

INLEIDING

Toen ik in 1996, vers van de universiteit, begon als beleggingsadviseur op een bankkantoor in Wassenaar, dacht ik dat het geweldig ingewikkeld was wat ik daar ging doen. Om je rijke klanten rijk te houden, en op die manier zelf ook wat te verdienen, moest je boven op de markt zitten, dagelijks handelen, ingewikkelde constructies bedenken met opties of futures en elke flard bedrijfsnieuws en elke trend op tijd oppikken.

Ik had natuurlijk *Wall Street* gezien, Oliver Stones iconische film uit 1987 met Michael Douglas en Charlie Sheen. De wereld die die film schetst stootte af, maar trok ook aan. ‘*Greed, for lack of a better word, is good*’, zegt Michael Douglas op enig moment in *Wall Street*, en ik dacht goed te begrijpen wat hij bedoelde.

Het zou een paar jaar duren voor ik doorhad wat Oliver Stone precies wilde zeggen met zijn meesterwerk, en het zou nog wat langer duren voordat ik doorhad dat vrijwel alles wat ik op de universiteit over beleggen had geleerd behoorlijk nutteloos en deels zelfs onzinnig was. Meerdere keren zou ik een klein vermogen bij elkaar speculeren om het vervolgens weer volledig kwijt te spelen. Maar het helpt wel als je je fouten in je portemonnee hebt gevoeld. Pas toen ik kennismaakte met de benadering van Warren Buffett en de boeken van zijn leermeester Benjamin Graham erbij pakte, ging het beter.

Buffett is nu een van de rijkste mensen op aarde, maar hij begon met vrijwel niets. Nu kun je soms een tijdje geluk hebben met beleggen, maar het rendement dat Buffett neerzette was zo ongelooflijk goed over zo'n lange periode, dat vrijwel alle professionele beleggers wereldwijd met groot respect over hem spreken. Het is voor hen zonneklaar dat het geen toeval kan zijn. In de eenentwintigste eeuw is Buffett een soort popster geworden: naar de aandeelhoudersvergadering van zijn bedrijf komen ieder jaar tienduizenden fans die uren bij een microfoon willen staan om een kleine kans te hebben hem één vraag te mogen stellen.

Buffett wordt ook wel het 'orakel van Omaha' genoemd. Hij heeft uitspraken gedaan over beleggen die wereldwijd net zo legendarisch zijn geworden als die van Johan Cruijff in Nederland. Buffett schreef zelf echter nooit een boek over beleggen. Anderen hebben in zijn naam wel de brieven gebundeld die hij in de jaarverslagen van zijn bedrijf Berkshire Hathaway schreef, maar een echt handboek van de meester is er niet.

Dat hoeft ook niet, want wie wil beleggen als Buffett, wil ook beleggen als Benjamin Graham. Het begint namelijk allemaal bij de man die een paar standaardwerken schreef waarop Buffett zijn beleggingsmethode baseerde. Daarom gaat het eerste hoofdstuk niet over Warren Buffett maar over zijn leermeester.

Patrick Beijersbergen

Najaar 2016

1 BUFFETTS LEERMEESTER: BENJAMIN GRAHAM

Benjamin Graham is voor beleggers wat Charles Darwin voor biologen is. Graham (1894-1976) is de grondlegger van het 'waardebeleggen', wat in zijn ogen neerkwam op geld verdienen met aandelen zonder daarbij grote risico's te nemen. Warren Buffett studeerde onder Benjamin Graham aan de Columbia-universiteit en noemde hem later de belangrijkste man in zijn leven na zijn vader.

Graham introduceerde de veiligheidsmarge (*margin of safety*) die beleggers moeten aanhouden. Warren Buffett noemde dit ooit de drie belangrijkste woorden voor de belegger en vertaalde het principe van de margin of safety in een van zijn meest legendarische uitspraken over beleggen:

'Regel één is dat je nooit geld moet verliezen.

Regel twee is: vergeet nooit regel één.'

Dat lijkt misschien flauw, maar je gaat het pas zien als je het doorhebt. Sommige beleggers moeten meerdere keren grote schade oplopen voor ze het belang van regel één zien. En sommigen zien het nooit, omdat ze in hun hebzucht altijd weer gedreven worden naar de aandelen met de grote beloftes, jonge technologiebedrijven waar de kranten over schrijven, bedrijven met zichzelf op de

borst kloppende topmannen, kansloze herstelkandidaten of, nog erger: derivaten op die aandelen.

Levensgenieter

Benjamin Graham was van joodse afkomst en heette eigenlijk Grossbaum. Die naam werd tijdens de Eerste Wereldoorlog veranderd in Graham, omdat een Duitse achternaam argwaan wekte. Hij begon zijn carrière in 1914 in de financiële sector, waar hij aanvankelijk goed verdiende aan zijn investeringen. Graham had als belegger veel oog voor details en probeerde aandelen te kopen in bedrijven waarvan de liquidatiewaarde hoger was dan de beurskoers. Met andere woorden: als je het hele bedrijf kocht en het volledig ontmantelde, alle schulden afbetaalde en alle bezittingen verkocht, dan bleef er nog geld over.

