

HOOFDSTUK 5

De defensieve belegger en gewone aandelen

Investeringsvoordelen van gewone aandelen

In onze eerste editie (1949) vonden we het op dit punt nodig om een lange uiteenzetting in te voegen over het argument om een substantiële gewone aandelencomponent in alle beleggingsportefeuilles op te nemen. * Gewone aandelen werden over het algemeen als zeer speculatief en daarom onveilig beschouwd; ze waren vrij fors gedaald ten opzichte van het hoge niveau van 1946, maar in plaats van investeerders aan te trekken vanwege hun redelijke prijzen, had deze daling het tegenovergestelde effect gehad van ondermijning van het vertrouwen in aandelen. We hebben opmerkingen gemaakt over de omgekeerde situatie die zich in de daaropvolgende 20 jaar heeft ontwikkeld, waarbij de grote stijging van de aandelenkoersen het als veilige en winstgevende beleggingen op een recordhoogte leek, die in feite een aanzienlijk risico met zich mee zouden

kunnen brengen.† Het argument we maakten voor gewone aandelen in 1949 ingescha

* Begin 1949 bedroeg het gemiddelde jaarlijkse rendement van aandelen in de afgelopen 20 jaar 3,1%, tegenover 3,9% voor langlopende staatsobligaties - wat betekent dat \$ 10.000 belegd in aandelen in die periode zou zijn gegroeid tot \$ 18.415, terwijl de hetzelfde bedrag aan obligaties zou zijn veranderd in \$ 21.494. Natuurlijk bleek 1949 een fantastische tijd om aandelen te kopen: in het volgende decennium behaalde de Standard & Poor's 500-aandelenindex gemiddeld 20,1% per jaar, een van de beste langetermijnrendementen in de geschiedenis van de Amerikaanse beurs. † Grahams eerdere opmerkingen over dit onderwerp staan op pp. 19–20. Stelt u zich eens voor wat hij zou hebben gedacht over de aandelenmarkt van de late jaren negentig, waarin elke nieuwe recordhoogte als verder "bewijs" werd beschouwd dat aandelen de risicoloze weg naar rijkdom waren!

twee hoofdpunten. De eerste was dat ze een aanzienlijke mate van bescherming boden tegen de erosie van de dollar van de belegger als gevolg van inflatie, terwijl obligaties helemaal geen bescherming boden. Het tweede voordeel van gewone aandelen was hun hogere gemiddelde rendement voor beleggers door de jaren heen. Dit werd veroorzaakt door zowel een gemiddeld dividendinkomen dat het rendement op goede obligaties overschreed als een onderliggende tendens van een stijgende marktwaarde in de loop der jaren als gevolg van de herinvestering van niet-uitgekeerd

Hoewel deze twee voordelen van groot belang zijn geweest - en hebben geleid tot een veel betere reputatie op het gebied van gewone aandelen dan obligaties in het verleden - hebben we consequent gewaarschuwd dat deze voordelen door de aandelenkoper verloren kunnen gaan als hij een te hoge prijs betaalt voor zijn aandelen. Dit was duidelijk het geval in 1929, en het duurde 25 jaar voordat het marktniveau terugklom naar de richel waar het in 1929-1932 verschrikkelijk was gedaald. * Sinds 1957 hebben gewone aandelen opnieuw, door hun hoge prijzen, hun waarde verloren. traditioneel voordeel in dividendrendement ten opzichte van obligatierentetarieven

* De Dow Jones Industrial Average sloot op 3 september 1929 op een destijds recordhoogte van 381,17. Het sloot pas op 23 november 1954 - meer dan een kwart eeuw later - boven dat niveau toen het 382,74 bereikte. (Als u zegt dat u van plan bent aandelen 'voor de lange termijn' te bezitten, realiseert u zich dan hoe lang de lange termijn kan zijn - of dat veel beleggers die in 1929 kochten, in 1954 niet eens meer leefden?) Maar voor geduldige beleggers die hun inkomen herinvesteerden, waren de aandelenrendementen positief over deze anders zo sombere periode, simpelweg omdat het dividendrendement gemiddeld meer dan 5,6% per jaar bedroeg. Volgens de professoren Elroy Dimson, Paul Marsh en Mike Staunton van de London Business School, als u in 1900 \$ 1 in Amerikaanse aandelen had geïnvesteerd en al uw dividenden had uitgegeven, zou uw aandelenportefeuille in 2000 zijn gegroeid tot \$ 198. Maar als u al uw dividenden had herbelegd, zou uw aandelenportefeuille \$ 16.797 waard zijn geweest! Verre van een bijzaak, zijn dividenden de grootste kracht bij beleggen in aandelen. † Waarom beïnvloeden de "hoge prijzen" van aandelen hun dividendrendementen? Het rendement van een aandeel is de verhouding tussen het contante dividend en de prijs van één gewoon aandeel. Als een bedrijf een jaarlijks dividend van \$ 2 betaalt wanneer de aandelenkoers \$ 100 per aandeel is, is het rendement 2%. Maar als de aandelenkoers verdubbelt terwijl het dividend constant blijft, daalt het dividendrendement naar 1%. In 1959, toen de trend die Graham in 1957 zag voor iedereen merkbaar werd, waren de meeste Wall Street

te bezien of de inflatiefactor en de economische groeifactor in de toekomst deze aanzienlijk ongunstige ontwikkeling zullen compenseren.

Het moet de lezer duidelijk zijn dat we geen enthousiasme hebben voor gewone aandelen in het algemeen op het 900 DJIA-niveau van eind 1971. Voor reeds gegeven redenen* wij vinden dat de defensieve belegger dat niet kan veroorloven om zonder een aanzienlijk deel van de gewone aandelen te zitten in zijn portefeuille, ook al moet hij ze als de minste van twee beschouwen kwaden - des te groter zijn de risico's die verbonden zijn aan een volledig obligatiebezit.

Regels voor de gewone aandelencomponent

De selectie van gewone aandelen voor de portefeuille van de defensieve belegger zou een relatief eenvoudige zaak moeten zijn. Hier zouden we vier regels voorstellen die moeten worden gevolgd:

1. Er moet voldoende maar niet overmatige diversificatie zijn. Dit kan betekenen dat er minimaal tien verschillende problemen zijn en dat maximaal ongeveer dertig.†

2. Elk geselecteerd bedrijf moet groot, prominent en conservatief gefinancierd zijn. Hoe onbepaald deze bijvoeglijke naamwoorden ook moeten zijn, hun algemene zin is duidelijk. Opmerkingen op dit punt zijn toegevoegd aan de einde van het hoofdstuk.

3. Elk bedrijf moet een lange staat van dienst hebben op het gebied van doorlopende dividendbetalingen. (Alle problemen in de Dow Jones Industrial Aver

experts verklaarden dat het onmogelijk kon duren. Nooit eerder aandelen gehad leverde minder op dan obligaties; tenslotte, aangezien aandelen risicovoller zijn dan obligaties, waarom? Zou iemand ze überhaupt kopen, tenzij ze extra dividendinkomsten betalen om hun grotere risico te compenseren? De experts voerden aan dat obligaties een outyield zouden opleveren aandelen voor hoogstens een paar maanden, en dan zou alles weer "normaal" worden. Meer dan vier decennia later is de relatie nooit meer normaal geweest; het rendement op aandelen is (tot nu toe) continu onder het rendement op obligaties.

* Zie pp. 56-57 en 88-89.

† Voor een andere kijk op diversificatie, zie de zijbalk in het commentaar op Hoofdstuk 14 (p. 368).

leeftijd voldeed aan deze dividendvereiste in 1971.) Om op dit punt specifiek te zijn, zouden we de eis van continue dividendbetalingen willen voorstellen vanaf ten minste 1950.*

4. De belegger moet een limiet stellen aan de prijs die hij voor een uitgifte zal betalen in verhouding tot zijn gemiddelde inkomsten over, laten we zeggen, de afgelopen zeven jaar. We stellen voor deze limiet vast te stellen op 25 keer het gemiddelde inkomen en niet meer dan 20 keer dat van de laatste twaalf maanden. Maar een dergelijke beperking zou bijna alle sterkste en populairste bedrijven uit de portefeuille verwijderen. In het bijzonder zou het vrijwel de hele categorie 'groeiaandelen' verbieden, die al enkele jaren favoriet zijn bij zowel speculanten als institutionele beleggers. We moeten onze redenen geven om zo'n drastische uitsluiting voor te stellen.

