

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 gereviseerd 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* kennismakte 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 gereviseerde 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 list 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 verschoof 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 welslagen niet alleen afhankelijk zijn van het vermogen om specifiek te voorspellen wat er gaat gebeuren, maar ook nog eens van het talent om