

Inhoud

- Voorwoord door John C. Bogle 9
Inleiding: wat dit boek hoopt te bewerkstelligen 23

DEEL I

Algemene benaderingen van beleggen 29

- 1 Wat de intelligente belegger kan bereiken 31
- 2 De belegger en fluctuaties op de aandelenmarkt 51
 - 3 De belegger en zijn adviseurs 77
- 4 Algemeen portfoliobeleid: de defensieve belegger 89
- 5 Portfoliobeleid voor de agressieve belegger: de negatieve benadering 113
- 6 Portfoliobeleid voor de ondernemende belegger: de positieve benadering 127

DEEL II

Principes voor de selectie van effecten 149

- 7 United States Savings Bonds: een zegen voor de belegger 151
 - 8 Effectenanalyse voor de beleggende leek: algemene benadering 163
 - 9 Aandelenselectie voor de defensieve belegger 179
- 10 Aandelenselectie voor de ondernemende belegger: de methode van taxatie 191
 - 11 Detectie van ondergewaardeerde aandelen door middel van effectenanalyse: drie voorbeelden 209
- 12 Patroon van verandering in de prijzen en winst van aandelen 221
 - 13 Groepsstudies naar winsten en prijsontwikkeling 241

DEEL III

De belegger als bedrijfseigenaar 253

- 14 Aandeelhouders en management 255
- 15 Een studie naar de verhoudingen tussen aandeelhouders en management in twee branches 277

DEEL IV

Conclusie 289

- 16 Veiligheidsmarge als het centrale concept bij beleggingen 291

Bijlage 303

Over Benjamin Graham 309

Over John C. Bogle 311

Register 314

Voorwoord

door John C. Bogle

Wat zou Benjamin Graham vandaag de dag schrijven?

De eerste editie van *De intelligente belegger* verscheen in 1949. Het boek groeide al snel uit tot een klassieker. Niemand minder dan Warren Buffett noemde het ‘verreweg het beste boek dat ooit over beleggen is geschreven’. Dat oorspronkelijk zo ranke boekje van 304 bladzijden werd in de loop der jaren gerevisceerd en uitgebreid. De in 1973 verschenen vierde editie telde 340 pagina’s. In die laatste editie erkende Benjamin dat hij ‘veel hulp had gehad van mijn medeschrijver Warren Buffett, wiens adviezen en praktische hulp van onschatbare waarde waren.’*

Door een merkwaardig toeval begon mijn langdurige carrière als belegger ook in 1949, toen ik dankzij een artikel in het tijdschrift *Fortune* kennismaakte met de *mutual funds*-industrie. Grahams boek leerde ik pas kennen in 1965, toen ik (voor slechts \$ 5,95, en nog nieuw ook) de derde gerevisceerde editie kocht. In dat boek onderkende Graham de enorme veranderingen die zich in de afgelopen vijftig jaar in de beleggingswereld hadden voltrokken, maar hij putte troost uit de volgende gedachte: ‘Ondanks alle wereldschokkende en onvoorziene wederwaardigheden en tegenslagen zijn deugdelijke beleggingsstrategieën altijd goede resultaten blijven opleveren. We kunnen niet anders dan aannemen dat ze dat zullen blijven doen.’

* In 2003 gebruikte de journalist Jason Zweig van het tijdschrift *Money* de editie uit 1973 als platform voor nieuw commentaar, waardoor de hele tekst uiteindelijk 640 pagina’s besloeg.

Als ooggetuige van de wereldschokkende wederwaardigheden en tegenslagen van de afgelopen halve eeuw, vijftig jaren waarin Grahams boek een standaardwerk over beleggen is geworden en gebleven, is het een eer voor me om dit voorwoord te mogen bijdragen. Het stelt me in staat om na te denken over mijn eigen ervaringen met deugdelijke beleggingsstrategieën in die lange periode. Ik verzucht regelmatig met enige ironie ‘dat er in vijftig jaar veel kan gebeuren’, maar hoewel er ook in de afgelopen vijftig jaar weer gekmakend veel is veranderd, bleef Ben Grahams aanname fier overeind: deugdelijke beleggingsstrategieën bleven goede resultaten opleveren.