Groeiaandelen en de defensieve belegger

De term 'groeiaandelen' wordt toegepast op een aandeel dat zijn winst per aandeel in het verleden heeft verhoogd tot ruim boven het percentage voor gewone aandelen in het algemeen en naar verwachting zal dit in de toekomst blijven doen. (Sommige autoriteiten zouden zeggen dat van een echt groeiaandeel mag worden verwacht dat het zijn winst per aandeel in tien jaar op zijn minst verdubbelt, dwz dat het stijgt met een samengesteld jaarlijks percentage van meer dan 7,1%.) Het is duidelijk dat dit soort aandelen aantrekkelijk zijn kopen en bezitten, op voorwaarde dat de betaalde prijs niet buitensporig is. Het probleem ligt daar, van

* De defensieve belegger van vandaag zou waarschijnlijk moeten aandringen op ten minste 10 jaar ononderbroken dividendbetalingen (waardoor slechts één lid van de Dow Jones Industrial Average - Microsoft - zou worden uitgesloten en er nog steeds ten minste 317 aandelen overblijven om uit de S & P te kiezen 500-index). Zelfs aandringen op 20 jaar ononderbroken dividendbetalingen zou niet overdreven restrictief zijn; volgens Morgan Stanley voldeden 255 bedrijven in de S&P 500 eind 2002 aan die norm. † De 'regel van 72' is een handig mentaal hulpmiddel. Om te schatten hoe lang het duurt voordat een geldbedrag verdubbelt, deelt u de veronderstelde groeisnelheid eenvoudigweg in 72. Bij 6%, bijvoorbeeld, zal geld in 12 jaar verdubbelen ($72 \text{ gedeeld door } 6 = 12$). Met het door Graham genoemde percentage van 7,1% zal een groeiaandeel zijn winst in iets meer dan 10 jaar verdubbelen ($72/7,1 = 10,1$ jaar).

natuurlijk, aangezien groeiaandelen lange tijd zijn verkocht tegen hoge prijzen in verhouding tot de huidige inkomsten en tegen veel hogere veelvoud van hun gemiddelde winst over een afgelopen periode. Hierdoor is een speculatief element van aanzienlijk gewicht in het groeivoorraadbeeld geïntroduceerd en zijn succesvolle operaties op dit gebied verre van eenvoudig geworden.

Het belangrijkste groeiprobleem is al lang International Business Machines, en het heeft fenomenale beloningen gebracht voor degenen die het jaren geleden kochten en er hardnekkig aan vasthielden. Maar we hebben er al op gewezen* dat deze 'beste van gewone aandelen' in feite 50% van zijn marktprijs verloor in een daling van zes maanden in 1961-1962 en bijna hetzelfde percentage in 1969-1970. Andere groeiaandelen waren nog kwetsbaarder voor ongunstige ontwikkelingen; in sommige gevallen is niet alleen de prijs gedaald, maar ook de inkomsten, waardoor degenen die ze bezaten een dubbel ongemak veroorzaakten. Een goed tweede voorbeeld voor ons doel is Texas Instruments, dat in zes jaar tijd steeg van 5 naar 256, zonder dividend uit te keren, terwijl de winst steeg van 40 cent naar \$ 3,91 per aandeel. (Merk op dat de prijs vijf keer zo snel is gestegen als de winst; dit is kenmerkend voor populaire gewone aandelen.) Maar twee jaar later was de winst met bijna 50% gedaald en de prijs met *vier vijfde*, tot 49.†

De lezer zal uit deze gevallen begrijpen waarom wij groeiaandelen als geheel beschouwen als een te onzeker en riskant vehikel voor de defensieve belegger. Natuurlijk kunnen wonderen worden verricht met de juiste individuele selecties, gekocht op de juiste niveaus en later verkocht na een enorme stijging en vóór de waarschijnlijke daling. Maar de gemiddelde belegger kan dit net zo min verwachten als geld dat aan bomen groeit. Daarentegen denken we dat de groep van

* Graham maakt dit punt op p. 73. †

Om aan te tonen dat Grahams observaties eeuwig waar zijn, kunnen we Microsoft vervangen door IBM en Cisco door Texas Instruments. Dertig jaar na elkaar zijn de resultaten griezelig vergelijkbaar: de aandelen van Microsoft daalden met 55,7% van 2000 tot 2002, terwijl de aandelen van Cisco - die in de afgelopen zes jaar ongeveer 50 keer waren gestegen - 76% van zijn waarde verloren van 2000 tot 2002. Net als bij Texas Instruments was de daling van de aandelenkoers van Cisco sterker dan de daling van de winst, die slechts 39,2% daalde (vergeleken met het driejaarsgemiddelde van 1997-1999 tegen 2000-2002). Zoals altijd, hoe heter ze zijn, hoe harder ze vallen.

grote bedrijven die relatief onpopulair zijn, en daarom verkrijgbaar tegen redelijke winstvermenigvuldigers,* biedt een goede als onspectaculair gebied van keuze door het grote publiek. We zullen dit idee illustreren in ons hoofdstuk over portefeuilleselectie.

Portefeuillewijzigingen

Het is nu standaard om alle veiligheidslijsten voor te leggen voor periodieke inspectie om te zien of hun kwaliteit kan verbeterd. Dit is natuurlijk een belangrijk onderdeel van de dienstverlening voor klanten door beleggingsadviseurs. Bijna alle makelaardijen staan klaar om overeenkomstige suggesties te doen, zonder speciale vergoeding, in ruil voor de betrokken commissiezaken. Sommige makelaardij huizen onderhouden beleggingsdiensten tegen een vergoeding.

Vermoedelijk zou onze defensieve belegger – minstens één keer een jaar - hetzelfde soort advies over veranderingen in zijn portfolio zoals hij zocht toen zijn fondsen voor het eerst werden vastgelegd. aangezien hij zal weinig eigen expertise heeft om op te vertrouwen, is het essentieel dat: hij vertrouwt zich alleen toe aan bedrijven met de hoogste reputatie; anders kan hij gemakkelijk in incompetent of gewetenloze handen vallen. Het is in ieder geval van belang dat hij bij elk dergelijk overleg duidelijk voor zijn adviseur dat hij nauw wil aansluiten bij de vier regels voor de selectie van gewone aandelen die eerder in dit hoofdstuk zijn gegeven. Overigens, als zijn lijst vakkundig is geselecteerd in de eerste er zou bijvoorbeeld geen noodzaak moeten zijn voor frequente of talrijke veranderingen.†

* "Earnings multiplier" is een synoniem voor P/E of koers/winstverhoudingen, die meet hoeveel beleggers bereid zijn te betalen voor een aandeel in vergelijking met de winstgevendheid van het onderliggende bedrijf. (Zie voetnoot † op p. 70 in hoofdstuk 3.)

† Beleggers kunnen nu hun eigen geautomatiseerde systeem opzetten om de kwaliteit van hun bezit te bewaken door gebruik te maken van interactieve "portfoliotrackers" op websites als www.quicken.com, moneycentral.msn.com, finance.yahoo.com en www.morningstar.com. Graham zou er echter voor waarschuwen om niet uitsluitend op een dergelijk systeem te vertrouwen; je moet je eigen oordeel gebruiken om aan te vullen de software.

Middeling van dollarkosten

De New York Stock Exchange heeft veel energie gestoken in: het populair maken van zijn "maandelijkse aankoopplan", waaronder een belegger besteedt elke maand hetzelfde bedrag in dollars aan kopen een of meer gewone aandelen. Dit is een toepassing van een speciaal type van "formule-investering", bekend als dollarkostenmiddeling. Gedurende de overwegend stijgende marktervaring sinds 1949 de resultaten van een dergelijke procedure waren zeker zeer bevredigend, vooral omdat ze de beoefenaar ervan weerhielden zich te concentreren op zijn kopen op de verkeerde momenten.