Graham deed het goed als belegger, maar gaf zijn geld ook graag uit. Hij was een levensgenieter, trouwde drie keer en bij de grote beurscrash in 1929 raakte hij zoals zovelen vrijwel al zijn geld weer kwijt. Hij kwam de verliezen echter ruimschoots te boven en noemde die ervaring later zeer leerzaam.

In 1934 publiceerde Benjamin Graham samen met David Dodd het boek *Security Analysis*, waarin de basis wordt gelegd voor wat tegenwoordig waardebeleggen heet. In *Security Analysis* benadrukken Graham en Dodd dat je aandelen vooral moet beoordelen op basis van de intrinsieke waarde en de prestaties in het verleden. En niet, zoals destijds gebruikelijk (en ook nu maar al te vaak), op basis van per definitie onzekere toekomstprojecties, want dan ben je aan het speculeren. Alleen aandelen die ruim onder hun intrinsieke waarde noteren zijn koopwaardig. En hoe groter het verschil, hoe groter de veiligheidsmarge.

Het was de tijd van de Grote Depressie, de werkloos-

heid was hoog en beleggers waren nog bezig de crash van 1929 te verwerken, waarbij ze als lemmingen achter elkaar aan het ravijn in waren gelopen. Tot *Security Analysis* verscheen werden de beurzen gedomineerd door speculanten, daarna kwamen er (steeds meer) beleggers. De speculanten zijn echter nooit helemaal verdwenen, en dat zal ook nooit gebeuren. Gelukkig maar voor de beleggers.

In 1949 volgde *The Intelligent Investor*, dat nog een verdiepingsslag maakte. Warren Buffett noemde dit boek het beste beleggingsboek aller tijden, in het voorwoord dat hij mocht schrijven bij de vierde, door Graham zelf nog herziene editie, die uitkwam in 1973. In 2003 werd deze herziene editie opnieuw uitgebracht, voorzien van vak-kundig commentaar door Jason Zweig. Een Nederlandse vertaling verscheen pas in 2015.

Warren Buffett las *The Intelligent Investor* op negentienjarige leeftijd, kort nadat het boek uitkwam, en meldde zich direct aan bij Columbia Business School om onder Graham te kunnen studeren. Een levenslange vriendschap was het gevolg. Later zou Buffett nog twee jaar bij Grahams bedrijf werken, de Graham-Newman Corporation, dat een soort beleggingsfonds was, tot Graham besloot daarmee te stoppen om met pensioen te kunnen gaan. Verschillende klanten van Graham vroegen Buffett toen om hun geld te beleggen. De rest is geschiedenis.

Mister Market

Grahams benadering lijkt eenvoudig: als een bedrijf te koop is tegen een prijs die duidelijk onder de intrinsieke waarde ligt, is er sprake van een veiligheidsmarge, en dan, alleen dan, kan het aandeel met een gerust hart worden gekocht. Graham illustreerde dit principe met zijn be-

roemde allegorie van Mister Market, een labiele mede-belegger die iedere dag met een andere stemming aan de deur komt om zijn prijs voor de aandelen af te geven. Meestal is dat een heel redelijke prijs, maar soms draait Mister Market door. De belegger mag doen wat hij wil; Mister Market komt elke dag terug, steeds met een nieuwe prijs.

Wat Graham probeert duidelijk te maken is dat de prijs van Mister Market niets te maken heeft met de werkelijke waarde van de aandelen. De verstandige belegger kan daarvan profiteren: als Mister Market het helemaal niet meer ziet zitten en zijn aandelen voor een bodemprijs aanbiedt, moet hij kopen. Als Mister Market euforisch is en een veel te hoge prijs biedt, moet hij verkopen. Maar meestal moet de belegger gewoon helemaal niks doen.

Het getal van Graham

Benjamin Graham probeerde met zijn veiligheidsmarge bij wijze van spreken dollarbiljetten te kopen voor 50 cent, iets wat de echte waardebelegger vandaag de dag nog steeds probeert. Er zijn heden ten dage weinig beursgenoteerde bedrijven meer die ruim onder de intrinsieke waarde zoals Graham die becijferde noteren, maar het principe van waardebeleggen volgens de uitgangspunten van Graham is met iets andere formules nog altijd toepasbaar.

Van Graham leerde Buffett ook dat een aandelenbelegger zich moet realiseren dat hij (voor een deel) eigenaar is van een bedrijf. Met dat in het achterhoofd moet je je dus niet al te druk maken over de dagelijkse schommelingen van de aandelenprijs. Op de lange duur zal de waarde van het bedrijf in de aandelenprijs tot uiting komen. Graham benadrukte dat beleggers er tijd in moeten steken de fi-

nanciële toestand van een bedrijf te doorgronden, zodat kan worden vastgesteld wat de verdien capaciteit is. Met de verdien capaciteit kan de waarde van een aandeel worden bepaald.

