

De Meervoudige Mentale Modellen van Charlie Munger, de ‘not-so-silent partner’ van Warren Buffett

Achter het buitengewone verhaal van de beleggingsmaatschappij Berkshire Hathaway gaan twee financiële genieën schuil: de superbelegger Warren Buffett en zijn ‘stille vennoot’ Charlie Munger. Munger, die zijn positie in de schaduw van Buffett koestert, is Buffetts vriend, adviseur en advocaat – niet alleen zijn gewone advocaat, maar ook advocaat van de duivel. Mungers benadering van beleggen verschilt aanzienlijk van de gebruikelijke

systemen die beleggers toepassen. In plaats van alleen maar gebruik te maken van de financiële informatie over een bedrijf die een belegger tot zijn beschikking heeft, analyseert Charlie zowel de ‘interne markt’ waarin het bedrijf opereert als ook het grotere ‘ecosysteem’ waarin het actief is. Hij noemt de werktuigen om de analyse te maken ‘Meervoudige Mentale Modellen’. Deze modellen vormen een raamwerk om de informatie te verzamelen en te verwerken, om ten slotte met behulp daarvan te handelen. De werktuigen komen uit een veelheid aan disciplines. Het zijn de gebruikelijke formules, maar ook toepassingen uit de geschiedenis, gedragskunde, wiskunde, techniek, biologie, natuurkunde, statistiek, economie ... wat eigenlijk niet? Deze ingewikkelde manier van werken maakt dat maar weinigen erin slagen om zijn werkwijze te kopiëren. De methode van Munger wordt aan geen enkele universiteit of opleiding onderwezen. Het komt dus neer op zelf uitvinden. Buffett heeft zijn eigen succes bij herhaling toegeschreven aan de bijzondere inzichten van zijn vriend Munger. Die relateert dat zelf enigszins: “(...) if Charlie Munger had never lived, the Buffett record would still be pretty much what it is.”¹ Of die uitspraak hem recht doet, valt na lezing van dit artikel nog te bezien. Een kennismaking met een veelzijdig man met even veelzijdige adviezen.

Ron Boer
Boer & Olij
Effectenhuis



Duizendpoot

Charles Thomas Munger werd geboren op 1 januari 1924 in Omaha (Nebraska), ook Warren Buffetts geboortestad. Charlie Munger is een duizendpoot die, voordat hij zich inschreef aan de Universiteit van Harvard, uiteenlopende studies volgde op het

gebied van wiskunde, natuurkunde, techniek, thermodynamica en meteorologie. Op Harvard koos hij traditioneel voor de studie rechten, waarmee hij in de voetsporen van zijn vader en grootvader trad. Hij studeerde er na drie jaar magna cum laude af, als een van de twaalf op een totaal van 335.

Munger ontmoet Buffett

Munger en Buffett ontmoetten elkaar voor het eerst bij een diner dat de familie Davis georganiseerd had. De familie Davis en Buffett waren oude bekenden. Ed Davis had jaren daarvoor Buffett een keer uitgenodigd om zijn beleggingsfilosofie uit te leggen, waarna de familie een groot stuk van hun vermogen door hem liet beheren. De heer Davis had hem bij diverse gelegenheden een paar keer voor Charlie Munger aangezien, en Buffett wilde nu wel eens weten of hij dat als een compliment of als een belediging moest beschouwen. Buffett herinnert zich van die eerste ontmoeting nog dat ze een hoop gemeen hadden. Ze lachten allebei het hardst om hun eigen grappen, en beiden probeerden ze de boventoon in het gesprek te voeren. Charlie Munger was daar bedrever in dan Buffett. Volgens goede kennissen van Buffett was Munger eigenlijk de eerste die er überhaupt in slaagde om Buffett zijn mond te laten houden. Hoe het ook zij, het zou leiden tot een levenslange vriendschap.

