

Cuprins

Prefață la ediția a patra în limba engleză, de Warren E. Buffett	IX
Notă despre Benjamin Graham, de Jason Zweig	XI
Introducere: Ce-și propune să realizeze această carte	1
COMENTARIU LA INTRODUCERE	12
1. Comparatie între investiție și speculație: rezultatele la care trebuie să se aștepte investitorul inteligent	19
COMENTARIU LA CAPITOLUL 1	37
2. Investitorul și inflația	50
COMENTARIU LA CAPITOLUL 2	61
3. Un secol de istorie a pieței bursiere: prețul acțiunilor la începutul anului 1972	68
COMENTARIU LA CAPITOLUL 3	83
4. Politica generală de portofoliu: investitorul defensiv	91
COMENTARIU LA CAPITOLUL 4	106
5. Investitorul defensiv și acțiunile ordinare	118
COMENTARIU LA CAPITOLUL 5	130
6. Politica de portofoliu pentru investitorul întreprinzător: abordarea negativă	140
COMENTARIU LA CAPITOLUL 6	153
7. Politica de portofoliu pentru investitorul întreprinzător: partea pozitivă	163
COMENTARIU LA CAPITOLUL 7	188
8. Investitorul și fluctuațiile pieței	198
COMENTARIU LA CAPITOLUL 8	224

VI	Investitorul inteligent	
9.	Plasamentele în fondurile de investiții	238
	COMENTARIU LA CAPITOLUL 9	255
10.	Investitorul și sfătuitoarii săi	270
	COMENTARIU LA CAPITOLUL 10	285
11.	Analiza valorilor mobiliare pentru investitorul profan: abordarea generală	293
	COMENTARIU LA CAPITOLUL 11	316
12.	Lucruri de avut în vedere cu privire la profitul pe acțiune	325
	COMENTARIU LA CAPITOLUL 12	338
13.	Comparație între patru companii cotate la bursă	346
	COMENTARIU LA CAPITOLUL 13	356
14.	Selecția acțiunilor pentru investitorul defensiv	364
	COMENTARIU LA CAPITOLUL 14	384
15.	Selecția acțiunilor pentru investitorul întreprinzător	393
	COMENTARIU LA CAPITOLUL 15	414
16.	Titlurile convertibile și warantele	421
	COMENTARIU LA CAPITOLUL 16	437
17.	Patru cazuri extrem de instructive	441
	COMENTARIU LA CAPITOLUL 17	458
18.	Analiza comparativă a opt perechi de companii	466
	COMENTARIU LA CAPITOLUL 18	494
19.	Acționarii și conducerea firmei: politica dividendelor	508
	COMENTARIU LA CAPITOLUL 19	518
20.	„Marja de siguranță” – concept de bază al activității de investiții	533
	COMENTARIU LA CAPITOLUL 20	546
	Post-scriptum	553
	COMENTARIU LA POST-SCRIPTUM	555

Anexe	
1. Superinvestitorii din Graham-și-Doddsville	557
2. Reguli importante cu privire la regimul fiscal al venitului din investiții și al tranzacțiilor mobiliare (în 1972)	581
3. Principiile impozitării investițiilor (actualizate la nivelul anului 2003)	582
4. Noua speculație cu acțiuni ordinare	583
5. Studiu de caz: Aetna Maintenance Co.	596
6. Contabilitatea impozitelor aferente achiziției de către NVF a acțiunilor Sharon Steel	598
7. Investițiile în companii de tehnologie	599
Note	601
Mulțumiri din partea lui Jason Zweig	611
Index	613

Traducerea de față are la bază ediția a patra, revizuită, actualizată de Graham în 1971-1972 și publicată inițial în 1973. Textul notelor de subsol originare aparținând lui Graham (indicate prin numere în capitolele scrise de el) se găsește în secțiunea „Note” de la sfârșitul cărții. Noile note de subsol, introduse de Jason Zweig, apar, în capitolele scrise de Graham, în partea de jos a paginii (și, ocazional, folosind un alt corp de literă, ca o completare a notelor lui Graham de la sfârșitul cărții).