In Lucile Tomlinsons uitgebreide studie van investeringsplannen in formules¹ presenteerde de auteur een berekening van de resultaten van het gemiddelde van de dollarkosten in de groep aandelen waaruit de Dow Jones industriële index. Er werden tests uitgevoerd voor 23 aankoopperiodes van tien jaar, de eerste eindigde in 1929, de laatste in 1952. Elke test boekte winst aan het einde van de aankoopperiode of binnen vijf jaar daarna. De gemiddelde aangegeven winst aan het einde van de 23 koopperiodes bedroeg 21,5%, exclusief ontvangen dividenden. Het behoeft geen betoog dat er in sommige gevallen sprake was van een forse tijdelijke afschrijving tegen marktwaarde. Miss Tomlinson beëindigt haar bespreking van deze ultraeenvoudige investeringsformule met de opvallende zin: "Niemand heeft tot nu toe een andere formule voor beleggen ontdekt die met zoveel vertrouwen op ultiem succes kan worden gebruikt, ongeacht wat er met de effectenprijzen kan gebeuren, zoals Dollar Kostengemiddelde."

Er kan worden tegengeworpen dat het gemiddelde van de dollarkosten, terwijl het geluid in principe, is in de praktijk nogal onrealistisch, omdat maar weinig mensen zo zijn gelegen die ze beschikbaar kunnen hebben voor investeringen in gewone aandelen elk jaar hetzelfde bedrag, laten we zeggen 20 jaar. Het lijkt erop dat me dat dit schijnbare bezwaar de laatste tijd veel van zijn kracht heeft verloren jaar. Gewone aandelen worden algemeen aanvaard als een noodzakelijk onderdeel van een gezond spaar-investeringsprogramma. Dus, systematische en uniforme aankopen van gewone aandelen kunnen niet meer psychologische en financiële moeilijkheden dan gelijkaardige continue betalingen voor spaarobligaties van de Verenigde Staten en voor het leven verzekeringen, die een aanvulling moeten vormen. de maandelijkse bedrag kan klein zijn, maar de resultaten na 20 jaar of meer kunnen zijn indrukwekkend en belangrijk voor de spaarder.

De persoonlijke situatie van de belegger

Aan het begin van dit hoofdstuk wezen we kort op de positie van de individuele portefeuillehouder. Laten we op deze kwestie terugkomen, in het licht van onze latere bespreking van het algemene beleid. Naar wat in hoeverre moet het type effecten dat door de belegger wordt geselecteerd variëren met zijn omstandigheden? Als concrete voorbeelden die op grote schaal vertegenwoordigen: verschillende voorwaarden, zullen we nemen: (1) een weduwe liet \$ 200.000 achter met om zichzelf en haar kinderen te onderhouden; (2) een succesvolle arts in mid-career, met een besparing van \$ 100.000 en jaarlijkse aanwas van \$ 10.000; en (3) een jonge man die \$ 200 per week verdient en spaart \$ 1.000 per jaar.*

Voor de weduwe is het moeilijk van haar inkomen te leven. Aan de andere kant de behoefte aan conservatisme in haar

investeringen staat voorop. Een verdeling van haar fonds ongeveer gelijk tussen obligaties van de Verenigde Staten en gewone aandelen van de eerste graad is een compromis tussen deze doelstellingen en komt overeen met ons algemene recept voor de defensieve belegger. (De voorraadcomponent) kan oplopen tot 75% als de belegger psychologisch voorbereid is op deze beslissing, en als ze er bijna zeker van kan zijn dat ze dat niet is kopen op een te hoog niveau. Dit is *zeker niet* het geval in het begin 1972.)

We sluiten de mogelijkheid niet uit dat de weduwe in aanmerking komt als ondernemende belegger, waarbij haar doelstellingen en werkwijzen heel anders zullen zijn. Het enige wat de weduwe niet mag *doen* is: om speculatieve risico's te nemen om "wat extra inkomen te verdienen". Hiermee bedoelen we winst of een hoog inkomen proberen zonder de benodigde apparatuur om het volledige vertrouwen in algeheel succes te garanderen. Het zou veel beter voor haar zijn om \$ 2.000 per jaar van haar hoofdsom te halen, om de eindjes aan elkaar te knopen, dan de helft ervan te riskeren in slecht onderbouwde en dus speculatieve ondernemingen.

De welvarende dokter heeft niets van de druk van de weduwe en dwanghandelingen, maar we geloven dat zijn keuzes zo ongeveer de dezelfde. Is hij bereid een serieuze interesse te tonen in het bedrijf van? investering? Als hij de impuls of de flair mist, zal hij het beste doen om

* Om de cijfers van Graham bij te werken, neemt u elk dollarbedrag in deze sectie en vermenigvuldigt het met vijf.

accepteer de gemakkelijke rol van de defensieve belegger. De verdeling van zijn portefeuille zou dan niet anders moeten zijn dan die van de 'typische' weduwe, en er zou hetzelfde gebied van persoonlijke keuze zijn bij het bepalen van de omvang van de aandelencomponent. De jaarlijkse besparing moet in ongeveer dezelfde verhoudingen worden geïnvesteerd als het totale fonds.

De gemiddelde arts zal waarschijnlijk eerder dan de gemiddelde weduwe ervoor kiezen om een ondernemende investeerder te worden, en hij heeft misschien meer kans om in de onderneming te slagen. Hij heeft echter één belangrijke handicap: het feit dat hij minder tijd beschikbaar heeft voor zijn beleggingseducatie en het beheer van zijn fondsen. In feite zijn medische mannen notoir niet succesvol geweest in hun beveiligingstransacties. De reden hiervoor is dat ze meestal een groot vertrouwen hebben in hun eigen intelligentie en een sterk verlangen hebben om een goed rendement op hun geld te verdienen, zonder het besef dat om dit succesvol te doen zowel veel aandacht voor de zaak als iets van een professionele aanpak vereist is naar veiligheidswaarden.

Ten slotte komt de jonge man die \$ 1.000 per jaar spaart - en verwacht dat het geleidelijk beter gaat - voor dezelfde keuzes te staan, zij het om nog andere redenen. Een deel van zijn spaargeld zou automatisch naar Series E-obligaties moeten gaan. De balans is zo bescheiden dat het hem nauwelijks de moeite waard lijkt om een harde leerzame en temperamentvolle discipline te ondergaan om als agressieve belegger te kwalificeren. Een eenvoudig toevlucht nemen tot ons standaardprogramma voor de defensieve belegger zou dus zowel het gemakkelijkste als het meest logische beleid zijn.

Laten we op dit punt de menselijke natuur niet negeren. Financiën heeft een fascinatie voor veel slimme jonge mensen met beperkte middelen. Ze willen graag zowel intelligent als ondernemend zijn bij het plaatsen van hun spaargeld, ook al zijn beleggingsinkomsten voor hen veel minder belangrijk dan hun salaris. Deze houding is alles ten goede. Er is een groot voordeel voor de jonge kapitalist om vroeg met zijn financiële opleiding en ervaring te beginnen. Als hij als agressieve belegger gaat opereren, zal hij zeker fouten maken en verliezen nemen. Jongeren kunnen deze teleurstellingen doorstaan en profiteren ervan. We dringen er bij de beginner in het kopen van effecten op aan om zijn inspanningen en zijn geld niet te verspillen aan pogingen om de markt te verslaan. Laat hem veiligheidswaarden bestuderen en in eerste instantie zijn oordeel over prijs versus waarde testen met de kleinste mogelijke bedragen.

We keren dus terug naar de bewering, die aan het begin werd gedaan, dat de

soort effecten dat moet worden gekocht en het te behalen rendement gezocht, hangt niet af van de financiële middelen van de belegger, maar van zijn financiële uitrusting in termen van kennis, ervaring en temperament.

Opmerking over het concept "risico"

Het is gebruikelijk om van goede obligaties te spreken als minder risicovol dan goed preferente aandelen en van de laatste als minder riskant dan goede common aandelen. Hieruit werd het populaire vooroordeel tegen gewone aandelen afgeleid omdat ze niet 'veilig' zijn, wat werd aangetoond in het onderzoek van de Federal Reserve Board van 1948. We zouden graag wijzen erop dat de woorden "risico" en "veiligheid" in twee verschillende betekenissen worden toegepast op effecten, met als gevolg verwarring in het denken.