Mungers invloed op Buffett

Buffett, die de pure beleggingsbeginselen van Benjamin Graham overnam, gedroeg zich in feite als een curator. Een onderneming aanschaffen, alleen maar omdat zij goedkoop was ten opzichte van de intrinsieke waarde, bleek niet de juiste weg. Dit onderkende Buffett later ook: "Ben Graham wanted everything to be a quantitative bargain. I want it to be a quantitative bargain in terms of future streams of cash."² Onder invloed van Munger schoof Buffett meer op in de richting van bedrijven met een 'economische gracht', de fysieke barrière die een bedrijf tegen indringers beschermt. Indringers kunnen directe concurrenten zijn, maar ook veranderend consumentengedrag of nieuwe wetgeving van lokale of landelijke overheden. Munger vond dat je best wat meer mocht betalen voor prijsdominantie, merknamen en de kwaliteit en duurzaamheid van een monopolie. "We're not trying to predict the currents, only how things will swim in the currents."³ Mungers inzichten leidden Buffett naar investeringen als The Washing-

ton Post, Geico, Coca-Cola, Gillette en vele andere bedrijven. "Charlie shoved me in the direction of not just buying bargains, as Ben Graham had taught me. This was the real impact on me. (...) He expanded my horizons."⁴

Leidmotieven

Charlie Munger beweert niet dat beleggen makkelijk is. Integendeel, het vergt een gedisciplineerde werkwijze waarbij een belegger dient te beschikken over een breed arsenaal aan vaardigheden, de 'mentale modellen'. De modellen komen uitgebreid aan bod in het in 2005 verschenen werk *Poor Charlie's Almanack*.⁵ Naar analogie van zijn grote voorbeeld Benjamin Franklin bevat dit boek eindeloos veel informatie over het leven en werk van Munger. Daaronder speeches met uitdagende titels als 'A Lesson on Elementary, Worldly Wisdom as It Relates to Investment Management and Business' en 'Practical Thought About Practical Thought?', alsmede het artikel 'The Psychology of Human Misjudgement'. Uit deze artikelen kunnen we de leidmotieven destilleren die het raamwerk vormen voor de mentale modellen. Deze zullen hier aan bod komen.

No-brainer

Als Buffett en Munger op zoek gaan naar nieuwe investeringsmogelijkheden, zoeken ze naar kansen met een groot statistisch voordeel. Soms maken ze daarbij gebruik van werktuigen uit de psychologie, soms uit een andere discipline. Allereerst kijken ze of er geen investeringen zijn waar je niet over hoeft na te denken, de 'no-brainer decisions'. "As Buffett and I say over and over again, we don't leap seven-foot fences. Instead, we look for one-foot fences with big rewards on the other side. So we've succeeded by making the world easy for ourselves, not by solving hard problems."⁶ Als illustratie noemen we hun investering in de Washington Post. "And they taught this [efficient market] theory to some partner at McKinsey when he was at some school of business that had adopted this crazy line of reasoning from economics, and the partner became a paid consultant for the *Washington Post*. And *Washington Post* stock was selling at a fifth of what an orangutan could figure was the plain value per share by just counting up the values and dividing. But he so believed what he'd been taught in graduate school that he told the *Washington Post* it shouldn't buy its own stock. Well, fortunately, they put Warren

Buffett on the board, and he convinced them to buy back more than half the outstanding stock, which enriched the remaining shareholders by much more than a billion dollars.”⁷

De exacte gereedschapskist

Over welk exact gereedschap dient een belegger volgens Munger te beschikken om interdisciplinair te denken? Allereerst wiskunde. Het spreekt voor zich dat iemand in staat moet zijn om met getallen en sommen te kunnen omgaan – basisrekenkunde. Dan is, na samengestelde interest, kennis van combinaties en permutaties een vereiste. Vervolgens kansrekening, statistiek en beslissingsbomen, in de basis uitgewerkt door Pascal en Fermat. Maak gebruik van elementaire basisvaardigheden en de wereld zal er een stuk overzichtelijker uitzien, zo vindt Munger; zo niet, dan ga je “through a long life like a one-legged man in an ass-kicking contest.”⁸ Je zult Munger om die reden nooit in een casino tegenkomen – de bank heeft een, statistisch te berekenen, grotere kans op winst. Hij kent grote waarde toe aan opportunity costs, waarbij hij de econoom Mankiw aanhaalt: “He says intelligent people make decisions based on opportunity costs – in other words, it’s your alternatives that matter.” Om te vervolgen: “That’s how we make all of our decisions. The rest of the world has gone off some kick – there’s even a cost of equity capital. A perfectly amazing mental malfunction. Obviously, consideration of costs is key, including opportunity costs. Of course, capital isn’t free. It’s easy to figure out your cost of capital, but theorists went bonkers on the cost of equity capital.”⁹