Wat zou Benjamin Graham nu, bijna dertig jaar na zijn dood, schrijven? Daar valt uiteraard niets met zekerheid over te zeggen. Maar hij was zich terdege bewust van de onvermijdelijkheid van veranderingen. Hij waarschuwde ons immers al op de eerste bladzijde van zijn boek dat een groot gedeelte van ‘de uit jarenlange ervaring voortgekomen voorschriften’ met het verstrijken van de tijd achterhaald was geworden. Als iemand die zijn beleggingsfilosofie vele jaren heeft bestudeerd ben ik zo vrij geweest eens na te denken over wat hij te zeggen zou hebben als hij van boven – want daar zit hij ongetwijfeld – op ons zou neerzien. Want hoewel de handelingen van beleggers, de gekozen investeringen en het bezit van aandelen onherkenbaar zijn veranderd sinds Graham in 1949 zijn eerste editie publiceerde, is er aan de basisprincipes van intelligent beleggen zoals hij die uiteenzette vrijwel niets veranderd.

Wisselende beleggingswaarden

Welke maatstaf we ook aanhouden, er valt niet aan te ontkomen dat de financiële markten de afgelopen vijftig jaar zijn veranderd. Laten we eens beginnen met het enorm toegenomen belang van aandelen in onze economie. In 1949 bedroeg de totale waarde van de genoteerde fondsen op de New York Stock Exchange (NYSE) 150 miljard dollar. (Er was een piepkleine over-the-countermarkt van zo’n 6 miljard.) Tegenwoordig bedraagt de waarde van de genoteerde fondsen op ‘the Big Board’ 20 biljoen dollar en staat er ook nog eens voor 3 biljoen genoteerd op de NASDAQ.

Ook de manier waarop de theoretische waarde van aandelen wordt bepaald is veranderd. In een bijlage geeft Graham zijn lezers een me-

thode om de ‘centrale waarde’ te bepalen van de Dow-Jones Industrial Average. Als leidraad gebruikt hij de winst van de Dow op jaarbasis, gedeeld door twee maal het rendement van de bedrijfsobligaties. In 1949, toen de Dow op 177 stond en die waarde schommelde tussen 158 en 236, leek de markt adequaat gewaardeerd. Als we nu terugkijken, toonde deze methode aan dat de aandelenmarkt in de late jaren twintig evident werd overgewaardeerd, en dat hij werd ondergewaardeerd halverwege de jaren dertig, in de vroege jaren vijftig en halverwege de jaren zeventig. Het systeem werkt.

Helaas laat de methode ook zien dat de markt zo’n 70 procent overgewaardeerd werd toen in 1982 de Great Bull Market begon. Onder het systeem van centrale waarde werden aandelen in 2000 niet minder dan 550 procent overgewaardeerd, voordat ze daalden naar een overwaardering van slechts 195 procent vlak voor het herstel in 2002. Het moge duidelijk zijn dat Graham een goede indicator voor de relatieve waarde op korte termijn had gevonden. Daarnaast bracht zijn methode ook aan het licht hoe de standaard van waardebepaling in de loop van de tijd kan veranderen.

Ook de waarde van obligaties veranderde ingrijpend. In 1949, toen AAA-bedrijfsobligaties een rendement van 2,6 procent gaven en US Treasury Bonds met een langere looptijd 2,1 procent opleverden, noemde Graham zijn geliefde United States Savings Bonds, die destijds 2,9 procent opbrachten, ‘een zegen voor de belegger’ en ‘een bevredigend antwoord op al zijn beleggingsproblemen’. Die obligaties zijn hun charme inmiddels wel verloren, en van een rendement van 2 procent op obligaties met een lange looptijd is geen sprake meer. Het rendement op schatkistobligaties bereikte in 1981 een hoogtepunt van 14,8 procent en zakte daarna geleidelijk naar het huidige niveau van ongeveer 5 procent.

Over het algemeen schoot het rendement op obligaties omhoog terwijl dat op aandelen kelderde. Graham noemt voor 1949 een dividendrendement over de Dow-Jones Industrials van 5,5 procent bij een koers-winstverhouding van 8. Momenteel bedraagt het dividendrendement over de Dow 2,1 procent en is de koers-winstverhouding 18,1. (De Dow is inmiddels als aanvaarde indicator van de aandelenmarkt voorbijgestreefd door de Standard & Poor’s 500 Stock Index, die een rendement van 1,7 procent vertoont en een koers-winstverhouding van 21,2.

