennyire lényeges intuitív és adaptív, nem pedig fix és gépies befektetési megközelítéssel rendelkezni.



A kérdés alapvetően az, hogy mit próbálsz elérni. Bárki képes átlagos befektetési teljesítményre – fektess egyszerűen egy indexkövető alapba, ami mindenből bevásárol egy kicsit. Ezzel azt kapod, amit „piaci hozamnak” neveznek – pontosan leköveted, bármit is csináljon a piac. Ám a sikeres befektetők ennél többet szeretnének. Meg akarják verni a piacot.

SETH KLARMAN: Fontos megverni a piacokat, de legalább ennyire fontos a kockázat korlátozása is. A befektetőknek végeredményben azt a kérdést kell feltenniük maguknak, hogy relatív vagy abszolút hozamokban gondolkodnak-e. 45 százalékot veszíteni, amikor a piac 50-et esik, piaci felülteljesítésnek számít, de micsoda pirruszi győzelem lenne ez a többségünknek.

Nézetem szerint ez a sikeres befektetés definíciója: jobban teljesíteni a piacnál és más befektetőknél.

////////////////////
CHRISTOPHER DAVIS: *A mögöttes gondolat itt az, hogy türelmesnek kell lenned, és elegendő időt kell adnod magadnak – nem rövid távú nagy nyereségekre törekszel, hanem hosszú távú, stabil hozamokra.*
 //////////////////////

Ehhez jó szerencsére vagy kiemelkedő éleslátásra van szükséged. A szerencsére számítani nem tekinthető tervnek, ezért érdemesebb az éleslátásra koncentrálni. Kosárlabdában úgy tartják: „magasságot nem lehet tanítani” – vagyis a világ minden tanítása is kevés ahhoz, hogy egy játékos magasabb legyen. Az éleslátással majdnem ugyanilyen nehéz a feladat. Mint ahogy az bármelyik más művészeti ág esetén megfigyelhető, egyesek egész egyszerűen jobban értenek a befektetéshez, mint a többiek. Rendelkeznek azzal a bölcsességgel – vagy sikerült megszerezniük –, amit Benjamin Graham oly kifejezően emleget.

Mindenki pénzt akar keresni. A közgazdaságtan egésze a profitmotiváció egyetemességébe vetett hiten alapul. A kapitalizmus sem kivétel, a profitmotiváció miatt dolgoznak keményebben az emberek, és teszik kockára a tőkájukat. A profit hajszolása eredményezi a világ által élvezett anyagi fejlődésnek a javát.

Ám az említett egyetemesség a piacok legyőzését is kemény dióvá teszi. Emberek milliói versenyeznek a befektetési nyereség minden egyes dollárjáért. Ki fogja megszerezni? Az, aki egy lépéssel előrébb jár. Bizonyos területeken a több oktatás, az edzőteremben vagy könyvtárban töltött több idő, a jobb táplálkozás, a több veríték, a nagyobb kitartás vagy a jobb felszerelés fog a többiek fölé emelni. Ám a befektetésben, ahol az előbbi dolgok kevésbé számítanak, ehhez élesebb gondolkodásra van szükség. ... olyanra, amit másodrendűnek nevezek.

A leendő befektetők részt vehetnek pénzügyi és számviteli képzéseken, sokat olvashatnak, és ha vannak annyira szerencsések, mentori segítséget kaphatnak egy befektetési folyamatban kellőképpen jártas személytől. Közülük mégis kevesen fogják megszerezni azt a páratlan éleslátást, intuíciót, értékítéletet és pszichológiai tudatosságot, ami a konzisztensen átlag feletti eredményekhez kell. Ezek másodrendű gondolkodást követelnek meg.



Ne feledd: a befektetéssel nem az a célod, hogy átlagos hozamokat érj el, az átlagnál jobban akarsz teljesíteni. Ezért a gondolkodásodnak a többiekénél jobbnak kell lennie – hatékonyabbnak és egyben magasabb rendűnek. Mivel mások lehetnek okosak és jól tájékozottak, illetve rendelkezhetnek komoly számítógépes háttérrel, olyan előnyre kell szert tenned, ami belőlük hiányzik. Olyanra is gondolnod kell, ami nekik eszükbe sem jut, meg kell látnod azt, amit ők nem vesznek észre, vagy olyan meglátásokra van szükséged, amelyek bennük fel sem merülnek. Eltérően kell reagálnod és másképpen viselkedned. Röviden: hogy igazad van, az szükséges, de nem elégséges feltétele a befektetési sikernek. A többieknél jobbnak kell, hogy igazad legyen, ... ami definíció szerint azt jelenti, hogy a gondolkodásodnak másmilyennek kell lennie.