Invert, always invert

Het eerste middel om mogelijke tegenslagen voor te zijn is: leren van je eigen fouten of, meer nog, van andermans fouten. “If at first you don’t succeed, well, so much for hang gliding.”¹⁰ Op een goede tweede plaats staat: onbetrouwbaarheid, advocaat van de duivel spelen. Munger focust in het algemeen eerst op wat je moet vermijden – dus op wat je NIET moet doen – voordat hij overweegt de daadwerkelijke stappen te zetten op weg naar een belegging. “The first chance you have to avoid a loss from a foolish loan is by refusing to make it. There is no second chance.”¹¹ Zowel in het dagelijks leven als in het zakenleven krijgt hij een grote voorsprong door de minst interessante delen van “het schaakbord” te vermijden, daarmee tijd vrijmakend voor de produc-

tievare sectoren op het bord. “Ik hoef niet te weten wanneer ik sterf, maar wáár ik sterf: dan ga ik daar niet heen”, is een favoriete uitspraak van hem.

De overnamekoning Henry Kravis van Kohlberg, Kravis en Roberts (KKR) legde in Fortune¹² uit hoe hij samen met zijn neef de ondernemingen eruit pikt. “Als een van ons twee een bepaald bedrijf op het oog heeft, dan speelt de ander de advocaat van de duivel door allerlei tegenargumenten in te brengen om níét te kopen. Het is aan de een om de ander te overtuigen. Beslissen doen we anoniem.” De neven hebben zeer uiteenlopende karakters, maar dat heeft volgens insiders nu juist geleid tot het succes van KKR.

Het allerbeste middel is nog om de stelling om te draaien, zoals de wiskundige Jacobi pleegde te doen. “Invert, always invert.” Vanuit de natuur van veel dingen, aldus Jacobi, kunnen veel problemen het beste opgelost worden als ze achterstevoren aangepakt worden. Dit gegeven is in diverse wetenschappelijke disciplines uitgewerkt. Einstein zei dat zijn succesvolste theorieën ontstonden door “nieuwsgierigheid, concentratie, volharding en zelfkritiek”. En met zelfkritiek bedoelde hij het testen en vernietigen van zijn veelbelovende ideeën. De taalwetenschapper en filosoof Karl Popper stelde met zijn falsificatietheorie voor om als criterium voor de wetenschappelijke status van een uitspraak niet het verificatiebeginsel te nemen (d.w.z. de mogelijkheid dat een uitspraak door empirische observatie bevestigd wordt), maar het falsificatiebeginsel (de mogelijkheid dat de uitspraak door waarneming weerlegd wordt). Een theorie kan uitsluitend wetenschappelijk zijn als hij ook falsificeerbaar is.

De non-conventionalist George Soros laat met een simpele test zien (zie inzet ‘De kaarttest van Soros’¹³) dat mensen – en dus ook beleggers – bevestiging zoeken van de theorie, zodra een positie is ingenomen. Ze zijn immuun voor weerlegging. Slimme traders zoeken naar tegeninformatie en onderscheiden zich daarmee van de massa op dezelfde wijze als goede wetenschappers. Echte wetenschap corrigeert de theorie en dat levert nieuwe theorieën op en daarmee nieuwe inzichten. Darwin had al de gewoonte dat als hij een strijdigheid met een eerdere en gekoesterde constatering tegenkwam, hij zichzelf verplichtte om dat binnen 30 minuten op te schrijven. Zo niet, dan zouden zijn hersenen de tegenwerpende informatie weer verdrongen hebben, op dezelfde wijze als het

lichaam getransplanteerde organen afstoot.¹⁴ Een voorbeeld van onconventioneel denken komen we tegen bij de goldrush, toen de echte winst niet naar de gouddelvers ging, maar naar de verkopers van de scheppen en pikhouwelen. Munger: "It's kind of fun to sit there and outthink people who are way smarter than you are because you've trained yourself to be more objective and more multidisciplinary. Furthermore, there is a lot of money in it, as I can testify from my own personal experience."¹⁵ Kravis, Soros en de gereedschapverkopers zullen het met hem eens zijn.