Een obligatie is duidelijk onveilig gebleken wanneer deze zijn rente niet nakomt of hoofdsom betalingen. Evenzo, als een preferente aandelen of zelfs een gewone aandelen wordt gekocht met de verwachting dat een bepaald dividendpercentage zal worden voortgezet, dan zal een verlaging of voorbijgaan van de dividend betekent dat het onveilig is gebleken. Het is ook waar dat een belegging een risico inhoudt als er een redelijke kans is dat de houder moet mogelijk verkopen op een moment dat de prijs ver onder de kostprijs ligt.

Desalniettemin wordt het idee van risico vaak uitgebreid om van toepassing te zijn op een mogelijke daling van de prijs van een effect, ook al kan de daling cyclisch en tijdelijk van aard zijn en hoewel de houder op zulke momenten waarschijnlijk niet gedwongen zal worden om te verkopen. Deze kansen zijn aanwezig in alle effecten, met uitzondering van Amerikaanse spaarobligaties, en om een grotere mate in de algemene run van gewone aandelen dan in senior problemen als klas. Maar wij zijn van mening dat het hier niet om een werkelijk risico in de nuttige zin van het woord. De man die een vasthoudt hypotheek op een gebouw mogelijk een aanzienlijk verlies moet nemen als hij werden gedwongen om het op een ongunstig moment te verkopen. Dat element is niet rekening gehouden bij het beoordelen van de veiligheid of het risico van gewone onroerendgoedhypotheken, met als enige criterium de zekerheid van stipte betalingen. Op dezelfde manier wordt het risico dat verbonden is aan een gewoon commercieel bedrijf gemeten aan de hand van de kans dat het geld verliest, niet door wat er zou gebeuren als de eigenaar gedwongen zou worden te verkopen.

In hoofdstuk 8 zullen we onze overtuiging uiteenzetten dat de bonafide belegger verliest geen geld louter omdat de marktprijs van zijn bezit neemt af; vandaar dat het feit dat er een daling kan optreden, niet

betekent niet dat hij een reëel risico op verlies loopt. Als een groep goed geselecteerde beleggingen in gewone aandelen over het algemeen bevredigend is, rendement, gemeten over een behoorlijk aantal jaren, dan is dit groepsinvestering is "veilig" gebleken. In die periode is het marktwaarde is gebonden aan fluctuatie, en zo waarschijnlijk als niet zal het verkopen voor een tijdje onder de koper kosten. Als dat feit de investering maakt "riskant", zou het dan zowel riskant als veilig moeten worden genoemd dezelfde tijd. Deze verwarring kan worden voorkomen als we het concept toepassen: van risico uitsluitend tot waardeverlies dat ofwel wordt gerealiseerd door: daadwerkelijke verkoop, of wordt veroorzaakt door een significante verslechtering van de de positie van het bedrijf - of, vaker misschien, het resultaat is van de betaling van een buitensporige prijs in verhouding tot de intrinsieke waarde van de beveiliging

Veel gewone aandelen houden risico's van een dergelijke verslechtering in. Maar het is onze stelling dat een goed uitgevoerde groepsbelegging in gewone aandelen geen substantieel risico van dit soort met zich meebrengt en dat daarom mag het niet alleen vanwege het element van prijschommelingen als "risicovol" worden bestempeld. Maar een dergelijk risico is aanwezig als er gevaar is dat de prijs duidelijk te hoog kan blijken te zijn geweest volgens intrinsieke waardenormen, zelfs als er een daaropvolgende ernstige marktdaling zou plaatsvinden jaren later kan worden terugverdiend.

Opmerking over de categorie "grote, prominente en conservatief gefinancierde bedrijven"

De geciteerde zin in ons bijschrift werd eerder in het hoofdstuk gebruikt om het soort gewone aandelen te beschrijven waartegen defensieve investeerders zouden hun aankopen moeten beperken - op voorwaarde ook dat zij gedurende een aanzienlijk aantal jaren ononderbroken dividend heeft uitgekeerd. Een criterium op basis van bijvoeglijke naamwoorden is altijd dubbelzinnig. Waar is de scheidslijn voor grootte, voor bekendheid en voor conservatisme van financiële structuur? Op het laatste punt kunnen we een specifieke standaard voorstellen die, hoewel arbitrair, in overeenstemming is met het geaccepteerde denken. Een de financiën van industriële bedrijven zijn niet conservatief tenzij de gewone aandelen (tegen boekwaarde) ten minste de helft van de totale kapitalisatie vertegenwoordigen, inclusief alle bankschulden.³ Voor een spoorweg of openbaar nut het cijfer moet minimaal 30% zijn.

De woorden "groot" en "prominent" dragen het begrip aanzienlijke omvang in combinatie met een leidende positie in de industrie. Zo een

bedrijven worden vaak "primaire" genoemd; alle andere voorkomende aandelen worden dan "secundaire" genoemd, behalve dat groeiaandelen gewoonlijk in een aparte klasse geplaatst door degenen die ze kopen als zo een. Om hier een element van concreetheid te geven, stellen we voor dat: om in hedendaagse termen 'groot' te zijn, moet een bedrijf \$ 50 miljoen aan activa hebben of \$ 50 miljoen aan zaken doen.

in omvang binnen zijn branchegroep.

Het zou echter dwaas zijn om zulke willekeurige criteria op te leggen. Ze worden alleen aangeboden als gidsen voor degenen die erom vragen de begeleiding. Maar elke regel die de belegger voor zichzelf mag stellen en die de gezond verstand betekenissen van "groot" niet geweld aandoet en "prominent" moet acceptabel zijn. Door de aard van de geval moet er een grote groep bedrijven zijn die sommigen zullen en andere vallen niet onder degenen die geschikt zijn voor defensieve beleggingen. Er kan geen kwaad in een dergelijke diversiteit van meningen en acties. In het heeft zelfs een heilzaam effect op de beursomstandigheden, omdat: het maakt een geleidelijke differentiatie of overgang mogelijk tussen de categorieën van primaire en secundaire aandelenemissies.

* In de huidige markten, om als groot te worden beschouwd, moet een bedrijf een totaal hebben aandelenwaarde (of "marktkapitalisatie") van ten minste \$ 10 miljard. Volgens de online aandelenscreener op <http://screen.yahoo.com/stocks.html>, die gaf u kunt vanaf begin 2003 ongeveer 300 aandelen kiezen.

COMMENTAAR OP HOOFDSTUK 5

Menselijke gelukzaligheid wordt niet zozeer voortgebracht door grote geluksmomenten die zelden gebeuren, als wel door kleine voordelen die zich elke dag voordoen.

-Benjamin Franklin

DE BESTE VERDEDIGING IS EEN GOEDE AANVAL

Waarom zou een defensieve belegger, na het bloedbad op de aandelenmarkten van de afgelopen jaren, een cent in aandelen steken?

Onthoud allereerst Grahams volharding dat hoe defensief u moet zijn, minder afhangt van uw risicotolerantie dan van uw bereidheid om tijd en energie in uw portefeuille te steken. En als u het op de juiste manier aanpakt, is beleggen in aandelen net zo eenvoudig als uw geld parkeren in obligaties en contanten. (Zoals we in hoofdstuk 9 zullen zien, kun je een beursindexfonds kopen met niet meer moeite dan het aankleden in de ochtend.)

Te midden van de berenmarkt die in 2000 begon, is het begrijpelijk als u zich verbrand voelt - en als dat gevoel u op zijn beurt vastbesloten maakt om nooit meer een ander aandeel te kopen. Zoals een oud Turks spreekwoord zegt: "Nadat je je mond hebt verbrand aan hete melk, blaas je op je yoghurt."

Omdat de crash van 2000-2002 zo verschrikkelijk was, beschouwen veel beleggers aandelen nu als kokend risicovol; maar, paradoxaal genoeg, heeft de crash zelf een groot deel van het risico uit de aandelenmarkt weggenomen. Vroeger was het warme melk, maar nu is het yoghurt op kamertemperatuur.

Logisch gezien heeft de beslissing om vandaag al aandelen te bezitten niets te maken met hoeveel geld u zou kunnen verliezen door ze een paar jaar geleden te bezitten. Als aandelen redelijk genoeg geprijsd zijn om u toekomstige groei te geven, moet u ze bezitten, ongeacht de verliezen die ze u in het recente verleden hebben gekost. Dat geldt des te meer wanneer de obligatierendementen laag zijn, waardoor het toekomstige rendement op inkomstengenererende beleggingen afneemt.

