

BENJAMIN GRAHAM

# De intelligente belegger

**De klassieker over de slimste beleggingsstrategie**

*Uitgeverij* Business Contact  
Amsterdam/Antwerpen

# 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

# DEEL I

## Algemene benaderingen van beleggen

## Wat de intelligente belegger kan bereiken

Dit hoofdstuk beoogt een schets te geven van de standpunten die in de rest van ons boek zullen worden uiteengezet. We willen meteen ons concept van een gepast portfoliebeleid voor de individuele, niet-professionele belegger uitleggen.

Maar eerst behoeft de titel van dit boek enige toelichting. Wat bedoelen we met ‘belegger’? De term zal worden gebruikt ter onderscheiding van ‘speculant’. In ons boek *Security Analysis* kwamen we tot de volgende formulering van het verschil tussen beide categorieën: ‘Een investeringshandeling is een handeling die na uitvoerige analyse de veiligheid van het geïnvesteerde bedrag en een bevredigend rendement in het vooruitzicht stelt. Handelingen die niet aan deze voorwaarden voldoen, zijn speculatief.’

Deze definitie heeft een aantal onorthodoxe implicaties. Zo maakt ze het onder meer mogelijk om ook de aanschaf van aandelen zonder dividend of zelfs een obligatie waarvan de kredietnemer zijn verplichtingen niet kan nakomen als een belegging te bestempelen, zolang de koper er maar zeker van is dat die effecten uiteindelijk een waarde zullen hebben die zijn kosten overstijgt. In zo’n geval neemt het ‘bevredigende rendement’ eerder de vorm aan van een vermogenswinst dan van regulier inkomen.

Maar een dergelijke handeling is uitzonderlijk. We zullen ons hoofdzakelijk buigen over bekendere vormen van beleggen en ons richten op de belegger die de veiligheid van zijn hoofdsom centraal stelt, iemand die effecten koopt, die enige tijd in handen houdt en over het algemeen meer geïnteresseerd is in een jaarlijks inkomen dan in snelle prijsveranderingen.

Maar in één opzicht verschilt de moderne belegger ingrijpend van zijn voorganger uit de vorige generatie. De intelligente belegger kan het zich vandaag de dag niet veroorloven om prijswijzigingen helemaal te negeren. De eigenaar van effecten moet die wijzigingen in de gaten houden in de mate die vereist is om zichzelf te kunnen beschermen tegen ongunstige veranderingen van enige importantie. Daarnaast is het voor beleggers vanwege fiscale en andere redenen verstandig om zich primair te richten op een toename van de hoofdsom in de loop van een zekere periode en niet op jaarlijkse winsten, maar dat moet niet worden begrepen als een nadruk op snelle winst zoals bij een gewone handelsoperatie. (Er waren trouwens zelfs voor de Eerste Wereldoorlog al bonafide beleggers die zich voornamelijk bezighielden met bankaandelen met een lage opbrengst en soortgelijke effecten, in de verwachting dat de waarde daarvan in de loop van de jaren zou toenemen.)

Het in de titel voorkomende woord ‘intelligent’ zal in dit boek worden gebruikt in de betekenis van ‘begiftigd met het vermogen van kennis en begrip’. Het betekent niet ‘slim’ of ‘behept met uitzonderlijke inzichten of een vooruitziende blik’. In zekere zin is de intelligentie waarop we doelen meer een kenmerk van het karakter van de belegger dan van zijn brein. Dat geldt in het bijzonder voor het veelvoorkomende type belegger dat we defensief of behoudend (in de zin van het behouden van kapitaal) zullen noemen. Zo’n belegger – die we ons kunnen voorstellen als een weduwe die moet rondkomen van het haar nagelaten geld – zal zich in eerste instantie richten op het voorkomen van ernstige vergissingen of verliezen. Haar tweede doel zal zijn om gevrijwaard te blijven van al te veel inspanningen, irritaties en de noodzaak om regelmatig beslissingen te nemen.

Toch zal een vrouw met substantiële fondsen die in die situatie verkeert haar financiële zaken tegenwoordig doorgaans niet in handen van anderen leggen. Ze zal op zijn minst in grote lijnen willen begrijpen wat er met haar geld wordt gedaan en waarom. Ze zal waarschijnlijk willen meedenken over de besluitvorming over het te kiezen beleggingsbeleid, de resultaten van haar beleggingen willen bijhouden en zelf willen bepalen of haar adviseurs competent zijn. Datzelfde zal gelden voor mannen die het grootste gedeelte van de verantwoordelijkheid van hun beleggingsactiviteiten aan anderen overdragen. Voor al deze defensieve beleggers komt intelligent handelen neer op het met ferme hand toepassen van de relatief eenvoudige regels van degelijke procedures.