INTRODUCERE:

Ce-și propune să realizeze această carte

Scopul acestei cărți este să ofere, într-o formă convenabilă omului de rând, o călăuză în adoptarea și aplicarea unei politici de investiții financiare. Se va vorbi destul de puțin despre tehnica analizei titlurilor de valoare, acordându-se atenție mai ales principiilor pe care se bazează investițiile financiare și atitudinii investitorilor. Vom face totuși o serie de comparații succinte ale unor titluri de valoare – mai ales în perechi, așa cum apar ele în lista Bursei de Valori New York – cu scopul de a-i arăta cititorului în mod concret elementele importante care trebuie luate în calcul la alegerea unor acțiuni ordinare.

Vom dedica însă un spațiu larg evoluției în timp a piețelor financiare, mergând în unele cazuri înapoi mai multe decenii. Pentru a investi în mod inteligent în titluri de valoare, trebuie să fii înarmat dinainte cu informații adecvate despre felul în care diversele tipuri de obligațiuni și acțiuni s-au comportat de fapt în diverse situații – cu unele dintre ele, cel puțin, sunt mari șanse să vă întâlniți din nou în activitatea dumneavoastră. Nicio afirmație nu este mai adevărată și nu se aplică mai bine la Wall Street ca faimosul avertisment al lui Santayana: „Cei ce nu-și amintesc trecutul sunt condamnați să-l repete.”

Cartea noastră se adresează investitorilor, care se deosebesc de speculatori, iar primul nostru obiectiv va fi să lămurim și să scoatem în evidență această de acum aproape uitată deosebire. Putem spune pentru început că aceasta nu este o carte despre „cum se câștigă un milion”. Nu există metode sigure și simple de îmbogățire pe Wall Street sau altundeva. Poate că este bine să subliniem ceea ce tocmai am spus făcând puțină istorie financiară – mai ales că vom trage mai multe învățături din aceasta. În anul de vârf 1929, John J. Raskob, un personaj foarte important la nivel național, ca și pe Wall Street, preamărea binefacerea capitalismului într-un articol din *Ladies's*

Home Journal intitulat „Toată lumea ar trebui să fie bogată.”* Potrivit tezei acestuia, economisind doar 15 \$ pe lună și investindu-i în acțiuni ordinare – reinvestind dividendele – după 20 de ani s-ar ajunge la o avere de 80.000 \$, în condițiile în care contribuțiile nu ar totaliza decât 3.600 \$. Dacă magnatul lui General Motors avea dreptate, aceasta era într-adevăr o cale simplă de îmbogățire. Câtă dreptate avea? Un calcul aproximativ – bazat pe ipoteza că s-a investit în cele 30 de acțiuni care alcătuiesc indicele Dow Jones Industrial Average (DJIA) – indică faptul că, dacă s-ar fi respectat recomandarea lui Raskob în perioada 1929-1948, capitalul deținut de investitor la începutul anului 1949 ar fi valorat cam 8.500 \$. Suma respectivă este foarte departe de cea promisă de marele om, de 80.000 \$, și arată câtă bază se poate pune pe asemenea asigurări și prognoze optimiste. Dar, în treacăt fie spus, ar trebui să remarcăm că randamentul realizat efectiv în cei 20 de ani ar fi fost mai mare decât cel anual compus de 8% – și aceasta în ciuda faptului că investitorul ar fi început să cumpere acțiuni când DJIA era de 300, iar evaluarea s-ar fi făcut la ultimul nivel înregistrat de indice în 1948, de 177. Acest rezultat poate fi considerat un argument convingător în favoarea principiului achiziției lunare regulate a unor acțiuni ordinare în orice împrejurare – program cunoscut sub denumirea de „strategie a plasamentelor constante.”

Cum cartea noastră nu se adresează speculatorilor, ea nu este destinată celor care fac tranzacții pe piață. Majoritatea acestor persoane se ghidează după grafice sau alte mijloace, în general mecanice, de determinare a momentelor oportune pentru vânzare și cumpărare. Singurul principiu care se aplică aproape tuturor acestor așa-zise „abordări tehnice” este acela că trebuie să cumperi *pentru că* o acțiune sau piața în ansamblu a urcat și trebuie să vinzi *pentru că* aceasta a coborât. Este exact opusul principiului sănătos care se aplică în orice