Zoals we in hoofdstuk 3 hebben gezien, zijn aandelen (vanaf begin 2003) historisch gezien slechts licht te duur. Ondertussen bieden obligaties tegen de recente koersen zulke lage rendementen dat een belegger die ze voor hun vermeende veiligheid koopt, is als een roker die denkt zichzelf tegen longkanker te kunnen beschermen door sigaretten met een laag teergehalte te roken. Het maakt niet uit hoe defensief u een belegger bent - in Grahams zin van weinig onderhoud, of in de hedendaagse betekenis van laag risico - de huidige waarden betekenen dat u ten minste een deel van uw geld in aandelen moet houden.

Gelukkig is het voor een defensieve belegger nog nooit zo eenvoudig geweest om aandelen te kopen. En een permanente automatische pilootportefeuille, die elke maand moeiteloos een klein beetje van uw geld in vooraf bepaalde investeringen aan het werk zet, kan u beschermen tegen de noodzaak om een groot deel van uw leven aan aandelenselectie te wijden.

MOET U "KOPEN WAT U WEEET"?

Maar laten we eerst eens kijken naar iets waar de defensieve belegger zich altijd tegen moet verdedigen: de overtuiging dat je aandelen kunt kiezen zonder huiswerk te maken. In de jaren tachtig en het begin van de jaren negentig was een van de meest populaire investeringslogos 'kopen wat je weet'. Peter Lynch - die van 1977 tot 1990 Fidelity Magellan naar het beste trackrecord ooit leidde dat ooit door een beleggingsfonds is verzameld - was de meest charismatische prediker van dit evangelie. Lynch betoogde dat amateurbeleggers een voordeel hebben dat professionele beleggers zijn vergeten te gebruiken: "de kracht van algemene kennis". Als je een geweldig nieuw restaurant, nieuwe auto, tandpasta of spijkerbroek ontdekt, of als je merkt dat de parkeerplaats bij een nabijgelegen bedrijf altijd vol is of dat er nog mensen aan het werk zijn op het hoofdkantoor van een bedrijf lang nadat Jay Leno uit de lucht is gegaan, je hebt een persoonlijk inzicht in een aandeel dat een professionele analist of portfoliomanager misschien nooit oppikt. Zoals Lynch het uitdrukte: 'Tijdens het kopen van auto's of camera's ontwikkel je een idee van wat goed en slecht is, en heb je de kennis dat je het weet voordat Wall Street het weet.'¹ De regel van Lynch - "Je kunt beter presteren dan de experts als je je voordeel gebruikt door te investeren in bedrijven of sectoren die je al begrijpt" - is dat niet

¹ Peter Lynch met John Rothchild, *One Up on Wall Street* (Penguin, 1989), p. 23.

totaal ongeloofwaardig, en duizenden investeerders hebben er in de loop der jaren van geprofiteerd. Maar de regel van Lynch kan alleen werken als je ook de consequentie volgt: 'Het veelbelovende bedrijf vinden is slechts de eerste stap. De volgende stap is het doen van het onderzoek.' Het is zijn verdienste dat Lynch erop staat dat niemand ooit in een bedrijf mag investeren, hoe geweldig de producten ook zijn of hoe druk de parkeerplaats ook is, zonder de financiële overzichten te bestuderen en de bedrijfswaarde ervan in te schatten.

Helaas hebben de meeste aandelenkopers dat deel genegeerd.

Barbra Streisand, de daytrading diva, personifieerde de manier waarop mensen Lynch' leringen misbruiken. In 1999 mompelde ze: "We gaan elke dag naar Starbucks, dus ik koop Starbucks-aandelen." Maar de Funny Girl vergat dat hoeveel je ook van die lange magere lattes houdt, je nog steeds de financiële overzichten van Starbucks moet analyseren en ervoor moet zorgen dat de voorraad niet nog duurder is dan de koffie. Talloze aandelenkopers maakten dezelfde fout door aandelen van Amazon.com te kopen omdat ze van de website hielden of door e*Trade-aandelen te kopen omdat het hun eigen online broker was.

"Experts" gaven het idee ook geloofwaardigheid. In een interview dat eind 1999 op CNN werd uitgezonden, werd portefeuillemanager Kevin Landis van de Firsthand Funds klaaglijk gevraagd: 'Hoe doet u het? Waarom kan ik het niet doen, Kevin?' (Van 1995 tot eind 1999 boekte het Firsthand Technology Value Fund een verbazingwekkende gemiddelde jaarlijkse winst van 58,2%.) 'Nou, je kunt het,' piepte Landis. 'Het enige dat u echt hoeft te doen, is u concentreren op de dingen die u weet, dicht bij een branche blijven en elke dag praten met mensen die erin werken.' 2 De pijnlijkste perversie van Lynch' regel deed zich voor bij

bedrijfspensioenregelingen. Als u zou moeten "kopen wat u weet", wat zou dan een betere investering voor uw 401(k) kunnen zijn dan de aandelen van uw eigen bedrijf? Je werkt er tenslotte; weet jij niet meer over het bedrijf dan een buitenstaander ooit zou kunnen? Helaas, de medewerkers

2 Interview met Kevin Landis op CNN In the Money, 5 november 1999, 11.00 uur oostelijke standaardtijd. Als Landis' eigen staat van dienst een indicatie is, is focussen op "de dingen die je weet" niet "alles wat je echt hoeft te doen" om met succes aandelen te kiezen. Van eind 1999 tot eind 2002 verloor het fonds van Landis (vol met technologiebedrijven die hij beweerde "uit de eerste hand" te kennen vanuit zijn basis in Silicon Valley) 73,2% van zijn waarde, een nog grotere klap dan het gemiddelde technologiefonds leed over die periode.

van Enron, Global Crossing en WorldCom - van wie velen bijna al hun pensioenvermogen in de aandelen van hun eigen bedrijf stopten, om vervolgens te worden weggevaagd - leerden dat insiders vaak alleen de illusie van kennis bezitten, niet het echte werk.

Psychologen onder leiding van Baruch Fischhoff van de Carnegie Mellon University hebben een verontrustend feit gedocumenteerd: meer vertrouwd raken met een onderwerp vermindert niet significant de neiging van mensen om te overdrijven hoeveel ze er werkelijk van weten.³ Daarom kan "investeren in wat je weet" zo gevaarlijk; hoe meer u weet wanneer u naar binnen gaat, hoe kleiner de kans dat u een aandeel gaat onderzoeken op zwakke punten. Deze verderfelijke vorm van overmoed wordt 'home bias' genoemd, of de gewoonte om vast te houden aan wat al bekend is:

- Individuele beleggers bezitten drie keer meer aandelen in hun lokale telefoonmaatschappij dan in alle andere telefoonmaatschappijen samen. •
- Het typische beleggingsfonds bezit aandelen waarvan het hoofdkantoor 115 mijl dichter bij het hoofdkantoor van het fonds ligt dan het gemiddelde Amerikaanse bedrijf.
- 401(k)-beleggers houden tussen 25% en 30% van hun pensioenvermogen in de aandelen van hun eigen bedrijf.⁴

Kortom, vertrouwdheid kweekt zelfgenoegzaamheid. Is het in het tv-nieuws niet altijd de buurman of de beste vriend of de ouder van de crimineel die met een geschokte stem zegt: "Hij was zo'n aardige vent"? Dat komt omdat wanneer we te dicht bij iemand of iets staan, we onze overtuigingen als vanzelfsprekend beschouwen, in plaats van ze in twijfel te trekken zoals we doen wanneer we geconfronteerd worden met iets dat verder weg ligt. Hoe bekender een aandeel is, hoe groter de kans dat een defensieve belegger een luie belegger wordt die denkt dat hij geen huiswerk hoeft te maken. Laat je dat niet overkomen.

3 Sarah Lichtenstein en Baruch Fischhoff, "Weten degenen die meer weten ook meer over hoeveel ze weten?" Organisatorisch gedrag en menselijke prestaties, vol. 20, nee. 2, december 1977, blz. 159-183.

4 Zie Gur Huberman, "Beleggingen in bekende rassen"; Joshua D. Coval en Tobias J. Moskowitz, "De geografie van investeringen"; en Gur Huberman en Paul Sengmuller, "Company Stock in 401(k) Plans", allemaal beschikbaar op <http://papers.ssrn.com>.

KAN JE JE EIGEN ROLLEN?

Gelukkig is dit voor een defensieve belegger die bereid is het nodige huiswerk te doen voor het samenstellen van een aandelenportefeuille, de Gouden Eeuw: nooit eerder in de financiële geschiedenis was het bezitten van aandelen zo goedkoop en gemakkelijk.⁵

Doe het zelf. Via gespecialiseerde online brokers zoals www.sharebuilder.com, www.foliofn.com en www.buyandhold.com, kunt u automatisch aandelen kopen, zelfs als u weinig geld over heeft.

Deze websites brengen slechts \$ 4 in rekening voor elke periodieke aankoop van een van de duizenden Amerikaanse aandelen die ze beschikbaar stellen. U kunt elke week of elke maand beleggen, de dividenden herbeleggen en zelfs uw geld in aandelen druppelen via elektronische opnames van uw bankrekening of directe storting van uw salaris. Sharebuilder rekent meer aan om te verkopen dan om te kopen - en herinnert u eraan, als een klap in uw neus met een opgerolde krant, dat snelle verkopen een no-no-beleggen is - terwijl FolioFN een uitstekende tool voor het volgen van belastingen biedt.

In tegenstelling tot traditionele makelaars of beleggingsfondsen die u niet binnenlaten voor minder dan \$ 2.000 of \$ 3.000, hebben deze online bedrijven geen minimale rekeningsaldi en zijn ze op maat gemaakt voor beginnende beleggers die jonge portefeuilles op de automatische piloot willen zetten. Zeker, een transactiekost van \$ 4 kost een monsterlijke 8% van een maandelijkse investering van \$ 50 - maar als dat al het geld is dat je kunt missen, dan zijn deze micro-investeringssites het enige spel in de stad om een gediversifieerde portefeuille op te bouwen.

U kunt ook individuele aandelen rechtstreeks bij de uitgevende bedrijven kopen. In 1994 maakte de Amerikaanse Securities and Exchange Commission de handboeien los die ze lang geleden had vastgeklemd aan de directe verkoop van aandelen aan het publiek. Honderden bedrijven reageerden door op internet gebaseerde programma's te creëren waarmee beleggers aandelen kunnen kopen zonder tussenkomst van een makelaar. Enkele handige online informatiebronnen over het rechtstreeks kopen van aandelen zijn www.dripcentral.com, www.netstockdirect.com (een filiaal van Sharebuilder) en www.stockpower.com.

⁵ Volgens de financiële professor Charles Jones van de Columbia Business School daalden de kosten van een kleine eenrichtingstransactie (aan- of verkopen) in een op de New York Stock Exchange genoteerd aandeel van ongeveer 1,25% in de tijd van Graham tot ongeveer 0,25 % in 2000. Voor instellingen als beleggingsfondsen zijn die kosten juist hoger. (Zie Charles M. Jones, "A Century of Stock Market Liquidity and Trading Costs", op <http://papers.ssrn.com>.)

U kunt vaak verschillende overlastkosten oplopen die meer dan \$ 25 per jaar kunnen bedragen. Toch zijn programma's voor directe aandelenaankoop meestal goedkoper dan effectenmakelaars.

Wees echter gewaarschuwd dat het jarenlang in kleine stapjes kopen van aandelen grote belastingproblemen kan veroorzaken. Als u niet bereid bent om een permanent en volledig gedetailleerd overzicht van uw aankopen bij te houden, koop dan niet in de eerste plaats. Tot slot, beleg niet in slechts één aandeel, of zelfs maar in een handvol verschillende aandelen. Tenzij je niet bereid bent om je inzetten te spreiden, moet je helemaal niet wedden. Graham's richtlijn om tussen de 10 en 30 aandelen te bezitten, blijft een goed uitgangspunt voor beleggers die hun eigen aandelen willen kiezen, maar u moet ervoor zorgen dat u niet te veel wordt blootgesteld aan één sector.⁶ (Voor meer informatie over het kiezen van de individuele aandelen die zal uw portfolio vormen, zie pp. 114–115 en hoofdstukken 11, 14 en 15.)

Als u, nadat u zo'n online stuurautomaatportfolio heeft opgezet, merkt dat u meer dan twee keer per jaar zelf handelt - of in totaal meer dan een uur of twee per maand aan uw beleggingen besteedt - dan is er iets grondig misgegaan. Laat u niet verleiden door het gemak en de up-to-the-minute gevoel van internet om speculant te worden. Een defensieve belegger runt - en wint - de race door stil te zitten.

Zoek hulp. Een defensieve belegger kan ook aandelen bezitten via een discountmakelaar, een financiële planner of een full-service effectenmakelaar. Bij een kortingsmakelaardij moet u het meeste aandelenselectiewerk zelf doen; De richtlijnen van Graham helpen u een kernportefeuille te creëren die minimaal onderhoud vereist en een maximale kans biedt op een stabiel rendement. Aan de andere kant, als u de tijd niet kunt missen of de interesse niet kunt wekken om het zelf te doen, is er geen reden om u te schamen om iemand in te huren om aandelen of beleggingsfondsen voor u te kiezen. Maar er is één verantwoordelijkheid die u nooit mag delegeren. U, en niemand anders dan u, moet onderzoeken (voordat u uw geld overhandigt) of een adviseur betrouwbaar is en redelijke kosten in rekening brengt. (Zie hoofdstuk 10 voor meer aanwijzingen.)

Boer het uit. Beleggingsfondsen zijn de ultieme manier voor een defensieve belegger om de voordelen van aandelenbezit te benutten zonder de nadelen

⁶ Om te helpen bepalen of de aandelen die u bezit voldoende gespreid zijn over verschillende industriële sectoren, kunt u de gratis "Instant X-Ray"-functie gebruiken op www.morningstar.com of de sectorinformatie (Global Industry Classification Standard) raadplegen op www.standardandpoors.com.

kant van het moeten controleren van uw eigen portefeuille. Tegen relatief lage kosten kunt u een hoge mate van diversificatie en gemak kopen - u kunt een professional de aandelen voor u laten uitzoeken en bekijken. In hun beste vorm, indexportefeuilles, kunnen beleggingsfondsen vrijwel geen toezicht of onderhoud vergen. Indexfondsen zijn een soort Rip Van Winkle-investering die hoogstwaarschijnlijk geen leed of verrassingen zal veroorzaken, zelfs als je, zoals de luie boer van Washington Irving, twintig jaar lang in slaap valt. Ze zijn de droom van een defensieve belegger die uitkomt. Zie hoofdstuk 9 voor meer informatie.

HET VULLEN VAN DE POTHOLES

Terwijl de financiële markten dag na dag deinen en crashen, kan de defensieve belegger de chaos onder controle krijgen. Alleen al je weigering om actief te zijn, je afzwering van elk voorgewend vermogen om de toekomst te voorspellen, kan je machtigste wapen worden. Door elke investeringsbeslissing op de automatische piloot te zetten, laat u elk zelfbedrog dat u weet waar aandelen naartoe gaan, vallen en neemt u de macht van de markt weg om u van streek te maken, hoe bizar het ook stuitert.

Zoals Graham opmerkt, stelt "dollar-cost averaging" u in staat om met regelmatige tussenpozen een vast bedrag in een investering te steken. Elke week, maand of kalenderkwartaal koopt u meer - of de markten nu omhoog, omlaag of zijwaarts zijn gegaan (of op het punt staan te gaan). Elke grote beleggingsmaatschappij of beursvennootschap kan het geld automatisch en veilig elektronisch voor u overmaken, zodat u nooit een cheque hoeft uit te schrijven of de bewuste pijn van de betaling hoeft te voelen. Het is allemaal uit het oog, uit het hart.

De ideale manier om het gemiddelde van de dollarkosten te berekenen, is in een portefeuille van indexfondsen, die alle aandelen of obligaties bezitten die het waard zijn om te hebben. Op die manier doet u niet alleen afstand van het gokspel van waar de markt naartoe gaat, maar ook welke sectoren van de markt - en welke specifieke aandelen of obligaties daarin - het beste zullen presteren.

Laten we zeggen dat u \$ 500 per maand kunt missen. Door het bezit van en het gemiddelde van de dollarkosten in slechts drie indexfondsen - \$ 300 in één die de totale Amerikaanse aandelenmarkt houdt, \$ 100 in één die buitenlandse aandelen houdt en \$ 100 in één die Amerikaanse obligaties houdt - kunt u ervoor zorgen dat u bijna elke investering bezit op de planeet die het waard is om te bezitten.⁷ Elke

⁷ Zie pp. 186–187 voor meer informatie over de reden om een deel van uw portefeuille in buitenlandse aandelen te houden.

maand, zoals een uurwerk, koopt u meer. Als de markt is gedaald, gaat uw vooraf ingestelde bedrag verder en koopt u meer aandelen dan de maand ervoor. Als de markt is gestegen, koopt u met uw geld minder aandelen. Door uw portefeuille op deze manier permanent op de automatische piloot te zetten, voorkomt u dat u ofwel geld naar de markt gooit op het moment dat dit het meest aantrekkelijk lijkt (en eigenlijk het gevaarlijkst is) of weigert om meer te kopen nadat een marktcrash investeringen echt goedkoper heeft gemaakt (maar schijnbaar meer "risicovol").

Volgens Ibbotson Associates, het toonaangevende financiële onderzoeksbureau, had u, als u begin september 1929 \$ 12.000 in de Standard & Poor's 500-aandelenindex had geïnvesteerd, 10 jaar later nog maar \$ 7.223 over. Maar als je was begonnen met een schamele \$ 100 en gewoon elke maand nog eens \$ 100 had geïnvesteerd, dan zou je geld tegen augustus 1939 zijn gegroeid tot \$ 15.571! Dat is de kracht van gedisciplineerd kopen, zelfs in het licht van de Grote Depressie en de ergste bearmarkt aller tijden.⁸

Figuur 5-1 toont de magie van het gemiddelde van de dollarkosten in een recentere bearmarkt.

Het beste van alles is dat als u eenmaal een permanente automatische pilootportefeuille heeft opgebouwd met indexfondsen als hart en kern, u elke marktvraag kunt beantwoorden met het krachtigste antwoord dat een defensieve belegger ooit zou kunnen hebben: "Ik weet het niet en Het maakt me niet uit." Als iemand vraagt of obligaties beter zullen presteren dan aandelen, antwoord dan gewoon: "Ik weet het niet en het kan me ook niet schelen" - u koopt tenslotte automatisch beide. Zullen aandelen in de gezondheidszorg hightech-aandelen er ziek uit laten zien? "Ik weet het niet en het kan me ook niet schelen" - je bent een permanente eigenaar van beide. Wat is de volgende Microsoft? "Ik weet het niet en het kan me ook niet schelen" - zodra het groot genoeg is om te bezitten, zal je indexfonds het hebben, en ga je mee voor de rit. Zullen buitenlandse aandelen volgend jaar Amerikaanse aandelen verslaan? "Ik weet het niet en het kan me ook niet schelen" - als ze dat doen, zul je die winst vastleggen; als ze dat niet doen, kunt u meer kopen tegen lagere prijzen.

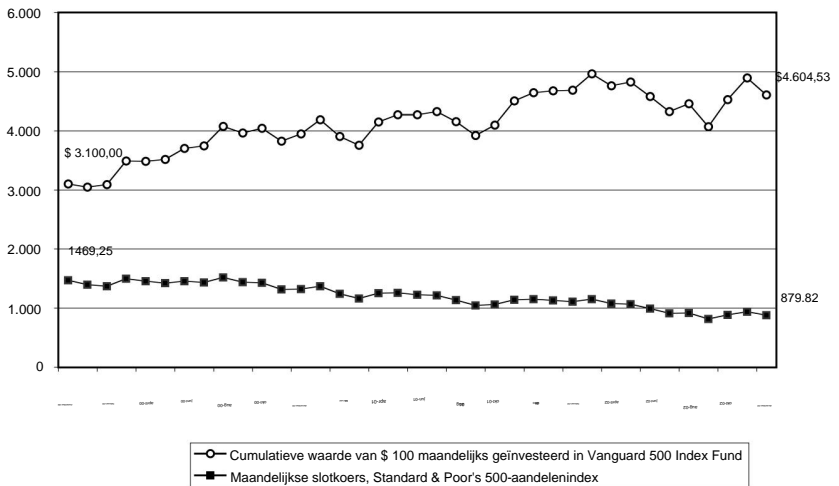
Door u in staat te stellen te zeggen: "Ik weet het niet en het kan me niet schelen", bevrijdt een permanente automatische pilootportfolio u van het gevoel dat u moet voorspellen wat de financiële markten gaan doen - en de illusie dat

⁸ Bron: spreadsheetgegevens verstrekt met dank aan Ibbotson Associates.

Hoewel het voor particuliere beleggers tot 1976 niet mogelijk was om de gehele S & P 500-index te kopen, bewijst het voorbeeld niettemin de kracht van het kopen van meer wanneer de aandelenkoersen dalen.

AFBEELDING 5-1

Elk kleine beetje helpt



Van eind 1999 tot eind 2002 daalde het gemiddelde van de S & P 500-aandelen meedogenloos. Maar als u een indexfondsrekening had geopend met een minimale investering van \$ 3.000 en elke maand \$ 100 had toegevoegd, zou uw totale uitgave van \$ 6.600 30,2% hebben verloren - aanzienlijk minder dan de daling van 41,3% in de markt. Beter nog, uw gestage aankopen tegen lagere prijzen zouden de basis leggen voor een explosief herstel wanneer de markt zich herstelt.

Bron: The Vanguard Group

iemand anders kan. De kennis van hoe weinig u over de toekomst kunt weten, in combinatie met de acceptatie van uw onwetendheid, is het krachtigste wapen van een defensieve belegger.

HOOFDSTUK 6

Portefeuillebeleid voor de Ondernemende

Investeerder: negatieve benadering

De "agressieve" belegger moet uitgaan van dezelfde basis als de defensieve belegger, namelijk een verdeling van zijn fondsen tussen hoogwaardige obligaties en hoogwaardige gewone aandelen die tegen een redelijke prijs zijn gekocht prijzen.* Hij zal bereid zijn om andere soorten zekerheidsverplichtingen aan te gaan, maar in elk geval zal hij een goed gemotiveerde rechtvaardiging van het vertrek. Er is een probleem bij het bespreken dit onderwerp op een ordelijke manier, omdat er geen enkel of ideaal patroon is voor agressieve operaties. Het keuzegebied is breed; de selectie moet niet alleen afhangen van de competentie van het individu en apparatuur, maar misschien even goed op zijn interesses en liever? enten.

De meest bruikbare generalisaties voor de ondernemende belegger zijn: van een negatief soort. Laat hem hoogwaardige preferente aandelen overlaten aan zakelijke kopers. Laat hem ook inferieure soorten obligaties en preferente aandelen vermijden, tenzij ze voor een koopje kunnen worden gekocht - wat betekent normaal gesproken tegen prijzen die ten minste 30% onder de maat zijn voor high-coupon

* Hier heeft Graham een slip van de tong gemaakt. Na aandringen in hoofdstuk 1 dat de definitie van een "ondernemende" belegger niet afhangt van het bedrag van het risico dat je zoekt, maar de hoeveelheid werk die je bereid bent erin te steken, Graham valt terug op het conventionele idee dat ondernemende investeerders meer zijn "agressief." De rest van het hoofdstuk maakt echter duidelijk dat Graham blijft bij zijn oorspronkelijke definitie. (De grote Britse econoom John Maynard) Keynes lijkt de eerste te zijn geweest die de term 'onderneming' gebruikte als synoniem voor analytische investeringen.)

emissies, en veel minder voor de lagere coupons.* Hij zal iemand anders emissies van buitenlandse staatsobligaties laten kopen, ook al kan het rendement aantrekkelijk zijn. Hij zal ook op zijn hoede zijn voor allerlei nieuwe uitgften, waaronder converteerbare obligaties en preferente aandelen die behoorlijk verleidelijk lijken en gewone aandelen met uitstekende winsten die beperkt zijn tot het recente verleden.

Voor standaard obligatiebeleggingen zou de agressieve belegger er goed aan doen het patroon te volgen dat aan zijn defensieve medebroeder werd voorgesteld, en zijn keuze te maken tussen hoogwaardige belastbare emissies, die nu kunnen worden geselecteerd om ongeveer 71 % op te brengen, en kwalitatief goede belastingschulden. gratis obligaties, die tot 5,30% opleveren bij langere looptijden.†

Tweederangs obligaties en preferente aandelen

Aangezien het eind 1971 mogelijk is eersteklas bedrijfsobligaties te vinden met een rendement van 71 %4%, en zelfs meer, zou het niet veel zin hebben om tweederangs emissies te kopen alleen vanwege het hogere rendement dat ze bieden. In feite hebben bedrijven met een relatief slechte kredietwaardigheid het in de afgelopen twee jaar vrijwel onmogelijk gevonden om 'straight bonds', oftewel niet-converteerbare obligaties, aan het publiek te verkopen. Vandaar dat hun schuldfinanciering is gedaan door de verkoop van converteerbare obligaties (of obligaties met warrants), waardoor ze in een aparte categorie worden geplaatst. Hieruit volgt dat vrijwel alle niet-converteerbare obligaties met een lagere rating oudere uitgften vertegenwoordigen die met een grote korting worden verkocht. Ze bieden dus de mogelijkheid van een substantiële winst in hoofdsom onder gunstige toekomstige omstandigheden - wat hier zou betekenen een combinatie van een verbeterde kredietwaardigheid van de onderneming en lagere algemene rentetarieven.

* "Uitgften met hoge coupons" zijn bedrijfsobligaties die een bovengemiddelde rente betalen (in de huidige markten, ten minste 8%) of preferente aandelen die een hoog dividendrendement betalen (10% of meer). Als een bedrijf hoge rente moet betalen om geld te lenen, is dat een fundamenteel signaal dat het risicovol is. Zie pp. 145–147 voor meer informatie over hoogrentende of 'junk'-obligaties. † Vanaf begin 2003 is het equivalente rendement ruwweg 5,1% op hoogwaardige bedrijfsobligaties en 4,7% op 20-jarige belastingvrije gemeentelijke obligaties. Om deze rendementen te actualiseren, zie www.bondsonline.com/asp/news/composites/html of www.bloomberg.com/markets/rates.html en www.bloomberg.com/markets/psamuni.html.

Maar zelfs als het gaat om prijskortingen en de daaruit voortvloeiende kans op hoofdwinst, concurreren de tweederangs obligaties met betere uitgiften. Enkele van de diepgewortelde verplichtingen met couponrentes "oude stijl" (21 ½% tot 4%) werden in 1970 verkocht tegen ongeveer 50 cent op de dollar. Voorbeelden: American Telephone & Telegraph 25 ½s, in 1986 verkocht tegen 51; Atchison Topeka & Santa Fe RR 4s, verwacht in 1995, verkocht voor 51; McGraw-Hill 37 ½s, verwacht 1992, verkocht voor 50 ½.

Onder de voorwaarden van eind 1971 kunnen de ondernemende beleggers dus waarschijnlijk krijgen van obligaties van goede kwaliteit die met een grote korting alles verkopen wat hij redelijkerwijs zou moeten wensen in de vorm van zowel inkomen als kans op waardering.

In dit boek verwijzen we naar de mogelijkheid dat een goed gedefinieerde en langdurige marktsituatie uit het verleden in de toekomst kan terugkeren. Daarom moeten we overwegen welk beleid de agressieve belegger op het gebied van obligaties zou moeten kiezen als de prijzen en opbrengsten van hoogwaardige emissies zouden terugkeren naar het oude niveau. Om deze reden zullen we hier onze opmerkingen over dat punt in de uitgave van 1965 herdrukken, toen hoogwaardige obligaties slechts 41 ½% opbrachten.

Er moet nu iets worden gezegd over beleggen in tweederangs uitgiften, waarvan gemakkelijk een bepaald rendement tot 8% of meer kan worden gevonden. Het belangrijkste verschil tussen obligaties van de eerste en tweede rang is meestal te vinden in het aantal keren dat de rentelasten zijn gedekt door de winst. Voorbeeld: In het begin van 1964 leverden Chicago, Milwaukee, St. Paul en Pacific 5% obligaties met inkomsten op 68, 7,35% op. Maar de totale rentelasten van de weg, vóór inkomstenbelasting, werden in 1963 slechts 1,5 keer verdiend, tegen onze eis van 5 keer voor een goed beschermde spoorweguitgifte.¹ Veel beleggers kopen dit soort effecten omdat ze "inkomsten nodig hebben" en kan niet opschieten met het magere rendement dat topkwaliteit biedt. De ervaring leert duidelijk dat het

onverstandig is om een obligatie of een preferente obligatie te kopen die niet voldoende veilig is louter omdat het rendement aantrekkelijk is.* (Hier impliceert het woord "slechts" dat de uitgifte niet met grote korting wordt verkocht en dus geen kans op een substantiële winst in hoofdsom.) Wanneer dergelijke effecten tegen volle prijzen worden gekocht, dat wil zeggen, niet veel punten onder

* Voor een recent voorbeeld dat Grahams punt pijnlijk versterkt, zie p. 146 hieronder.

100*: de kans is zeer groot dat de houder in de toekomst veel lagere noteringen zal zien. Want als er slechte zaken komen, of gewoon een slechte markt, blijken dit soort problemen zeer vatbaar voor ernstige zinkende spreuken; vaak worden rente of dividenden opgeschort of op zijn minst in gevaar gebracht, en vaak is er sprake van een uitgesproken prijszwakte, ook al zijn de bedrijfsresultaten helemaal niet slecht.

Laten we als specifieke illustratie van dit kenmerk van eersterangs uitgaven van tweede kwaliteit het prijsgedrag van een groep van tien spoorweginkomensobligaties in 1946–47 samenvatten. Deze omvatten al degenen die in 1946 voor 96 of meer verkochten, hun hoge prijzen waren gemiddeld 1021 $\frac{1}{2}$. Het jaar daarop had de groep lage prijzen opgetekend van gemiddeld slechts 68, een verlies van een derde van de marktwaarde in een zeer korte tijd. Vreemd genoeg lieten de spoorwegen van het land in 1947 veel betere inkomsten zien dan in 1946; vandaar dat de drastische prijsdaling indruiste tegen het bedrijfsbeeld en een weerspiegeling was van de uitverkoop in de algemene markt. Maar het moet worden opgemerkt dat de krimp in deze inkomensobligaties verhoudingsgewijs groter was dan die in de *gewone aandelen* in de Dow Jones industriële lijst (ongeveer 23%). Het is duidelijk dat de koper van deze obligaties tegen een kostprijs van meer dan 100 niet had kunnen verwachten dat hij in enige mate zou deelnemen aan een verdere stijging van de effectenmarkt. Het enige aantrekkelijke kenmerk was het inkomensrendement, dat gemiddeld ongeveer 4,25% bedroeg (tegen 2,50% voor obligaties van de eerste rang, een voordeel van 1,75% in jaarinkomen). Maar het vervolg toonde al te snel en te duidelijk aan dat de koper van deze tweederangs obligaties voor het kleine voordeel in jaarinkomen het verlies van een aanzienlijk deel van zijn hoofdsom riskeerde.

Het bovenstaande voorbeeld stelt ons in staat ons respect te betuigen aan de populaire misvatting die onder de bijnaam 'investering van een zakenman' valt. Dat houdt in de aankoop van een effect met een hoger rendement dan verkrijgbaar is op een hoogwaardige uitgifte en met een navenant groter risico. Het is een slechte zaak om een

* Obligatieprijzen worden vermeld in percentages van "nominale waarde" of 100. Een obligatie met een prijs van "85" wordt verkocht tegen 85% van de hoofdwaaarde; een obligatie die oorspronkelijk werd aangeboden voor \$ 10.000, maar nu wordt verkocht voor 85, kost \$ 8.500. Wanneer obligaties onder de 100 worden verkocht, worden ze 'kortingsobligaties' genoemd; boven de 100 worden ze 'premium'-obligaties.