De kaarttest van Soros

Een pak met kaarten heeft letters aan de ene zijde en cijfers aan de andere. Er wordt gesteld: als er een kliniker aan de ene kant staat, staat er een even cijfer op de achterzijde. Vier kaarten worden gedeeld: A, B, 2 en 3 liggen boven. Welke kaarten moet je omkeren om de eventuele onjuistheid van deze stelling aan te tonen?

Antwoord: Volgens Soros zijn de meesten geneigd om de A en B om te draaien, daar waar de A en de 3 de juiste zijn. (De B is sowieso niet belangrijk, want de stelling geldt alleen voor de klinikers.) Als ik de 2 omdraai en ik tref een kliniker aan, bewijst dit alleen de geldigheid van de theorie. Staat er aan de achterkant van de 3 een kliniker, dan is de stelling onjuist en kan het geheel naar de prullenbak verwezen worden. Dat is de reden waarom kritische traders succesvoller in hun vak zijn.

De man met de hamer

Wat is wereldwijsheid en hoe valt die te verkrijgen? Volgens Munger is wat gedragswetenschappers omschrijven als 'oma's regel' een goed vertrekpunt. Oma vindt dat je eerst je worteltjes moet opeten voordat je je toetje krijgt. Kennis van geïsoleerde feiten is niet voldoende als je niet beseft dat feiten bijna altijd met elkaar samenhangen en je ze in een raamwerk dient te plaatsen om het grotere plaatje te zien. Toch zijn er in de wetenschap, eigenlijk een plaats waar je dat het minst zou verwachten, legio voorbeelden van eenkennigheid. Munger gebruikt hiervoor het gezegde "to the man with only a hammer, every problem looks like a nail". Hij beschrijft het praktijkgeval van een chirurg die manden vol met galblazen voor onderzoek naar de patholoog stuur-

de. Toen Munger, die toevallig bevriend was met de assistent van de chirurg, zich afvroeg of de, inmiddels ontslagen, chirurg louter uit winstbejag handelde, antwoordde de assistent: "Hell no, Charlie. He thought that the gall bladder was the source of all medical evil, and, if you really loved your patients, you couldn't get that organ out rapidly enough."¹⁶ De weigerachtigheid om zich modellen van andere wetenschappen eigen te maken en multidisciplinair te denken, kan een hoop schade veroorzaken, zowel persoonlijk als maatschappelijk. "Consider the presentations of brokers selling commercial real estate and businesses. I've never seen one that I thought was even within hailing distance of objective truth. In my long life, I have never seen a management consultant's report that didn't end with the same advice: This problem needs more management consulting services."¹⁷

Daarom is psychologie bij Munger een van de belangrijkste leveranciers aan de mentale modellen. Als het aan hem lag, zou iedere student een maand lang een basiscollege 'Remedial Worldly Wisdom' dienen te volgen met psychologie als hoofdvak.¹⁸ "If you think psychology is badly taught in America, you should look at corporate finance. Modern Portfolio Theory? It's demented! It's truly amazing."¹⁹ Hij geeft een opsomming van 25 menselijke eigenschappen die kunnen leiden tot verkeerde beoordelingen en inschattingen. Elke student dient kennis te nemen van deze beoordelingsfouten om later goede en slechte beslissingen van elkaar te kunnen scheiden. Bovenaan in het rijtje staat de 'Reward and Punishment Superresponse Tendency', de superkracht van beloning en straf. "Never a year passes but I get some surprise that pushes a little further my appreciation of incentive superpower."²⁰ Hij geeft het voorbeeld van Joe Wilson, de CEO van Xerox, die niet begreep waarom een nieuwe, technologisch veel betere, machine slechter verkocht dan de oude. Wilson kwam erachter dat de verkoopprovisie op de oude veel hoger lag dan op de nieuwe, waarmee verkopers een verkeerde prikkel kregen om de oude te blijven aanprijzen. De algemene les die hieruit te trekken valt, zit impliciet besloten in het gebod van Benjamin Franklin: "If you would persuade, appeal to interest and not to reason."²¹

Kritiek?