'Meneer Markt,' handelen en institutionalisering

Tegelijk met de marktwaarderingen veranderde ook het volume van de markt. In 1949 werden op de NYSE dagelijks een miljoen aandelen verhandeld; in 2004 gingen op die beurs 1,5 miljard aandelen per dag in andere handen over. Op de NASDAQ kwamen er nog eens twee miljard per dag bij. Graham was niet blij met dat enorme handelsvolume en waarschuwde beleggers dat ze niet moesten vallen voor de listen en lagen van zijn metaforische Meneer Markt, die elke dag de moeite neemt 'om u te vertellen wat uw belang naar zijn mening waard is en vervolgens aanbiedt om u uit te kopen of u op dezelfde basis een groter belang te verkopen.'

Graham schrijft dat de behoedzame belegger er verstandig aan doet om – tenzij de prijs die Meneer Markt biedt belachelijk hoog of belachelijk laag is – de voortdurende verlokkingen van de markt in de wind te slaan en eigen ideeën te vormen over de waarde van zijn portfolio. Maar nu Meneer Markt probeert de belegger 1500 keer (!) zoveel zaken met hem te laten doen als een halve eeuw geleden zijn de meeste beleggers in weerwil van Grahams degelijke advies door de knieën gegaan.

De explosie in handelsactiviteiten weerspiegelt gedeeltelijk een andere ingrijpende verandering: de 'democratisering' van de beleggingswereld. In 1949 bezaten ongeveer 2 miljoen beleggers aandelen. Dat waren bijna allemaal bovengemiddeld welgestelde mensen. Vandaag de dag bezitten 90 miljoen Amerikanen uit alle lagen van de samenleving aandelen of obligaties. En het is nog verbijsterender dat het leeuwendeel van al die aandelen in handen is van allerhande financiële instellingen, zoals mutual funds, pensioenfondsen en hedgefondsen. De mutual funds zetten de toon. In 1949 hadden ze een luttele 2 miljard aan activa. Inmiddels is deze tak uitgegroeid tot een kolos die ruim 7,6 biljoen dollar (andermans geld!) beheert, waaronder 4 biljoen in aandelen belegd vermogen.

Deze institutionalisering heeft ervoor gezorgd dat de belegger in aandelen een stap verwijderd is van de eigendom en erop moet vertrouwen dat zijn managers zijn financiële belangen als betrouwbare rentmeesters zullen behartigen. Tegelijkertijd werd de markt meer en meer gedomineerd door een op handelen gefocuste mentaliteit en verschoot de aandacht van bezit voor de lange termijn naar het tijdelijk in handen hebben van aandelen. Deze twee trends hebben de rol van de bezitter als bedrijfseigenaar sterk verzwakt.

Aandeelhouders en management

Graham zou niet blij zijn geweest. Hij wijdde in zijn eerste editie maar liefst 37 pagina's aan een bespreking van de optimale relatie tussen aandeelhouders en management. En hij liet er geen twijfel over bestaan: 'Beleggers zijn de eigenaren van de grootste ondernemingen van het land. Ze verdienen hun geld niet aan elkaar, maar aan die ondernemingen. Daarom moeten ze het grootste deel van hun energie en wijsheid – in elk geval in theorie – aanwenden om de resultaten van die bedrijven te maximaliseren. Daarvoor is het een vereiste dat ze zich gesteund weten door eerlijk en competent management.

Niets in de financiële wereld is naar onze smaak zo dwaas en schadelijk als de maar al te vaak gesignaleerde houding van beleggers in aandelen en hun adviseurs op Wall Street met betrekking tot vraagstukken over het bedrijfsmanagement. Die houding kan worden samengevat met de frase: 'Als het management je niet bevalt, verkoop dan de aandelen.' Zo'n daad verandert echter niets aan het slechte management, heeft een louter negatieve invloed op de prijs van het aandeel en draagt de eigendom over aan anderen. [...] Beleggers lijken over de hele linie niet meer geïnteresseerd te zijn in het uitvoeren van controle op de betaalde beheerders van hun eigendom.'