* Raskob (1879-1950) a fost director la Du Pont, marea companie din industria chimică, și președinte al comitetului de finanțe de la General Motors. A funcționat de asemenea ca președinte al Partidului Democrat și a fost cel care a impulsionat construcția Empire State Building. Calculele făcute de profesorul de finanțe Jeremy Siegel confirmă faptul că, potrivit schemei lui Raskob, după 20 de ani s-ar fi strâns cu puțin sub 9.000 \$, cu toate că inflația ar fi anulat o mare parte a câștigului. Pentru cea mai bună analiză recentă a concepțiilor lui Raskob cu privire la plasamentele bursiere pe termen lung, a se vedea eseuul consilierului financiar William Bernstein la adresa de internet www.efficientfrontier.com/ef/197/raskob.htm.

altă afacere, fiind foarte mici șanse ca el să poată asigura un succes durabil pe Wall Street. În cei peste 50 de ani cât am lucrat și am studiat piața bursieră, n-am cunoscut nicio persoană care să fi obținut în mod constant sau durabil câștiguri „urmând piața”. Nu ezităm să afirmăm că această abordare este pe atât de înșelătoare pe cât este de populară. Vom ilustra ceea ce tocmai am spus – cu toate că aceasta nu trebuie considerată, bineînțeles, o dovadă – printr-o scurtă analiză ulterioară a faimoasei teorii a lui Dow cu privire la tranzacțiile bursiere.*

De la prima apariție a „Investitorului inteligent” în 1949, s-au publicat ediții revăzute ale acesteia la intervale de aproximativ cinci ani. În actualizarea versiunii de față, va trebui să ținem seama de foarte multe fenomene noi petrecute de la apariția ediției din 1965. Dintre acestea fac parte:

1. Creșterea fără precedent a ratei dobânzii la obligațiunile foarte bine cotate.
2. Scăderea cu circa 35% a prețului principalelor acțiuni ordinare, care s-a încheiat în mai 1970. Aceasta a fost cea mai mare scădere procentuală din ultimii 30 de ani. (Nenumărate acțiuni de ocazie au înregistrat o reducere mult mai mare.)
3. Creșterea continuă a prețurilor cu ridicata și cu amănuntul, care s-a produs chiar și în condițiile scăderii volumului general al afacerilor din 1970.
4. Dezvoltarea rapidă a companiilor „conglomerat”, a operațiunilor tip franciză și a altor forme relativ noi apărute în afaceri și finanțe. (Dintre acestea fac parte un număr de mecanisme complexe, cum ar fi „acțiunea neînregistrată”[†], proliferarea warantelor cu opțiune, denumirile înșelătoare, folosirea băncilor străine și altele.)[†]

* „Scurta analiză” a lui Graham cuprinde două părți, la p. 35 și la pp. 201-202. Pentru mai multe amănunte despre teoria lui Dow, a se vedea <http://viking.com.yale.edu/will/dow/dowpage.html>.

[†] Fondurile mutuale cumpărau „acțiuni neînregistrate” în cadrul unor tranzacții private, iar după aceea creșteau imediat prețul acestor acțiuni în cadrul unor tranzacții publice (a se vedea definiția lui Graham la p. 601). Acest lucru le-a permis respectivelor fonduri „speculative” să înregistreze, la mijlocul anilor 1960, randamente mari, neviabile. Comisia de Valori Mobiliare și Burse a SUA a pus capăt acestui abuz în 1969, el nemaiprezentând interes pentru cei care investesc în fonduri. Warantele cu opțiune sunt explicate în capitoul 16.

5. Falimentul celor mai mari societăți de cale ferată de la noi, îndatorarea exagerată pe termen scurt și lung a multor companii altădată solide și chiar o problemă supărătoare de solvabilitate a unor agenții de pe Wall Street.*
6. Apariția modei „performanței” în managementul fondurilor de investiții, inclusiv al unor fonduri fiduciare operate de bănci, cu rezultate neliniștitoare.

Aceste fenomene vor beneficia de atenția noastră, iar unele ne vor obliga să operăm schimbări în concluziile și temele dominante abordate în ediția anterioară. Principiile de bază ale plasamentelor eficace n-ar trebui să se modifice de la un deceniu la altul, însă aplicarea acestor principii trebuie să se adapteze la schimbările semnificative pe care le suferă mecanismele și climatul financiar.

Ultima afirmație a fost pusă la încercare în timp ce scriam ediția de față, a cărei primă formă am definitivat-o în ianuarie 1971. Pe atunci, DJIA se afla într-o revenire puternică după minimumul de 632 înregistrat în 1970 și urca spre un maxim de 951 în 1971, cu un optimism general corespunzător. Când am terminat ultima formă, în noiembrie 1971, piața se afla în agonia unui nou declin, acesta trăgând indicele în jos la nivelul de 797 și făcând să revină neliniștea generală cu privire la viitorul ei. Nu am permis acestor fluctuații să influențeze atitudinea noastră generală față de politica judicioasă de investiții, care rămâne în esență neschimbată de la apariția primei ediții a acestei cărți în 1949.

Amploarea declinului pieței din 1969-1970 ar fi trebuit să servească la risipirea unei iluzii care ajunsese să câștige teren în ultimele două decenii. Aceasta consta în ideea că principalele acțiuni ordinare puteau fi cumpărate în orice moment și la orice preț, având siguranța nu doar a obținerii unui profit final, ci și a faptului că orice pierdere suferită între timp va fi recuperată prin revenirea pieței la un nou nivel

* Penn Central Transportation Co., pe atunci cea mai mare societate de cale ferată din SUA, a intrat sub protecția Legii falimentului pe 21 iunie 1970 – șocându-i pe investitori, care nu se așteptaseră ca o companie atât de mare să dea vreodată faliment (a se vedea p. 441-442). Dintre companiile cu datorii „exagerat” de mari, Graham se gândea la Ling-Temco-Vought și National General Corp. (a se vedea pp. 425 și 463). „Problema solvabilității” de pe Wall Street s-a manifestat între 1968 și 1971, când câteva renumite case de brokeraj au dat brusc faliment.

maxim. Era prea frumos ca să fie adevărat. În cele din urmă, piața burseră a „revenit la normal”, în sensul că atât speculatorii, cât și investitorii trebuie să se pregătească iarăși pentru scăderi și creșteri semnificative și, eventual, prelungite ale valorii capitalului pe care îl dețin.

În sectorul numeroaselor acțiuni ordinare din categoria a doua și a treia, mai ales ale întreprinderilor recent înscrise la tranzacționare, dezastrul provocat de ultima prăbușire a pieței a fost catastrofal. N-a fost ceva nou în sine – un lucru asemănător se întâmplase în 1961-1962 – dar de data aceasta exista un element nou în faptul că unele fonduri de investiții aveau plasamente importante în acțiuni puternic speculative și evident supraevaluate de acest gen. Este limpede că nu numai debutantul trebuie să fie avertizat asupra faptului că, deși entuziasmul poate fi necesar pentru obținerea unor rezultate deosebite în alte sectoare, pe Wall Street el duce aproape invariabil la dezastru.

Principala problemă de care va trebui să ne ocupăm este consecința creșterii uriașe a ratei dobânzii la obligațiunile foarte bine cotate. De la sfârșitul anului 1967, investitorul a putut să obțină de la asemenea obligațiuni un venit de peste două ori mai mare decât dividendele aduse de acțiunile ordinare reprezentative. La începutul lui 1972, randamentul celor mai bine cotate obligațiuni era de 7,19%, comparativ cu numai 2,76%, randamentul acțiunilor industriale. (A se compara cu 4,40%, respectiv 2,92%, cât erau la sfârșitul lui 1964.) Este greu să ne închipuim că, atunci când am publicat pentru prima oară această carte, în 1949, cifrele erau aproape exact pe dos: obligațiunile aduceau un câștig de numai 2,66%, iar acțiunile, unul de 6,82%². În edițiile anterioare, recomandam cu insistență ca măcar 25% din portofoliul unui investitor prudent să fie format din acțiuni ordinare, noi preferând în general o împărțire de 50%-50% între cele două instrumente. Acum trebuie să ne gândim dacă marele avans pe care-l are în prezent randamentul obligațiunilor față de cel al acțiunilor ar justifica plasarea întregului capital în obligațiuni până la restabilirea unui raport mai rezonabil, cum credem noi că se va întâmpla. În mod firesc, chestiunea inflației permanente va juca un rol foarte important în luarea unei asemenea decizii. Acestei analize îi va fi dedicat un capitol întreg.*

* A se vedea capitolul 2. La începutul anului 2003, obligațiunile Trezoreriei SUA cu scadență la 10 ani aduceau un câștig de 3,8%, în vreme ce acțiunile (ținând cont de indicele Dow Jones Industrial Average) aduceau un câștig de 1,9%. (De remarcat că raportul nu este deloc diferit de cel din 1964 la care

În trecut, am făcut o deosebire fundamentală între două feluri de investitori cărora li se adresează această carte – cel „defensiv” și cel „întreprinzător”. Investitorul „defensiv” (sau pasiv) va pune accentul în primul rând pe evitarea greșelilor grave sau a pierderilor. În al doilea rând, se va feri de eforturi, încurcături și nevoia de a lua frecvent decizii. Trăsătura determinantă a investitorului întreprinzător (activ sau agresiv) este disponibilitatea lui de a acorda timp și atenție selectării acelor titluri de valoare care sunt atât viabile, cât și mai atrăgătoare decât media. Pe parcursul mai multor decenii, un investitor întreprinzător s-ar putea aștepta la o răsplătă rezonabilă pentru abilitatea lui superioară și efortul suplimentar depus, sub forma unui randament mediu mai bun decât cel realizat de investitorul pasiv. Avem unele îndoieli că, în condițiile de astăzi, investitorul activ are siguranța obținerii unei recompense suplimentare cu adevărat însemnate. Însă la anul sau în anii următori, lucrurile pot sta cu totul altfel. Prin urmare, vom continua să acordăm atenție posibilităților pe care le are investitorul întreprinzător, așa cum au existat ele în perioadele anterioare și cum ar mai putea exista încă.

De multă vreme se crede că arta investițiilor financiare de succes constă în primul rând în alegerea acelor sectoare de activitate care au cele mai mari șanse de a se dezvolta în viitor și apoi în identificarea celor mai promițătoare companii din aceste sectoare. De exemplu, investitorii inteligenți – sau consilierii lor inteligenți – și-ar fi dat de mult seama de marile posibilități de dezvoltare ale industriei calculatoarelor în general și ale firmei International Business Machines în special. Iar lucrurile stau la fel pentru o serie de alte sectoare și companii aflate în ascensiune. Ele nu sunt însă atât de simple pe cât par întotdeauna atunci când sunt privite retrospectiv. Pentru a lămurii acest aspect încă de la început, permiteți-ne să adăugăm aici un paragraf pe care l-am inclus pentru prima oară în ediția din 1949 a acestei cărți.

Un asemenea investitor poate de exemplu să cumpere acțiuni în domeniul transporturilor aeriene deoarece crede că viitorul lor este mai strălucit decât tendința pe care piața o reflectă deja. Pentru acest

gen de investitor, valoarea cărții noastre va rezida mai mult în semnalele de alarmă trase de aceasta în privința capcanelor ascunse în abordarea investițională pe care o preferă el decât în vreo tehnică sigură care-l va ajuta să meargă pe drumul ales.*

Capcanele s-au dovedit a fi deosebit de periculoase în sectorul pe care l-am menționat. Era desigur simplu să prognozezi că volumul traficului aerian va crește spectaculos de-a lungul anilor. Datorită acestui aspect, acțiunile firmelor respective au devenit o alegere preferată a fondurilor de investiții. În ciuda creșterii veniturilor însă – într-un ritm chiar mai mare decât în industria calculatoarelor – o serie de probleme tehnologice combinate cu mărirea exagerată a capacității au contribuit la obținerea unor profituri fluctuante, chiar dezastruoase. În 1970, deși s-au înregistrat noi valori maxime ale traficului, companiile de transport aerian le-au confirmat acționarilor că au suferit o pierdere de circa 200 de milioane \$. (Ele mai prezentaseră pierderi în 1945 și 1961.) Acțiunile acestor companii au prezentat din nou, în 1969-1970, un declin și mai puternic decât cel înregistrat de piață în ansamblu. Datele arată că și experții cu normă întreagă foarte bine plătiți ai fondurilor mutuale s-au înșelat cu totul în privința viitorului imediat al unui sector important și fără aspecte obscure.

Pe de altă parte, în vreme ce fondurile de investiții aveau plasmamente substanțiale în acțiuni IBM care le aduceau câștiguri substanțiale, prețul evident ridicat al acestora și imposibilitatea de a fi *sigur* în privința ritmului de creștere a acestuia i-au împiedicat să investească mai mult de, să zicem, 3% din fonduri în acțiunile acestei firme foarte performante. Drept urmare, efectul acestei excelente alegeri asupra rezultatelor lor de ansamblu n-a fost deloc determinant. În plus, multe

* „Acțiunile firmelor de transport aerian” au stârnit, bineînțeles, un interes la fel de mare la sfârșitul anilor 1940 și începutul anilor 1950 ca interesul stârnit de acțiunile firmelor de pe Internet o jumătate de veac mai târziu. Dintre cele mai căutate fonduri mutuale din acea perioadă făceau parte Aeronautical Securities și Missiles-Rockets-Jets & Automation Fund. Acestea, asemenea acțiunilor pe care le dețineau, s-au dovedit a fi un dezastru pentru investitori. Astăzi se acceptă îndeobște faptul că profitul net cumulat al sectorului transporturilor aeriene pe toată perioada existenței sale a fost negativ. Ideea pe care o sugerează Graham nu este aceea că ar trebui să evitați să cumpărați acțiuni ale firmelor de transport aerian, ci că n-ar trebui să cedați niciodată în fața „certitudinii” că un anumit sector va fi mai performant decât toate celelalte în viitor.

– dacă nu cele mai multe – dintre investițiile lor în acțiuni ale companiilor din industria calculatoarelor altele decât IBM par a fi fost nerentabile. Din aceste două exemple cu caracter general, desprindem două învățăminte pentru cititorii noștri:

1. Perspectivele evidente de dezvoltare materială ale unui domeniu nu se traduc în profituri evidente pentru investitori.
2. Experții nu au metode sigure de selecție și concentrare asupra celor mai promițătoare companii din cele mai promițătoare sectoare de activitate.

Autorul n-a folosit această manieră de abordare în cariera lui de administrator de fond și deci nu poate oferi nici sfaturi concrete, nici prea multe încurajări celor care ar putea dori s-o încerce.

Și atunci ce ne vom propune să realizăm în această carte? Principalul nostru obiectiv va fi să-l ajutăm pe cititor să evite posibilele erori grave și să elaboreze strategii care să-i fie pe plac. Vom vorbi destul de mult despre psihologia investitorilor. Căci, de fapt, principala problemă a investitorului – și chiar cel mai mare dușman al său – este probabil el însuși. („De vină, dragă investitorule, nu sunt astrele – nici acțiunile noastre – ci noi înșine...”) Acest lucru s-a dovedit a fi și mai adevărat în ultimele decenii, când investitorii prudenți s-au văzut și mai mult obligați să cumpere acțiuni ordinare și astfel să se expună, vrând-nevrând, entuziasmului și tentațiilor pieței bursiere. Prin argumente, exemple și povețe, sperăm să-i ajutăm pe cititorii noștri să-și formeze o atitudine intelectuală și emoțională adecvată față de deciziile de investiții. I-am văzut câștigând și *păstrând* mult mai mulți bani pe „oamenii obișnuiți”, înzestrați cu un temperament potrivit pentru activitatea de investiții decât pe cei care nu aveau această calitate, chiar dacă aveau vaste cunoștințe de finanțe, contabilitate și tranzacții bursiere.

În plus, sperăm să-i insuflăm cititorului înclinația spre măsurare sau cuantificare. Pentru 99 de acțiuni din 100, am putea spune că, la un anumit preț, ele sunt suficient de ieftine pentru a le cumpăra, iar la un alt preț ar fi atât de scumpe, încât ar trebui să fie vândute. Obiceiul de a raporta ceea ce se plătește la ceea ce se oferă este o calitate inestimabilă în investiții. Într-un articol publicat cu mulți ani în urmă într-o revistă pentru femei, îi sfătuiam pe cititori să cumpere acțiuni ca

și cum ar cumpăra niște drogherii, nu un parfum. Pierderile cu adevărat teribile din ultimii ani (și din multe alte perioade similare anterioare) s-au înregistrat la acele emisiuni de acțiuni ordinare pe care, cumpărându-le, investitorul a uitat să se întrebe „cât valorează?”.

În iunie 1970, la întrebarea „cât valorează?” se putea răspunde prin cifra magică 9,40% – randamentul aferent emisiunilor noi de obligațiuni foarte bine cotate ale companiilor de utilități publice. Acesta a scăzut acum la circa 7,3%, dar chiar și acest randament ne tentează să ne întrebăm „de ce ar exista un alt răspuns?”. Există însă alte răspunsuri posibile, iar acestea trebuie luate în considerare cu multă atenție. În afară de acestea, repetăm, atât noi, cât și cititorii noștri trebuie să fim pregătiți dinainte pentru posibilitatea existenței unor condiții foarte diferite în perioada 1973-1977, de exemplu.

De aceea, vom prezenta în amănunțime un program efectiv de investiții în acțiuni ordinare, dintre care o parte intră în sfera ambelor categorii de investitori, iar cealaltă parte este destinată mai ales celor întreprinzători. Poate părea curios că le vom sugera cititorilor noștri să se limiteze la acțiuni care nu se vând cu mult peste valoarea activelor tangibile aferente lor – aceasta fiind una dintre principalele noastre cerințe.* Motivele care ne-au determinat să dăm acest sfat aparent depășit sunt atât de ordin practic, cât și de ordin psihologic. Experiența ne-a învățat că, deși există multe companii în ascensiune care valorează de câteva ori mai mult decât activul lor net, cel care cumpără acțiuni ale acestora va depinde prea mult de capriciile și fluctuațiile pieței bursiere. Dimpotrivă, cel care investește în acțiuni, să zicem, ale companiilor de utilități publice la un preț apropiat de valoarea activului lor net poate să se considere întotdeauna posesorul unei participații la niște afaceri viabile, aflate în plină expansiune, cumpărate la un preț rațional – indiferent de părerea negativă a pieței. Rezultatul final al unei asemenea politici prudente are șanse să se dovedească a fi mai bun decât cel al unor aventuri incitante în domenii atrăgătoare și periculoase, care se anticipează că se vor dezvolta.

* Activele tangibile cuprind patrimoniul material al unei companii (precum proprietăți imobiliare, fabrici, utilaje, stocuri), ca și disponibilitățile financiare (cum ar fi lichidități, plasamente pe termen scurt, creanțe). Dintre elementele care nu fac parte din categoria activelor tangibile amintim mărcile de fabrică, patentele, francizele, fondul de comerț și mărcile de comerț. Pentru a vedea cum se calculează valoarea activelor tangibile, a se consulta nota de subsol 1 de la p. 208.

Arta plasamentelor financiare are o trăsătură care nu este apreciată de toată lumea. Un rezultat lăudabil, chiar dacă nu deosebit, poate fi obținut de un investitor obișnuit cu un minimum de efort și abilitate; pentru a ridica însă această ștachetă ușor de atins, este nevoie de multă râvnă și de ceva mai multă înțelepciune. Dacă nu încercați decât să dobândiți *doar ceva* mai multe cunoștințe și deșteptăciune pentru a vă pune în practică programul de investiții, în loc să obțineți rezultate ceva mai bune decât în mod normal, ați putea constata că rezultatele sunt mai slabe.

Cum oricine – doar cumpărând și păstrând în portofoliu o serie de titluri reprezentative – poate egala performanța indicilor de piață, s-ar părea că este relativ simplu să „bați indicii”; în realitate însă, proporția persoanelor inteligente care încearcă acest lucru și dau greș este surprinzător de mare. Chiar majoritatea fondurilor de investiții, cu tot personalul lor experimentat, n-a obținut rezultate atât de bune ca piața în ansamblu. Legat de acest fapt este cel al previziunilor cu privire la piața bursieră date publicității de agențiile de brokeraj, căci există dovezi solide conform cărora prognozele lor au fost oarecum mai puțin corecte decât simplul dat cu banul.

Scriind această carte, am încercat să am mereu în minte această capcană fundamentală a plasamentelor financiare. Avantajele unei politici simple de portofoliu au fost evidențiate – cumpărarea unor obligațiuni bine cotate plus a unei game diversificate de acțiuni ordinare performante – orice investitor putând-o folosi cu puțin ajutor specializat. Aventurarea dincolo de acest teritoriu sigur a fost prezentată ca fiind plină de dificultăți, în special de ordin temperamental. Înainte de a încerca o asemenea aventură, investitorul trebuie să fie sigur de el însuși și de consilierii săi – să știe mai ales dacă aceștia au o idee clară despre diferențele dintre investiție și speculație, precum și dintre prețul pieței și valoarea implicită.

O manieră bine determinată de abordare a plasamentelor financiare, bazată ferm pe principiul marjei de siguranță, vă poate aduce o frumoasă recompensă. Decizia de a încerca să obțineți această remunerație în locul roadelor sigure ale plasamentelor defensive n-ar trebui s-o luați decât după o profundă autoanaliză.

Și un ultim gând retrospectiv. Când, tânăr fiind, autorul a ajuns pe Wall Street în iunie 1914, nimeni nu avea nici cea mai mică idee despre ce avea să aducă următoarea jumătate de secol. (Piața bursieră

nici măcar nu suspecta că, peste două luni, urma să izbucnească un război mondial, care avea să ducă la închiderea Bursei de Valori New York.) Acum, în 1972, suntem țara cea mai bogată și cea mai puternică de pe pământ, dar suntem asaltați de tot felul de probleme majore și, în loc să fim încrezători, suntem mai neliniștiți în privința viitorului. Totuși, dacă ne gândim numai la practica americană din domeniul plasamentelor financiare, putem găsi în ultimii 57 de ani motive ca să fim oarecum liniștiți. În ciuda tuturor vicisitudinilor și accidentelor, pe cât de zguduitoare, pe atât de neprevăzute, a rămas valabil faptul că principiile sănătoase ale plasamentelor financiare dau în general rezultate bune. Trebuie să pornim de la premisa că vor continua să facă acest lucru.

Notă către cititor: Această carte nu se ocupă cu întreaga politică financiară a investitorilor și a celor care vor să economisească; se ocupă numai cu acea parte a fondurilor acestora pe care ei sunt pregătiți s-o plaseze în titluri de valoare vandabile (sau răscumpărabile), adică în obligațiuni și acțiuni. Prin urmare, nu vom discuta despre instrumente importante precum conturile de economii și depunerile la termen, conturile create la asociațiile de economii și credit, asigurările de viață, rentele anuale și ipotecile imobiliare sau proprietatea asupra capitalului locativ. Cititorul ar trebui să aibă în vedere faptul că, atunci când va întâlni în text cuvântul „acum”, sau un echivalent al său, acesta se referă la sfârșitul anului 1971 sau începutul anului 1972.

Prefață la ediția a patra în limba engleză, de Warren E. Buffett

Am citit prima ediție a acestei cărți la începutul anului 1950, pe când aveam 19 ani. La vremea aceea, am crezut că este de departe cea mai bună carte scrisă vreodată despre investițiile la bursă. Cred în continuare acest lucru.

Ca să investești cu succes o viață întreagă, nu-ți trebuie un coeficient de inteligență extraordinar, idei de afaceri neobișnuite sau informații confidentiale. Ți trebuie o structură intelectuală sănătoasă de luare a deciziilor și capacitatea de a nu lăsa sentimentele să corodeze această structură. Cartea de față prescrie cu precizie și claritate structura adecvată. Dumneavoastră trebuie să vă stăpâniți sentimentele.

Dacă veți respecta principiile de comportament și de afaceri pe care le susține Graham – și dacă veți acorda o atenție deosebită sfaturilor neprețuite din capitolele 8 și 20 – investițiile dumneavoastră nu vor da rezultate slabe. (Aceasta este o realizare mai mare decât v-ați putea închipui.) Rezultatele dumneavoastră vor depinde de interesul și inteligența cu care veți investi, ca și de amploarea situațiilor absurde de pe piața bursieră care vor prevala pe parcursul activității dumneavoastră de investitor. Cu cât comportamentul pieței este mai prostesc, cu atât investitorul serios are șanse mai mari de câștig. Ascultați-l pe Graham și veți profita de situațiile absurde în loc să participați la ele.

Pentru mine, Ben Graham a fost mult mai mult decât un scriitor sau un profesor. El mi-a influențat viața mai mult decât orice alt om, cu excepția tatălui meu. La scurtă vreme de la moartea lui în 1976, am publicat în *Financial Analysts Journal* următorul scurt memento despre Ben. Pe măsură ce veți citi cartea, cred că veți recunoaște unele dintre calitățile la care m-am referit în această notă omagială.