We zullen ons ook bezighouden met een andere categorie beleggers, die we agressief of ondernemend noemen. Het verschil met defensieve beleggers ligt niet in hun bereidheid om risico's te nemen; dan zouden we hen speculanten noemen. Hun kenmerkende eigenschap is hun bereidheid om tijd en zorg te investeren in de selectie van degelijke, aantrekkelijke investeringen. We willen niet de suggestie wekken dat een ondernemende belegger een grondig geschoolde expert moet zijn. Het is zeer wel mogelijk dat hij zijn kennis en ideeën ontleent aan anderen, op wier begrip en oordeel hij in laatste instantie moet vertrouwen. De eerste regel van intelligent handelen voor de ondernemende belegger moet zijn dat hij nooit effecten moet kopen die hij niet volledig begrijpt en waarvan hij de aanschaf niet kan rechtvaardigen met behulp van de resultaten van zijn eigen onderzoek of ervaringen.

### **Beleggen voor de Eerste Wereldoorlog en nu**

Het is interessant en leerzaam om even terug te kijken op 1914, het jaar waarin schrijver dezes zich voor het eerst op Wall Street begaf. Ideeën over beleggen begonnen en eindigden destijds zo ongeveer met bedrijfsobligaties, in veel gevallen afkomstig van spoorwegbedrijven. Preferente aandelen speelden – net zoals vandaag de dag – een ondergeschikte en vaak verkeerd begrepen rol binnen beleggingsportfolio's. Er werd wel in normale aandelen geïnvesteerd, maar voor de gewone belegger was dat ofwel taboe ofwel het werd slechts op kleine schaal gedaan; ook bleef het beperkt tot een klein aantal eersteklas producten.

De gepensioneerde zakenman of weduwe die in die ongecompliceerde dagen moest zien rond te komen van een kapitaal van pakweg 100 000 dollar, kon zich voorzien van een verzameling van vijftien of twintig hoogwaardige bedrijfsobligaties die een jaarlijks rendement van 4,5 à 5,5 procent opleverden. Hij of zij kon dan in betrekkelijke luxe leven van de winst, een slordige 5000 dollar per jaar.

De situatie waarmee hedendaagse beleggers zich geconfronteerd zien, wijkt in twee belangrijke opzichten af van die van destijds. In de eerste plaats is het niet meer mogelijk om comfortabel te leven van de opbrengst van een in hoogwaardige obligaties geïnvesteerd fonds van een ton. De situatie werd goed beschreven in een artikeltje in *The Commercial & Financial Chronicle* van 10 juli 1947, waarin werd aan-

getoond dat een rentenier vandaag de dag een kapitaal van niet minder dan 500 000 dollar nodig heeft om zo goed te kunnen leven als die weduwe met 100 000 dollar in 1914. Tabel 1 geeft een vergelijking te zien van inkomen en koopkracht in die twee perioden.

In de tweede plaats is het standaardbeleggingspatroon van 1948 anders dan dat van 1914, of zou dat in elk geval moeten zijn. Voor de doorsneebelegger zijn bedrijfsobligaties geen voor de hand liggende optie meer; hij is veel beter af met US Savings Bonds. Om redenen die in een later hoofdstuk zullen worden uitgelegd, is het voor de weduwe tegenwoordig net zo onverstandig om haar geld in bedrijfsobligaties te stoppen als het twintig jaar geleden voor haar zou zijn geweest om van belasting vrijgestelde gemeentelijke obligaties te kopen als ze geen inkomensbelasting betaalde.

**Tabel 1    Inkomen en koopkracht: 1913 versus 1947**

	<b>1913</b>	<b>1947</b>
Totale investering	\$ 100 000	\$ 500 000
Rendementspercentage	5%	2,75%
Netto inkomen	\$ 5000	\$ 13 750
Inkomensbelasting (met drie kinderen)	geen	\$ 3140
Netto inkomen	\$ 5000	\$ 10 610
Koopkracht van de dollar (op basis van 1913)	100%	45%
Koopkracht bij dit inkomen	\$ 5000	\$ 4775

De les die uit deze situatie te leren valt, is dat men tegenwoordig maar beter niet aan zijn pensioen kan denken en gewoon moet doorwerken, tenzij men meer dan een half miljoen bezit.