Graham was van mening dat 'de beste gelegenheid voor de belegger om zijn intelligentie te manifesteren zich voordoet op het gebied van het beheer van de verhoudingen tussen aandeelhouders en management; hier immers kunnen beleggers als een groep optreden en niet als eenlingen. Een nieuwe, belangrijke tak van de wetenschap van het beleggen.' Graham zou teleurgesteld zijn door en zelfs walgen van het onvermogen van de hedendaagse beleggers – zeker als het gaat om gigantische financiële instellingen – om de rechten en plichten van hun aandelenbezit en hun betrokkenheid bij de bedrijven op zich te nemen.

De defensieve belegger

In zijn eerste editie maakte Graham een belangrijk en tijdloos onderscheid dat in zekere zin vooruitliep op de kolossale institutionalisering van de beleggingswereld. De twee soorten beleggers die hij beschreef bestaan nog altijd.

De defensieve belegger volgt 'een simpel portfoliobeleid – de aan-

schaf van obligaties, plus een gediversifieerde lijst van toonaangevende aandelen – dat iedere belegger met de hulp van enige professionele hulp kan uitvoeren.’ Deze leek kan ‘met een minimum aan inspanning en bekwaamheid rekenen op acceptabele, zij het niet spectaculaire resultaten. [...] Aangezien iedereen een gemiddelde marktprestatie kan evenaren door er simpelweg een representatieve portfolio op na te houden, is men geneigd te denken dat het relatief eenvoudig zou moeten zijn om iets boven het gemiddelde te komen.’

Maar toch, zo waarschuwde hij, ‘zijn er verbazend veel slimme mensen die dat proberen en falen. Zelfs veel beleggingsfondsen hebben in de loop der jaren ondanks de ervaring van hun mensen onder het gemiddelde gepresteerd. [...] Het echte geld bij beleggen zal net als in het verleden niet moeten worden verdiend door koop en verkoop, maar door het bezit van effecten, de ontvangst van rente en dividend en waardetoeename op lange termijn.’

De ondernemende belegger

‘Het avontuur voorbij dit veilige terrein’ waar de defensieve belegger zich ophoudt, wordt alleen aanbevolen voor de ondernemende belegger die, zo waarschuwde Graham, ‘er zeker van moet zijn dat hij de verschillen kent [...] tussen marktprijs en onderliggende waarde’. Ook moet hij zijn keuze voor aandelen laten bepalen door het principe van de veiligheidsmarge. Graham benadrukte dat zo’n belegger ‘de arena van de aandelenmarkt niet met goede hoop op succes kan betreden als hij niet voorzien is van een mentaal arsenaal dat hem kwalitatief onderscheidt van het gros van de beleggers’.

Voordat hij ondernemende beleggers adviseerde hoe ze hun riskante taak moesten aanpakken, had Graham hen al gewaarschuwd wat ze in elk geval niet moesten doen. ‘Op het gevaar af dat we veel van onze lezers van ons vervreemden willen we hier benadrukken dat we van mening zijn dat algemeen handelen – de anticipatie van de bewegingen van de markt als geheel – en selectief handelen – de selectie en keuze van aandelen die het op korte termijn beter zullen doen dan de markt – in feite geen deel uitmaken van het arsenaal van de echte belegger. Beide benaderingen zijn speculatief van aard omdat ze voor hun wenslagen niet alleen afhankelijk zijn van het vermogen om specifiek te voorspellen wat er gaat gebeuren, maar ook nog eens van het talent om

dat slimmer te doen dan de verzamelde concurrentie.’

Vervolgens belichtte hij vier terreinen waarop de ondernemende belegger zijn agressieve aanpak zou kunnen botvieren:

1. *Markttiming*. Kopen in een slechte markt en verkopen in een goede, alhoewel hij waarschuwde dat de belegger niet hoeft te rekenen op ‘een simpele, in alle gevallen betrouwbare formule.’ Achteraf gezien is het hierboven al genoemde concept van ‘centrale waarde’ overtuigend bewijs van de wijsheid van zijn waarschuwing.
2. *Groei aandelen*. De aanschaf van zorgvuldig geselecteerde groei aandelen is een strategie die wordt gecompliceerd, zo merkte Graham op, door het feit dat ‘aandelen met een goed verleden en schijnbaar goede prijzen tegen overeenkomstig hoge prijzen verkocht worden en dat de belegger er met zijn inschatting van de toekomst naast kan zitten. Uitzonderlijk snelle groei kan niet voortduren; een fantastische sprong maakt herhaling van die prestatie moeilijker [...] als de groeicurve afvlakt en in veel gevallen zelfs wordt omgekeerd.’ De aanschaf van een groeiaandeel op een moment dat het zeer geliefd is, kan zelfs ‘rampzalige gevolgen’ hebben.
3. *Spotkoopjes*, gedefinieerd aan de hand van de vraag of een aandeel meer waard is dan de prijs waarvoor het wordt verkocht, ‘een waarde van minimaal 50 procent meer dan de prijs, gebaseerd op geschatte toekomstige winsten, vermenigvuldigd met de juiste factor [...] of op de waarde die het bedrijf voor de eigenaar heeft’. Hij maande de onervaren belegger ‘deze effecten onder alle omstandigheden links te laten liggen’. Maar omdat de terugval van markten nu eenmaal vaak wordt overdreven, ‘vormt deze groep een buitengewoon lonende uitnodiging voor een zorgvuldige, moedige analyse’.
4. *Bijzondere situaties* zoals verkoop van bedrijven, fusies, herkapitalisaties, reorganisaties en liquidaties, die Graham beschrijft als ‘een technische tak van beleggen die een zeldzame mentaliteit en dito instrumentarium vereist en waar slechts een klein percentage van de beleggers zich aan zou moeten wijden’.

Hoewel Benjamin Graham vooral bekend is omdat hij zich concentreerde op het type waardebeleggen in wat hij ‘spotkoopjes’ noemde, waarschuwde hij dat ‘de agressieve belegger moet beschikken over een aanzienlijke kennis van de waarde van effecten, zoveel zelfs dat hij zijn activiteiten als belegger als een zakelijke onderneming moet zien. [...] Daaruit vloeit logisch voort dat de meerderheid van alle beleggers de defensieve variant moet kiezen. Ze hebben niet genoeg tijd, focus en mentale weerbaarheid om hun belegging quasizakelijk aan te pakken. Ze moeten tevreden zijn met het redelijke rendement dat met een defensieve portfolio kan worden behaald en de hardnekkige verleiding weerstaan om te proberen dat rendement te verhogen door zich op andere paden te begeven.’

Graham over beleggingsadviseurs en mutual funds

De hulpbehoevende defensieve belegger kreeg van Graham het advies om professionele adviseurs in de arm te nemen, mensen die vertrouwen op hun beleggingservaring en die ‘niet roepen hoe briljant ze zijn, [...] maar pronken met het feit dat ze voorzichtig, behoudend en competent zijn. [...] Hun voornaamste waarde voor hun cliënten lijkt eruit te bestaan dat ze hen voor kostbare vergissingen behoeden.’ Hij schreef dat men niet te veel moet verwachten van effectenmakelaars en stelde dat ‘de broederschap van brokers op Wall Street er van alle zakelijke branches de hoogste ethische normen op na houdt, maar nog niet aan de normen en waarden van een beroepsgroep’ toe was. (Die status heeft ‘de broederschap’ een halve eeuw later nog altijd niet verworven.)

Hij merkte ook diepzinnig en voor de hand liggend op dat Wall Street leeft ‘van commissies en dat het voor zakelijk succes een vereiste is om de klant te geven wat hij wil hebben [...] terwijl die klant probeert geld te verdienen met een activiteit waarbij hij met vrijwel wiskundige zekerheid juist geld zal verliezen’. Later, in 1976, beschreef Graham zijn ideeën over Wall Street als ‘bijzonder ongunstig [...] een falstaffiaanse grap die regelmatig tot een gekkenhuis verwordt [...] een grootscheepse stomerij waar instellingen enorme hoeveelheden van elkaars wasgoed voor hun rekening nemen’.

Voor beleggers die niet hun eigen portfolio wilden of konden samenstellen, zag Graham het gebruik van vooraanstaande investeringsfondsen als een redelijk alternatief. (Hij vond de term ‘beleggingstrust’