Een vuistregel die hij daarvoor aandroeg, is later bij beleggers bekend geworden als ‘The Graham Number’ (het Getal van Graham). Graham schrijft in hoofdstuk 14 van zijn beroemde boek *The Intelligent Investor* (herziene editie):

‘De prijs van een aandeel zou niet meer moeten bedragen dan anderhalf keer de meest recente bekende boekwaarde. Maar een koerswinstverhouding onder de vijftien zou een hogere prijs ten opzichte van de boekwaarde acceptabel maken. Als vuistregel stellen wij daarom voor dat het product van deze multipliers niet boven de 22,5 uitkomt. Dit correspondeert met vijftien keer de winst en anderhalf keer de boekwaarde. Het zou dus een aandelenkoers rechtvaardigen die slechts negen keer de winst bedraagt, maar wel tweeënhalft keer de boekwaarde.’

Om de maximale koers die beleggers voor een aandeel zouden moeten betalen te berekenen, zijn dus maar twee andere getallen nodig: de winst per aandeel en de meest recente boekwaarde van dat aandeel. Benjamin Graham berekende hiermee een soort koersdoel, dat hij vervolgens kon vergelijken met de actuele beurskoers. Met dit getal kan de belegger dus beslissen wat hij met het aandeel moet doen: is de beurskoers lager dan het Getal van Graham, dan kan het aandeel gekocht worden; is het hoger, dan moet het verkocht worden.

Dit is de formule:

$$\sqrt{22,5 \times (\text{winst per aandeel}) \times (\text{boekwaarde per aandeel})}$$

Als een aandeel bijvoorbeeld een boekwaarde heeft van 12 euro, en het bedrijf per jaar een winst per aandeel van 1,60 euro realiseert, is het getal van Graham 20,78, wat dus een koersdoel van 20,78 euro oplevert. Die 20,78 euro is ruim 1,7 keer de boekwaarde (20,78 gedeeld door 12) en dat zou Graham te duur hebben gevonden. Maar bij 20,78 euro is de koers-winstverhouding ongeveer 13 (20,78 gedeeld door 1,60), wat Graham weer wel acceptabel achtte.

Volgens Graham is dit aandeel koopwaardig tot 20,78 euro. Als het bijvoorbeeld op 16 euro staat is het een koopje, maar het is te duur als het 25 euro kost. Het Getal van Graham is uiteraard een zeer grove vuistregel waarop een verstandige belegger nooit alleen zijn aankoopbeslissing zou mogen baseren, maar het is wel een manier om een grote groep aandelen snel te filteren, aan het begin van de zoektocht naar koopkandidaten of opvallende uitschietters.

Wie deze methodiek anno nu loslaat op de aandelenmarkt zal ontdekken dat er momenteel verschillende sectoren zijn waar met het Getal van Graham veel koopwaardige aandelen worden gevonden. Dat is bijvoorbeeld het geval in de financiële sector, waar het vooral de hoge boekwaardes ten opzichte van de beurs zijn die het Graham-getal opschroeven. Ook onder bedrijven die actief zijn in grondstoffen en de olie- en gasindustrie zijn er heel wat aandelen die Graham vandaag zou kopen.

Consistente verslaglegging

Graham uitte kritiek op bedrijven die vaak veranderingen doorvoeren in hun financiële verslaglegging, waardoor beleggers het bedrijf moeilijker kunnen doorgronden. Hij was een voorstander van een ruimhartig dividendbeleid en kon zich heel kwaad maken om analisten die riepen dat bepaalde aandelen tegen elke prijs koopwaardig bleven omdat hun koersen voor eeuwig zouden blijven groeien, zoals in de jaren zestig van de twintigste eeuw werd gezegd over de 'Nifty Fifty'-aandelen.

Zijn Mister Market staat voor het feit dat markten niet rationeel zijn, maar vaak overdrijven, zowel naar boven als naar beneden. Dat is een opvatting die vandaag de dag door veel beleggers wordt onderschreven. Een apart vakgebied binnen de beleggingsleer, *behavioral finance*, onderzocht de psychologische en emotionele aspecten van beleggersgedrag en kwam tot dezelfde conclusies als Graham: als gevolg van de menselijke aard zijn financiële instrumenten bijna nooit helemaal juist geprijsd. Er wordt stevig gefluctueerd rond een soort gemiddelde dat wél de werkelijke waarde weerspiegelt. Inspelen op een regelmatig terugkeren naar dit gemiddelde wordt *mean reversion* genoemd.

Er zijn in de twintigste eeuw Nobelprijswinnende economen geweest die juist het tegendeel beweerden. Aanhangers van de 'Efficiënte Markt Hypothese' ontwikkelden het beroemde Capital Asset Pricing Model (CAPM), dat uitging van de aanname dat alle beschikbare informatie altijd op een juiste manier in de beurskoersen verwerkt moest zitten. Volgens deze theorie is het nooit mogelijk de markt structureel te verslaan. Door in ingewikkelde wiskundige modellen te rekenen met beweeglijkheid, varianties en covarianties konden ideale portefeuilles worden