Waar United States Savings Bonds de plaats van bedrijfsobligaties in de portfolio van beleggers kunnen overnemen, zijn de problemen afgenomen en in feite zelfs verdwenen. De US Savings Bonds zijn immers gevrijwaard van problemen en financiële risico's, in tegenstelling tot de met zorg samengestelde lijsten met bedrijfsobligaties van een generatie geleden, die naarmate de omstandigheden veranderden veel beleggers hoofdpijn bezorgden.

De keerzijde van de medaille is dat aandelen in toenemende mate een belangrijk onderdeel zijn geworden van degelijke beleggingsprogramma's. Veel portfolio's bestaan tegenwoordig voor 20 à 50 procent



uit aandelen. Er zijn verschillende redenen voor deze revolutionaire veranderingen ten opzichte van de conservatieve aanpak van vroeger. Het minst valide excuus is de behoefte om het ten opzichte van die periode afgenomen rendement van obligaties te verhogen. Als aandelen in het algemeen een verhoogd risico van verlies van de hoofdsom in zich dragen dat geacht wordt samen te gaan met een hoger rendement – en in sommige gevallen en op bepaalde momenten is dat zeker het geval – is het hogere rendement bedrieglijk en de aanschaf van aandelen een onbetrouwbare strategie.

Sommige beleggers zijn in aandelen geïnteresseerd geraakt uit fiscale overwegingen. Over winsten die behaald zijn op de verkoop van effecten die men meer dan zes maanden in bezit heeft gehad, is een belastingtarief van toepassing dat slechts de helft of minder bedraagt van het tarief dat voor dividenden en rente geldt. Het is mogelijk om de aandelen zo te selecteren dat de vermogenswinst toeneemt ten koste van het huidige inkomen. Hier stuiten we uiteraard op het risico dat de belegger zich – omdat hij zijn hoofdsom wil zien groeien – laat verleiden tot speculatieve houdingen en handelingen, met alle schadelijke financiële effecten van dien. Het moge duidelijk zijn dat het verhoopte belastingvoordeel alleen kan worden gerealiseerd als het effectenbezit een netto winst tot gevolg heeft.

Een betere rechtvaardiging voor het beleggen in aandelen zit in een lange ervaring met beleggen. De geschiedenis van de afgelopen vijftig jaar of zelfs meer heeft aangetoond dat een gevarieerd pakket aandelen over een periode van verschillende jaren winstgevender is dan een uit louter obligaties bestaande portfolio, als die aandelen (en dit is een belangrijke voorwaarde) zijn aangekocht tegen een redelijk marktniveau, oftewel een niveau dat redelijk is in het licht van een min of meer helder gedefinieerde standaard die aan ervaringen uit het verleden is ontleend.

De belangrijkste dwingende reden waarom behoudende beleggers in de afgelopen jaren zijn overgestapt op aandelen, is een nieuwe factor: de angst voor inflatie. Iedereen is het er wel over eens dat de toename van 50 procent in het algehele prijsniveau tussen 1913 en de jaren twintig het rechtstreekse gevolg was van de tekortfinanciering tijdens de Eerste Wereldoorlog. De meeste weldenkende beleggers hebben onderkend dat de enorme toename van onze overheidsschuld en onze fiduciaire rijkdom (gevolgen van de Tweede Wereldoorlog) plus

de daaraan voorafgaande tekorten van de jaren dertig het mogelijk, zo niet waarschijnlijk hebben gemaakt dat het prijsniveau nog verder zal stijgen en dat die stijging permanent zal blijken. Hoewel aandelen zeker geen perfecte bescherming of *hedge* vormen tegen een hoog oplopende inflatie, zijn ze in dat opzicht voor de belegger een stuk behulpzamer dan obligaties of geld op de bank. Die opties doen namelijk hoegenaamd niets. Deze redenering legt een stevige logische fundering voor de keuze voor een redelijke portie aandelen in elke substantiële beleggingsportefolio. (Deze logica is minder overtuigend als de belegger andere activa bezit – zijn eigen bedrijf bijvoorbeeld, of commercieel onroerend goed – die al fungeren als gedeeltelijke hedge tegen inflatie.)

We kunnen deze tendens naar aandelen binnen een behoudende beleggingsstrategie goed volgen aan de hand van de geschiedenis van de beheerfondsen van grote universiteiten. Veel van die fondsen waren door wet of traditie aangewezen op de aanschaf van obligaties en onroerend goed. In de jaren dertig vroeg Stanford University de rechter om toestemming om als een gedeeltelijke verdediging tegen inflatie ook aandelen in de portefeuille op te nemen; niemand minder dan voormalig president Herbert Hoover verscheen in zijn rol van trustee van de universiteit in de rechtszaal om voor het verzoek te pleiten. Een recent onderzoek van Scudder, Stevens & Clark, een gerenommeerde firma die beleggers adviseert, brengt aan het licht dat inmiddels meer dan een derde deel van de beheerfondsen van de vooraanstaande universiteiten uit aandelen bestaat.

Maar waar de overstap van bedrijfsobligaties naar US Savings Bonds het leven van de belegger een heel stuk gemakkelijker maakte, zorgt het besluit om een deel van zijn fondsen aan aandelen te besteden juist voor ernstige complicaties en gevaren. Aandelen kunnen bijzonder explosief zijn. In theorie is het helemaal niet moeilijk om deugdelijk, behoudend en met een minimum aan opwindning en berouw in aandelen te investeren. Maar in de praktijk ziet de belegger in aandelen zich maar al te vaak geconfronteerd met verwarring en verleidingen van zowel externe als interne aard. Het is maar een kleine stap van beleggen in naar speculeren met aandelen. Een groot gedeelte van de in Wall Street gehanteerde taal en literatuur heeft het al dan niet beoogde effect om de dunne, maar o zo cruciale lijn tussen beleggen en speculeren te laten vervagen. En dat terwijl het brein en het temperament van de belegger

hem toch al in de richting van speculatie willen lokken, naar de kans om snel en op een opwindende manier geld te verdienen en zich te laten meevoeren in de stemmingen en misstappen van de grote menigte.

We hechten er dan ook aan om nogmaals duidelijk te stellen dat een oprechte belegger in aandelen niet behept hoeft te zijn met veel intelligentie en kennis, maar wel over een aantal zeldzame karaktereigenschappen moet beschikken.

### **De resultaten die een defensieve belegger kan verwachten**

We hebben de defensieve belegger al gedefinieerd als iemand die vooral geïnteresseerd is in veiligheid en zo min mogelijk kopzorgen. Laten we er even van uitgaan dat deze persoon bereid is onze adviezen op te volgen en zijn portfolio te vullen met US Savings Bonds en een gevarieerde lijst aandelen. Iedere competente beleggingsadviseur kan zo'n lijst opstellen. De selectie van hoogwaardige aandelen verschilt vandaag de dag niet eens zo heel veel van de manier waarop de vorige generatie een keuze moest maken uit de verschillende beschikbare bedrijfsobligaties. Maar er is één nieuw gevaar waarmee beslist rekening moet worden gehouden. Wie aandelen koopt, moet zich ervan vergewissen dat hij dat niet doet op een moment waarop het marktniveau volgens de geldende criteria als uitgesproken hoog kan worden aangemerkt.

De belegger kan een jaarlijks rendement van \$ 2,90 krijgen op zijn Series E Savings Bonds, waarvan er genoeg beschikbaar zijn voor de meerderheid van de lezers van dit boek. Als de beschikbare fondsen ongebruikelijk groot zijn, zal hij Series G Savings Bonds moeten kopen, die een rendement geven van \$ 2,50. Bij deze investeringen is hij niet alleen van alle risico's gevrijwaard, maar geniet hij ook nog eens het potentieel zeer waardevolle voorrecht om de obligaties op elk gewenst moment in te leveren tegen een betaling in contanten, zij het dat die gepaard gaat met een negatieve bijstelling van het rendement vanwege de kortere investeringstijd.

Het rendement van de US Savings Bonds is minstens zo goed als dat van bedrijfsobligaties van de hoogste kwaliteit (de zogeheten 'AAA-issues'). In andere opzichten – de inherente veiligheid, bescherming tegen prijsafname en dergelijke – zijn de overheidsobligaties aantoonbaar superieur. Het moge duidelijk zijn dat de belegger er verstandig aan doet zijn investeringen op het gebied van obligaties te beperken tot

US Savings Bonds totdat er bedrijfsobligaties op de markt verschijnen die een substantieel hoger rendement bieden. Het is onverstandig om te proberen het onderste uit de kan te halen door obligaties en preferente aandelen van mindere kwaliteit te kopen. De verschillende aan die effecten verbonden risico's wegen niet op tegen de geringe rendementswinst.

De op toonaangevende aandelen uitbetaalde dividenden kunnen niet met dezelfde mate van precisie worden voorspeld als die van de US Savings Bonds. In 1949 stijgt het dividend tot boven 5 procent en het gemiddelde beliep het afgelopen decennium minimaal 4,5 procent van de marktprijs. De aandeelhouder mag aan het jaarlijkse rendement nog een klein bedrag aan veronderstelde vermogensgroei toevoegen voor de waarde van de niet-uitgekeerde, geherinvesteerde winst. Dat betekent dat tenzij zich in de toekomst onverwacht ongunstige omstandigheden voordoen, er een gestage groei zou moeten zijn van de onderliggende waarde van een representatieve portfolio met aandelen, die tot uiting zou moeten komen in een corresponderende toename in de gemiddelde of 'normale' marktprijs. (Dit feit, plus de impact van met inflatie verband houdende factoren, is de reden waarom de tabellen van aandelenprijzen al sinds de Amerikaanse Burgeroorlog een onmiskenbare toename van de centrale waarde te zien geven.)

Als we aannemen dat een defensieve belegger 40 procent van zijn portfolio voor aandelen inruimt en de rest aan Series E Bonds besteedt, heeft hij een verwacht rendement van 3,5 procent. Hij zou daarnaast ook aanspraak op zoveel niet-uitgekeerde winsten moeten hebben dat zijn rendement tot 4 procent oploopt. Niet fenomenaal misschien, maar wel haalbaar met een minimum aan intelligente inspanning. Deze aanpak gaat bovendien gepaard met een zekere mate van bescherming tegen koopkrachtverlies ten gevolge van extreme inflatie. Ook is er een redelijke kans dat het rendement van de aandelenbelegging hoger dan verwacht uitvalt als inflatie uitblijft. Het rendement dat de defensieve belegger kan verwachten, is dus geenszins onbevredigend.

Dit is misschien een goed moment om nog drie aanvullende concepten of strategieën voor de defensieve belegger te noemen. De eerste is de aanschaf van aandelen in toonaangevende investeringsfondsen als alternatief voor de creatie van zijn eigen aandelenportfolio. Hij kan in plaats daarvan ook gebruikmaken van een van de gecombineerde fondsen die banken of trustmaatschappijen tegenwoordig in veel sta-

ten hebben. Hij mag verwachten dat die instellingen zijn beleggingen op een professionele manier beheren. De tweede strategie is 'middelen', wat simpelweg inhoudt dat de belegger elke maand of elk kwartaal hetzelfde bedrag aan aandelen uitgeeft. Zo koopt hij meer aandelen in lage markten dan in hoge, zodat hij een goede kans heeft op een bevredigende gemiddelde prijs voor de hele portfolio. Het derde concept staat bekend onder de naam markttiming en is een positieve poging om voordeel te putten uit de enorme ontwikkelingen van de markt door automatisch te verkopen als de markt stijgt en terug te kopen als die daalt. Al deze ideeën kunnen zelfs bij een defensief beleid hun nut bewijzen. Ze zullen in latere hoofdstukken uitgebreider aan bod komen.

### **Belastingvrije obligaties van staten en gemeentelijke overheden**

Voor welgestelde beleggers ligt het voor de hand om de aanschaf van door staten en gemeentelijke overheden uitgegeven obligaties te overwegen. Die zijn immers in tegenstelling tot de effecten van de federale overheid van belasting vrijgesteld. Het gemiddelde rendement van gemeentelijke obligaties bedroeg in het begin van 1949 2,25 procent. De waarde van de fiscale vrijstelling is afhankelijk van het inkomen van de koper van de obligatie. Voor een echtpaar met een belastbaar inkomen van ongeveer 20 000 dollar is de netto opbrengst van een obligatie met een rendement van 2,25 procent momenteel ongeveer even hoog als bij een Series E Savings Bond met een rendement van 2,90 procent. (Het corresponderende inkomen voor een alleenstaande bedraagt slechts 9000 dollar.) Bij een inkomen boven die niveaus worden de belastingvrije obligaties voordeliger.

De keuze voor staats- en gemeentelijke obligaties vereist kundig advies. We zullen het onderwerp in dit boek niet behandelen omdat het slechts voor een klein gedeelte van de beleggers interessant zou zijn. Mensen met een hoog inkomen wordt geadviseerd de kwestie nader te onderzoeken en daarbij een gerenommeerde beleggingsfirma te raadplegen. We verzoeken die lezers voor ogen te houden dat er bij alle toekomstige verwijzingen naar een uit obligaties van de federale overheid opgebouwde portfolio van uit moet worden gegaan dat deze ook belastingvrije obligaties bevat voor zover hun inkomen en fiscale positie dat toelaten. Dat geldt voor zowel defensieve als agressieve beleggers.