Wie door *Poor Charlie's Almanack* bladert krijgt de neiging dat er een serieuze poging gedaan wordt tot heiligverklaring van Munger. Terecht of niet, bij een semi-biografisch werk als de Almanack ontcom je niet aan een zekere mate van persoonsverheerlijking. In de slechte zin van het woord krijg je het gevoel dat we te maken hebben met een eigengereide, zelfingenomen betweter. Feit is dat de behaalde resultaten voor hem pleiten. Op zelfstandige basis behaalde de investering-maatschappij van Munger van 1962 tot de opheffing in 1975 een gemiddeld jaarlijks rendement van 24,3% (Dow Jones Industrials: 6,4%). Berkshire Hathaway liet in de periode 1964-2006 een jaarlijks rendement zien van 21,4% tegenover 10,4% voor de Standard & Poors 500. Met zulke cijfers is het gemakkelijk om kritiek te leveren op anderen en Munger doet dat op een ongezoeten wijze. Mensen in zijn omgeving spreken over een zeer belezen, leergierige, soms wat afwezige persoon, hetgeen blijkt uit een anekdote van Buffett: "Mensen denken dat Charlies ogen er de oorzaak van zijn dat hij dingen niet ziet (Munger verloor het zicht aan een oog na een staaroperatie). MAAR HET ZIJN NIET ZIJN OGEN, HET IS ZIJN HOOFD. Ik heb op een kruising drie keer het hele setje stoplichten voorbij zien komen, met veel getoeter achter ons, terwijl Charlie bezig was om een complex probleem te bespreken."

De gevolgen van de gevolgen?

Munger gebruikt de invoering van de Amerikaanse variant van ons zorgstelsel, Medicare, om een andere les uit de psychologie te trekken. Toen verschillende experts gevraagd werd naar een schatting van de kosten van Medicare, extrapoleerden ze simpelweg de gemaakte kosten uit het verleden. Wat bleek? De werkelijke kosten bleken het tienvoudige van de schatting te bedragen. Men was uit het oog verloren dat het vergoedingspakket dermate genereus was dat het gedrag van de mensen zich direct aanpaste aan die ruimhartige vergoedingen, met de genoemde kostenoverschrijding van 900% tot gevolg. De farmaceutische industrie droeg haar steentje bij door met nieuwe, veel duurdere, medicijnen voor behandelingen in het Medicare-pakket te komen. Hoe was het dan toch mogelijk dat een groep experts zo'n foute inschatting maakte van de mogelijke kosten? Antwoord: een te simpele voorstelling van zaken. Niemand had zin om na te denken over de gevolgen

van de gevolgen. "I told you earlier to be aware of the lollapalooza effects when two or three or more forces are operating in the same direction."²² "Zoals het Medicare-voorbeeld liet zien, zijn menselijke systemen voorgeprogrammeerd om de boel te flessen. De oorzaak daarvan zit diep geworteld in de psychologie, en je ziet er grote bedrevenheid in omdat het zo lonend is. Dat is wat er mis is met de WAO in Californië. De boel flessen wordt tot kunstvorm verheven. Terwijl mensen bezig zijn om misbruik te maken van het systeem, leer je ze onbetrouwbaar gedrag aan. Is dit goed voor de samenleving? Is het goed voor de economie? Natuurlijk niet. Mensen die gemakkelijk te flessen systemen opzetten, horen thuis in de diepste krochten van de hel."²³

De effecten kunnen elkaar uiteraard ook in positieve mate versterken. Coca-Cola is een schoolvoorbeeld van een onderneming die bij uitstek weet te profiteren van een combinatie van schaalgrootte en effecten uit de psychologie: een wereldwijd bekende merknaam (social-proof-effect), verfrissend en dorstlessend (pavlov-effect), stimulerend door zowel suiker als cafeïne (geconditioneerde reflex), overall verkrijgbaar (herhalings-effect). Munger: "If, in many high places, a universal product as succesful as Coca-Cola is not properly understood, it can't bode well for our competency in dealing with much else that is important."