////////////////////////////////////
PAUL JOHNSON: *Marks kitűnő megállapításokat tesz ebben a bekezdésben. Nagyszerűen taglalja a másodrendű gondolkodásnak a befektetési sikerben játszott kritikus szerepét. A következőkben pedig három kiváló példával mutatja be az első- és másodrendű gondolkodás közötti különbséget.*
 //////////////////////////////////////

Mi a másodrendű gondolkodás?

- Az elsőrendű gondolkodás azt mondhatja: „Ez egy jó vállalat, vegyük meg a részvényét.” A másodrendű szerint: „Ez egy jó vállalat, de mindenki kiválóan gondolja, pedig nem az. Így a részvénye túlértékelt és túlárzott – adjuk el.”

////////////////////////////////////
JOEL GREENBLATT: *Az egyéni befektetőktől rendre elsőrendű gondolkodást hallok. Olvassák a hírek főcímeit, és nézik a CNBC-t, majd konvencionális elsőrendű befektetési véleményeket fogalmaznak meg és tesznek magukévá.*
 //////////////////////////////////////

- Az elsőrendű gondolkodás azt mondhatja: „A kilátások alacsony növekedést és emelkedő inflációt jeleznek előre. Szabaduljunk meg minél előbb a részvényeinktől.” A másodrendű szerint: „A kilátások gyatrák, de mindenki más pánikszzerűen eladja a papírjait. Vásároljunk!”

- Az elsőrendű gondolkodás azt mondhatja: „Azt hiszem, a vállalat eredményei romlani fognak – adjuk el.” A másodrendű szerint: „Szerintem a vállalat eredményei kevésbé fognak romlani, mint ahogy arra az emberek számítanak, és a kellemes meglepetés felfelé hajtja majd az árfolyamot – vegyünk.”

Az elsőrendű gondolkodás egyszerűsítő és felületes, és szinte bárki képes rá (utóbbi pedig rossz előjel, ha bármiben is kiválóságra törekszel). Az elsőrendű gondolkodónak mindössze olyan, a jövőről kialakított véleményre van szüksége, mint például „a vállalat kilátásai kedvezőek, ami azt jelenti, hogy a részvényárfolyam fel fog menni”.

A másodrendű gondolkodás mély, összetett és szövevényes. A másodrendű gondolkodó számtalan dolgot figyelembe vesz:

- Milyen tartományba esnek a valószínű jövőbeli eredmények?
- Milyen kimenetel fog szerintem megvalósulni?
- Milyen valószínűséggel van igazam?
- Mit mond a piaci konszenzus?
- Az én várakozásom miben tér el a konszenzustól?
- Az eszköz aktuális árfolyama mennyire van összhangban a jövőről alkotott piaci konszenzussal és az én véleményemmel?
- Az árfolyamba beépült konszenzusos hangulat túl optimista vagy túl negatív?
- Mi történik az eszköz árfolyamával, ha a konszenzus bizonyul helyesnek, és mi, ha nekem van igazam?

////////////////////////////////////
CHRISTOPHER DAVIS: *Kiváló emlékeztető ez arra, hogy milyen kérdéseket kellene feltenned magadnak, amikor új befektetéseket mérlegelsz. Az új lehetőség izgalma közben könnyű erről megfeledkezni.*
 //////////////////////////////////////

Abból a szempontból, hogy mennyire megterhelők, nyilvánvalóan óriási a különbség az első- és a másodrendű gondolkodás között, és az utóbbira képes emberek száma elenyésző a másik csoporthoz képest.

Az elsőrendű gondolkodók egyszerű képleteket és könnyű válaszokat keresnek. A másodrendű gondolkodók tisztában vannak azzal, hogy a

befektetésben a siker az egyszerű antitézise. Ez nem azt jelenti, hogy nem fogsz egy csomó olyan emberbe befutni, akik vérrel-verítéssel próbálják azt egyszerűnek beállítani. Egy részüket a „zsoldos” kifejezéssel is illethetném. A brókercégek el akarják hitetni veled, hogy mindenki képes a befektetésre – teszik ezt ügyletenként 10 dollárért. A befektetési alapok nem szeretnék, hogy azt hidd: te magad is meg tudod csinálni. Azt akarják, hogy azt gondold: *ők* meg tudják. Esetükben beteszed a pénzed az aktívan kezelt alapokba, és megfizeted az ezzel járó magas díjakat.

Az egyszerűsítők másik csoportjára „térítőkként” tekintek. Egyesek közülük tudományos szakemberek, akik befektetést tanítanak. Mások jó szándékú gyakorló befektetők, akik túlbecsülik azt, hogy milyen mértékű kontrollt gyakorolnak. Úgy vélem, a többségük elmulasztja pontosan számba venni az eredményeit, vagy egyszerűen figyelmen kívül hagyják a rossz éveiket, vagy a balszerencsének tulajdonítják a veszteségeket. Végül ott vannak azok, akik egyszerűen képtelenek megérteni a befektetés komplexitását. Az autóban hallgatott rádiócsatornám egyik vendégkommentátora szerint: „Ha jó tapasztalatod van egy termékkel, vedd meg a részvényt!” A sikeres befektetéshez ennél sokkal több szükségeltetik.

Az elsőrendű gondolkodók ugyanúgy gondolkodnak a dolgokról, mint hasonszőrű társaik, és általában ugyanazokra a következtetésekre jutnak. Ez definíció szerint nem lehet a kiváló eredményekhez vezető út. Minden befektető nem verheti meg a piacot, hiszen együttesen ők alkotják azt.

Mielőtt megpróbálnál beszállni a zéróösszegű befektetés világába, fel kell tenned magadnak a kérdést: jó okod van-e feltételezni, hogy a jobbik felébe fogsz tartozni? Az átlagbefektető felülteljesítéséhez túl kell járnod a piaci konszenzus eszén. Képes vagy erre? Miért gondolod, hogy igen?

CHRISTOPHER DAVIS: *Meg is fordíthatod ezt – túl azon, hogy miért vársz magadtól sikert, azt a kérdést is tedd fel magadnak, hogy mások miért vallanak kudarcot. Vajon az időtávukból fakad a probléma? Hibás vagy nem megfelelő ösztönzőrendszert követnek?*



Az a baj, hogy kivételes teljesítmény kizárólag helyes és a konszenzustól eltérő előrejelzésekből fakad, ám ilyeneket nehéz készíteni, még nehezebb úgy, hogy helyesek legyenek, és nehéz ezek alapján cselekedni. Az évek során sokan mondták, hogy a lenti mátrix nagy hatást gyakorolt rájuk.

PAUL JOHNSON: *Az ebben a részben leírt elgondolások kritikus fontosságúak ahhoz, hogy a befektető helyes nézőpontból tekintsen a kiváló befektetési teljesítmény elérésére. Az itt taglalt bölcsesség önmagában megéri a könyv árát.*

Ha ugyanazt csinálod, mint mások, nem várhatsz felülteljesítést... A konvencióktól való eltérésnek nem öncélúnak kell lennie, hanem sokkal inkább egy gondolkodásmódnak. Ahhoz, hogy másoktól különbözz, jól jön, ha eltérő ötleteid vannak, és máshogyan dolgozod fel azokat. Egyszerű 2 x 2-es mátrixként szeretem megragadni ezt a szituációt:

	Konvencionális viselkedés	Konvencionálistól eltérő viselkedés
Kedvező kimenetek	Átlagos jó eredmények	Átlag feletti eredmények
Kedvezőtlen kimenetek	Átlagos rossz eredmények	Átlag alatti eredmények

Persze nem ilyen egyszerű és egyértelmű, ám azt gondolom, általában így működik. Amennyiben a viselkedésed konvencionális, valószínűleg konvencionális eredményeket érsz el – legyenek azok jók vagy rosszak. A teljesítményed várhatóan akkor lesz a konvencionálistól eltérő, ha a viselkedésed is az, és kizárólag akkor lesz átlag feletti, amennyiben a véleményalkotásod kitűnő.

„DARE TO BE GREAT” (Merj nagyszerű lenni) 2006. szeptember 7.

A konklúzió egyszerű: kiváló befektetési eredmények eléréséhez a konszenzustól eltérő véleményt kell alkotnod az értékről, és a véleményednek pontosnak kell lennie. Ez nem könnyű.

Magától értetődően vonzó az értékénél olcsóbban megvenni valamit. Hogyan lehet hát a hatékony piacokon alkalmi vételeket találni? Kivételes elemzői képességre, éleslátásra és előrelátásra van szükséged. Lévén azonban kivételesek, kevesen rendelkeznek ezekkel.

„*RETURNS AND HOW THEY GET THAT WAY*”
(Hozamok és kialakulásuk) 2002. november 11.

Ahhoz, hogy a teljesítményed eltérjen a normáltól, a várakozásaidnak – és ezáltal a portfólióidnak – is különbözniük kell attól, és a konszenzusról jobban igazad kell, hogy legyen. Eltérő és jobb: nagyszerű leírása ez a másodrendű gondolkodásnak.

Akik a befektetési folyamatot egyszerűnek gondolják, jellemzően tudatában sincsenek a másodrendű gondolkodás szükségességének – vagy akárcsak a létezésének. Így sokan tévesen azt hiszik, hogy bárkiből lehet sikeres befektető. Ez nem így van. A jó hír azonban, hogy az elsőrendű gondolkodók túlsúlya megnöveli a másodrendű gondolkodók által le-aratható hozamokat. A konzisztensen kiváló befektetési hozamok eléréséhez az utóbbiak közé kell tartoznod.

////////////////////////////////////
JOEL GREENBLATT: *Marks itt azt mondja, hogy a többség számára ugyan nagyon kényelmes egyetérteni a széles körű konszenzussal, ám általában nem ez jelenti az átlag feletti profitokhoz vezető utat.*
////////////////////////////////////