Conclusie

Charlie Munger laat zich niet in een hokje duwen. De ene keer stelt hij zich op als een homo universalis die met behulp van Meervoudige Mentale Modellen de sleutel tot wereldwijsheid kan verkrijgen, dan weer is hij degene die alles abstraheert en terugbrengt tot de essentie. In de volgende drie zinnen geeft Munger zelf de synthese van deze twee uitersten.

"Our experience tends to confirm a long-held notion that being prepared, on a few occasions in a lifetime, to act promptly in scale, in doing some simple and logical thing, will often dramatically improve the financial results of that lifetime."

"A few major opportunities, clearly recognizable as such, will usually come to one who continuously searches and waits, with a curious mind that loves diagnosis involving multiple variables."

“And then all that is required is a willingness to bet heavily when the odds are extremely favorable, using resources available as a result of prudence and patience in the past.”²⁴

De Meervoudige Mentale Modellen van Munger hebben in hoge mate bijgedragen aan het succes van Berkshire Hathaway. Zijn bescheidenheid doet daar niets aan af. Veel professionele beleggers zullen niet het geduld hebben om zich het gedachtengoed van Munger eigen te maken. En als ze, na de verplichte en veelzijdige zelfstudie, wel de moed hebben om het in praktijk te brengen, worden ze waarschijnlijk weer teruggefloten door hun fundamenteel en traditioneel geschoolde meerderen. Misschien is de opdracht aan Charlie Munger in *Poor Charlie's Almanack* wel een hart onder de riem voor diegenen die, al is het maar één keer, deze ‘faux pas’ toch durven te maken. In Charlie's eigen woorden: “Acquire worldly wisdom and adjust your behavior accordingly. If your new behavior gives you a little temporary unpopularity with your peer group ... then to hell with them.”²⁵

Noten

- 1 Poor Charlie's Almanack. The Wit and Wisdom of CHARLES T. MUNGER. Virginia Beach, 2005, p. 85.
- 2 Andrew Kilpatrick. Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett. Birmingham, Alabama, 2007, p. 1342.
- 3 Andrew Kilpatrick. Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett. Birmingham, Alabama, 2007, p. 1342.
- 4 Poor Charlie's Almanack, p. 57.
- 5 Poor Charlie's Almanack (480 p.) is in eigen beheer uitgegeven door Charles Munger. Uitsluitend te bestellen via www.poorcharliesalmanack.com. De netto opbrengst gaat naar het Munger Research Center van The Huntington Library in San Marino, Californië.
- 6 Poor Charlie's Almanack, p. 224.
- 7 Poor Charlie's Almanack, p. 358.
- 8 Poor Charlie's Almanack, p. 155.
- 9 Poor Charlie's Almanack, p. 95.
- 10 Poor Charlie's Almanack, p. 144.
- 11 Andrew Kilpatrick. Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett. Birmingham, Alabama, 2007, p. 1356.
- 12 Carol J. Loomis, 'KKR: The Sequel'. Fortune, June 13, 2005, p. 36-43.
- 13 Alpesh B. Patel, 'Playing the IQ card in the investment gamble'. Financial Times, May 25, 2002.
- 14 Warren Buffett on the Stock Market. Fortune, December 10, 2001, p. 86.

- 15 Poor Charlie's Almanack, p. 52.
- 16 Poor Charlie's Almanack, p. 402.
- 17 Poor Charlie's Almanack, p. 402.
- 18 Poor Charlie's Almanack, p. 250.
- 19 Poor Charlie's Almanack, p. 251.
- 20 Poor Charlie's Almanack, p. 400.
- 21 Poor Charlie's Almanack, p. 400.
- 22 Poor Charlie's Almanack, p. 214.
- 23 Poor Charlie's Almanack, p. 276.
- 24 Poor Charlie's Almanack, p. 40.
- 25 Poor Charlie's Almanack, Opdracht: For Charles T. Munger, who, in his own words, would tell you: