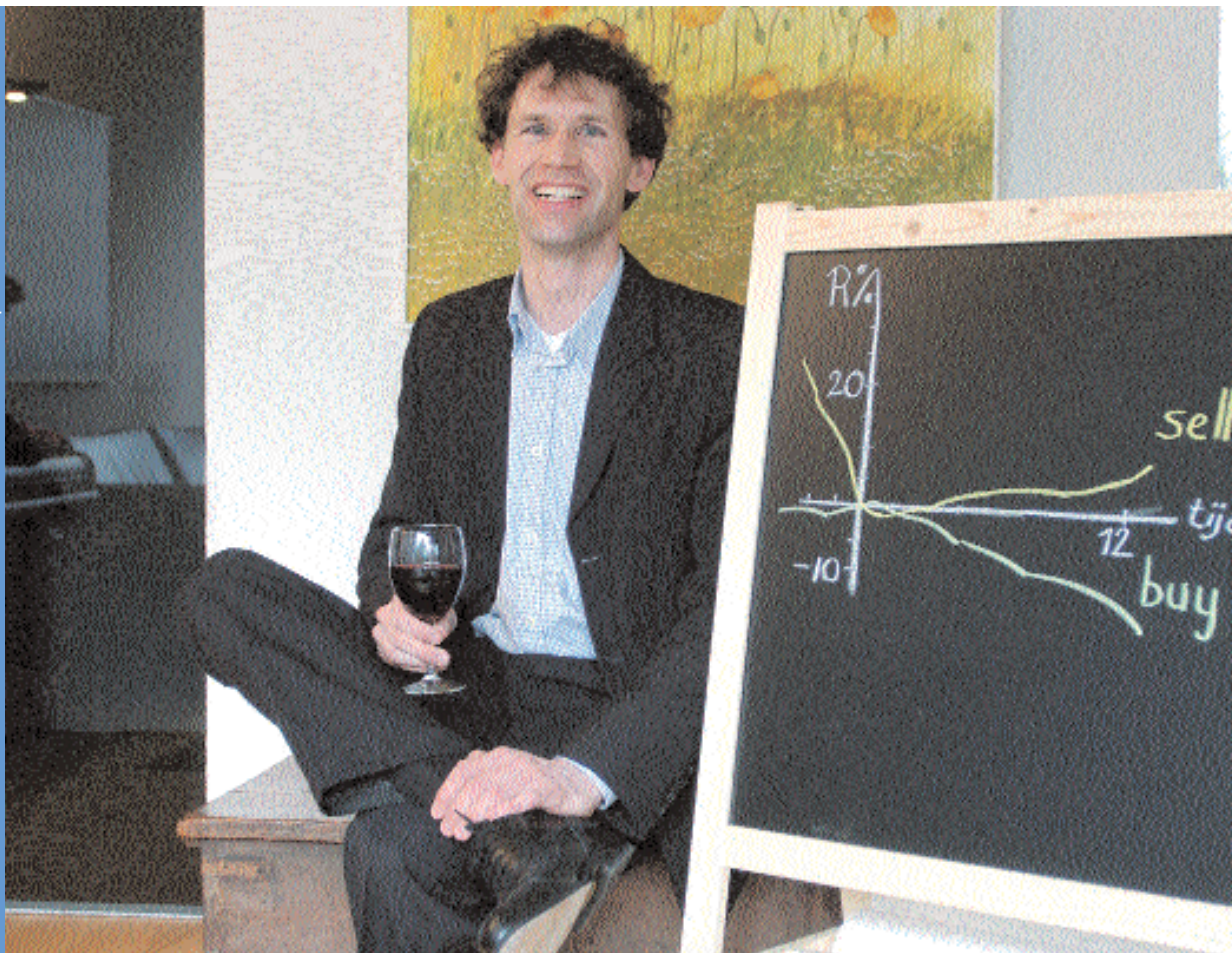


Onafhankelijke banken geven betere aandelenadviezen

Succesvolle beleggers worden dubbel beloond. Ze genieten van het spel én de knikkers. Een koor van banken staat klaar met analisten en aandelenonderzoek om de belegger terzijde te staan. Voor hen is beleggen een kunde en afgaande op de pertinentie van hun adviezen geen kunst. Die claim wordt door wetenschappers betwist. Volgens de efficiënte markthypothese komt alle publiek gemaakte informatie, zoals aandelenadviezen, onmiddellijk tot uiting in de prijzen op de financiële markten en is het onmogelijk om systematisch een positief abnormaal rendement te behalen.

In dit onderzoek worden een viertal belangenconflicten binnen banken benoemd en met een eenvoudig economisch model wordt dan de scheve verdeling van aandelenadviezen verklaard. Het theoretisch model wordt ondersteund door waarnemingen in de praktijk. De scheve verdeling is een oorzaak waarom gepubliceerde aandelenadviezen de neiging hebben om minder te renderen dan de index. De adviezen van onafhankelijke banken zijn gelijkmatiger verdeeld, dat wil zeggen dat ze minder koopadviezen geven en meer verkoopadviezen dan de grootbanken. Tot slot bevestigen ook de rendementsmetingen van gepubliceerde Nederlandse aandelenadviezen dat onafhankelijke banken beter renderende adviezen geven dan de grootbanken.

**Drs Jeroen
Kakebeeke**
RBA
senior vermogensbeheerder
aandelen bij
Interpolis
Pensioenen
Vermogensbeheer
te Zoetermeer



Belangen van beleggers

Beleggers willen een professioneel advies om zodoende een bovengemiddeld rendement te behalen. Dit wordt in de beleggingspraktijk geconcretiseerd door het behaalde rendement af te zetten tegen een gekozen aandelenindex. Vooral minder geïnformeerde particulieren moeten kunnen vertrouwen op een eerlijk financieel systeem. De belegger heeft dus baat bij ongekleurde adviezen, gelijk verdeeld naar kopen, houden en verkopen. Een gelijke verdeling valt goed te rijmen met de verdeling van aandeelrendementen uit de praktijk; deze zijn niet normaal verdeeld maar kennen dikke staarten.

Het valt op dat koopaanbevelingen 6 tot 12 keer vaker voorkomen dan verkoopadviezen¹. Deze waarneming is m.i. het indirecte bewijs dat aandelenadviezen zullen underperformen, want aandelenadviezen worden bijna altijd gerelateerd aan een marktgewogen index. Op elke 100 adviezen worden dan pakweg 20 koopadviezen te veel gegeven en 20 verkoopadviezen te weinig.

De scheve verdeling valt goed te praten wanneer de verkoopadviezen qua marktkapitalisatie gemiddeld zes keer zo groot zijn dan de koopadviezen. Gedurende de internethype was er natuurlijk wel een voorkeur voor *small-* en *midcaps*, maar de verdelingen zijn gemeten over een periode van tien jaar, dus voor en na de ICT-hype.

Vier actoren

De redenen van deze scheve verdeling van gepubliceerde aandelenadviezen liggen in conflicterende belangen van vier spelers op financiële markten. Naast de belegger onderscheid ik nog drie actoren, namelijk de bank, de corporate client en de aandelenanalist. Per actor wordt de voorkeur voor een bepaalde aandelenverdeling beschreven, waarbij het uitgangspunt de rationele en hebzuchtige *homo economicus* is.

De bank heeft baat bij adviezen die de klant er toe aanzetten om te handelen. Een houdenadvies is zodoende oninteressant, want het genereert geen commissie. Koopaanbevelingen komen vaker voor dan verkoopadviezen, om klanten er toe te bewegen meer in aandelen te beleggen.

De corporate client, van de business unit *investment banking* (bij fusies en overnames of emissies van beleggingsobjecten) of *wholesale* (wanneer leningen zijn verstrekt), wenst vaak een voorkeursbehandeling in de vorm van positief gekleurde aandeeladviezen².

Ook zijn er bedrijven bekend die zogenaamde *road shows* voor beleggers alleen deden met brokers die positief zijn over het aandeel of informatie onthouden aan analisten die negatief oordelen. Terwijl een verkoopadvies niet inhoudt dat een bedrijf slecht is, maar dat het bedrijf ten opzichte van de markt duur is. Vanuit de corporate client is er dus een neiging tot het geven van te positieve aandelenadviezen. Zeker ten tijde van de vele aandelenemissies gedurende de internethype leken analyses op marketingbrochures. De analist tracht in feite aandelenkoersen te voorspellen. Hij is net een waarzegger, maar dan zonder glazen bol. De *behavioral finance* van onder andere Nobelprijswinnaar Daniël Kahneman (2000) beschrijft zijn angst en overoptimisme. Want bang voor reputatieverlies neigt de analist naar consensus en vertoont kuddegedrag met zijn koop- en houdenadviezen. Zoals J.M. Keynes in 1936 al zei: *'Worldly wisdom teaches that it is better for reputation to fail conventionally than to succeed unconventionally'*. Verkoopadviezen zal hij daarom proberen te vermijden.

Daarnaast zijn een aantal redenen te noemen waarom analisten vaak te positief zijn:

- Operationele verbeteringen leiden lang niet altijd tot hogere marges. De concurrentie zit ook niet stil en vaak komen efficiencyverbeteringen ten goede aan de klant middels lagere prijzen;
- Acquisities zijn risicovoller dan gedacht en vaak betaalt de overnemende partij te veel (Sirower, 1997);
- Boekhoudkundige trucs worden door het management stelselmatig gebruikt om de winsten iets positiever te doen lijken dan ze werkelijk zijn. De invoering van de International Accounting Standards in 2005 en het gebruik van niet-financiële criteria zal ondernemingen transparanter en eenvoudiger maken om te vergelijken (Eccles, 2001);
- Rampen verzieken het economisch klimaat. Deze verrassingen (fraude, Azië-crisis, natuurrampen, terroristische aanslagen, oorlog) zijn per definitie niet in de verwachtingen van analisten verwerkt en werken meestal negatief door op de winstgevendheid van bedrijven.

Samenvattend heeft de belegger baat bij onafhankelijke adviezen, laten de bank en corporate client zich leiden door winstbejag, en laat de analist zich leiden door angst en overoptimisme.

Het vier actoren-model

Na de economische rationale volgt een mathematische uitwerking van het 'vier actoren-model' om de scheve verdeling van aandelenadviezen beter te begrijpen. Per actor schat ik aan de hand van zijn motief zijn voorkeur voor een bepaald aandelenadvies (zie tabel 1).

Tabel 1: voorkeuren van de vier actoren

	Buy	Hold	Sel	totaal
Belegger	33%	34%	33%	100%
Broker	80%	-	20%	100%
Corporate client	60%	40%	-	100%
Analist	50%	50%	-	100%

Vervolgens worden deze uitgewerkt voor een 'grote' en een 'kleine' bank. De grote bank bedient corporate clients en negeert belangen van beleggers. De kleine onafhankelijke bank heeft geen corporate clients en erkent de belegger als klant (zie tabel 2). In de laatste rij is het gemiddelde berekend. De kleine bank heeft duidelijk een minder schevere verdeling dan de grote bank.

Tabel 2: het vier-actorenmodel toegepast

Theorie 'Grote bank'			Theorie 'Kleine bank'			
Buy	Hold	Sell	Buy	Hold	Sell	
80%	-	20%	Broker	80%	-	20%
60%	40%	-	Corporate client	-	-	-
-	-	-	Belegger	33%	34%	33%
50%	50%	-	Analist	50%	50%	-
63%	30%	7%	Gemiddelde	54%	28%	18%

De theoretisch bepaalde scheve verdelingen van de grote en kleine bank volgens het vier-actorenmodel komen goed overeen met de praktijk. Voor de grote bank heb ik de 75.000 adviezen van Barber (2001) genomen. Voor de kleine bank neem ik de 327 adviezen van een onafhankelijke Amsterdamse bank (zie tabel 3). Maar ook eerder onderzoek van naar mogelijke belangentegenstellingen bevestigt dat kleine banken beter tegemoet komen aan de wensen van beleggers dan grote banken (Heydenrijk & Plantinga, 2002).

Tabel 3: overeenkomst theorie en praktijk

'Grote bank'			'Kleine bank'			
Buy	Hold	Sell	Buy	Hold	Sell	
63%	30%	7%	Theorie	54%	28%	18%
62%	33%	5%	Praktijk	51%	35%	14%

Tot zover maakt het vier-actorenmodel de scheve aandelenverdeling inzichtelijk. Deze scheefheid is het indirecte bewijs dat gepubliceerde aandelenadviezen minder dan index zullen renderen. Dan volgt nu onderzoek naar het directe bewijs, de rendementsmeting van adviezen.

Aandelenadviezen

De Amerikaanse onderzoekers Barber c.s. (2001) concludeerden dat analisten waardevolle informatie voor de markten ontsluiten. Die informatie wordt langzaam door de financiële markten geabsorbeerd en is het meest waardevol bij kleinere beursgenoteerde bedrijven. Analisten van grote banken geven de beste koopadviezen en kleine banken geven de beste verkoopadviezen.

Het lijkt aannemelijk dat grote banken beter renderende adviezen afgeven dan kleine banken, omdat de groten meer analisten en ondersteunende middelen kunnen inzetten en meer connecties hebben met corporate clients. Soms worden analisten in hun publicaties gehinderd door een zogenaamde *black out* periode, waarin de bank geen aandelenonderzoek mag vrijgeven over een bedrijf omdat de divisie investment banking een deal onderhanden heeft of net heeft afgerond.

Eerder onderzoek (Kakebeeke, 1999) naar de rendementsmeting van gepubliceerde aandelenadviezen van drie grootbanken in Nederland toonde een verrassend resultaat. Aandelenkoersen bleken tegengesteld aan de voorspellingen van analisten te bewegen. Zo deden de koopadviezen het 9% slechter dan de index en de verkoopadviezen juist 4% beter. Onderzoek van Snurer (2002) naar een tiental banken toonde aan dat kleinere banken betere aandelenadviezen geven dan grote banken.

Voor dit onderzoek is gebruik gemaakt van de gepubliceerde beleggingsadviezen van een kleine onafhankelijke bank in Amsterdam. Het rendement is

gemeten van 327 gewijzigde adviezen. Op het moment dat een opinie omhoog of naar beneden wordt bijgesteld is er namelijk sprake van werkelijk nieuwe informatie voor de financiële markten. Na een jaar is nog 71% van de aanbevelingen ongewijzigd.

De adviezen hebben betrekking op 85 aandelen en zijn gelijk verdeeld over AEX-fondsen, AMX-fondsen en small caps. De periode loopt vanaf 12 maart 1999 tot en met 9 april 2003. Over deze termijn is geen wezenlijk rendementsverschil gemeten tussen large- en small caps, er is dus geen size-effect aanwezig. De adviezen zijn in zes oplopende categorieën verdeeld, van Sell to Strong Buy (zie tabel 4).

Tabel 4: de adviezen van een kleine bank

Categorie	Strong Buy	Buy	Add	Hold	Reduce	Sell
% verdeling	6	14	31	35	11	3
Hoofdcategorie		Buy		Hold		Sell
% verdeling		51		35		14

De portefeuilles worden gevormd naar aanleiding van de zes categorieën. Het portefeuillerendement is het gemiddelde van de buitengewone aandeelrendementen. Het buitengewone (of abnormale) rendement is het koers- plus dividendrendement minus het rendement van de CBS-Herbeleggingsindex. De CBS-Herbeleggingsindex is een breed samengestelde index (inclusief small caps) en houdt rekening met dividuutkeringen.

De buitengewone rendementen zijn gemeten over 18 periodes, te weten een pre-event termijn van 6 periodes voor publicatie en een post-event termijn van 12 periodes vanaf publicatiedatum. De buitengewone rendementen zijn gemeten over de korte- én lange termijn in respectievelijk dagen en maanden. Daarmee kan de efficiënte markthypothese getoetst worden op een aankondigingseffect en de lange termijn voorspelbaarheid.

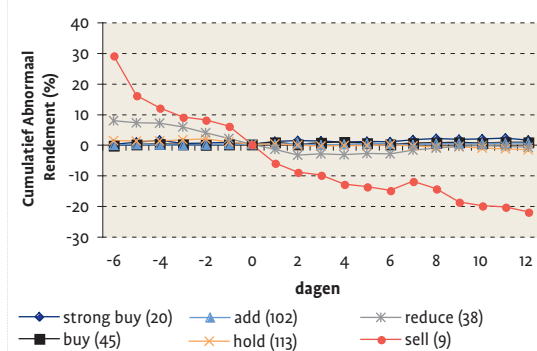
Resultaten

Op korte termijn lijken aandelenkoersen te bewegen zoals voorspeld. Het rendement is echter niet betekenisvol, behalve voor de sellportefeuille die een belangrijk negatief rendement van meer dan 20% behaalt tot 12 dagen na de adviesverlaging (zie tabel 5 en figuur 1).

Tabel 5: Korte termijn effect (tijd in dagen, cumulatief abnormaal rendement in%)

advies\periode	-6	0	6	12
strong buy	-0,1	0	0,9	1,4
buy	0,4	0	0,1	0,8
add	0,2	0	0,2	0,5
hold	-1,3	0	-0,1	-1,7
reduce	-7,8	0	-3	-0,9
sell	-29	0	-15	-22

Figuur 1: Korte termijn effect beleggingsadviezen

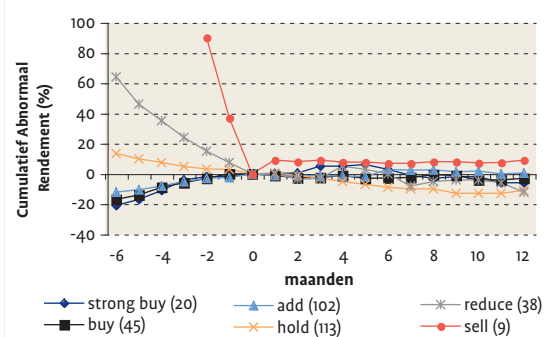


Op lange termijn zijn aandelenkoersen niet te voorspellen. Opvallend is de sterke correlatie van het advies en het rendement over zes maanden voorafgaand aan publicatiedatum. Let vooral op de sterke daling van de sellportefeuille (zie tabel 6 en figuur 2). Analisten houden blijkbaar te lang vast aan hun voormalige love-babies (Ahold, Draka, Getronics, Landis, Laurus, KPNQwest). Daardoor gaan ze op precies het verkeerde moment tot adviesverlaging over en stijgt de sellportefeuille tot 9% in de 12 maanden na het advies.

Tabel 6: Lange termijn voorspelbaarheid (tijd in maanden, cumulatief abnormaal rendement in%)

advies\periode	-6	0	6	12
strong buy	21	0	3	-6
buy	17	0	2,6	-3
add	12	0	3	0,5
hold	-13,5	0	-9	-11
reduce	-64	0	0	-12
sell	-756	0	7	9

Figuur 2: Lange termijn voorspelbaarheid beleggingsadviezen



Wanneer de aandelenadviezen worden opgedeeld naar de verschillende marktkapitalisaties (AEX, AMX en small cap) valt op dat adviezen over kleine fondsen beter renderen dan large cap-aandelen. Dit is een herhaling van de bevindingen in mijn publicatie van 1999. De analisten lijken bij onderzoek naar kleine Nederlandse fondsen een thuisvoordeel te hebben.

Ook zijn 22 eerste adviezen van de kleine bank onderzocht. Banken hanteren de term *initiating coverage* (IC) voor een eerste advies op een aandeel. De analist wordt dus niet gehinderd door aanbevelingen uit het verleden. Vanuit de literatuur is bekend dat IC's vaak koopaanbevelingen zijn op emissies. En omdat emissies een systematisch buitengewoon positief rendement laten zien, leiden de IC-koopaanbevelingen vaak ook tot een buitengewoon positief rendement.

De 22 IC's van de kleine bank hebben geen van alle betrekking op een emissie. Ze zijn gelijk verdeeld tussen hold en add en beide categorieën hebben geen voorspellende waarde.

Conclusies en verklaringen

De resultaten geven aanleiding tot de volgende conclusies:

- op korte termijn verloopt het rendement qua richting en grootte zoals voorspeld. Na transactiekosten is enkel voor de sellportefeuille abnormaal rendement te behalen. Er lijkt sprake van een *self-fulfilling prophecy*;
- op lange termijn zijn aandelenkoersen onvoorspelbaar, waarbij verkoopadviezen op het slechtst denkbare moment worden gegeven;

- de aandelenadviezen lijken te zijn ingegeven door de koersbeweging van het voorafgaand halfjaar en het advies komt daardoor als mosterd na de maaltijd;
- de aandelenadviezen van de kleine bank kennen een minder scheve verdeling dan die van grote banken. Het lijkt aannemelijk dat de analisten van een kleine bank minder naar koopadviezen toeschrijven omdat de kleine bank niet actief is met emissies en overnames voor corporate clients. Toch komen verkoopadviezen ook hier nog te weinig voor.

Eindconclusie

In overeenstemming met de efficiënte markthypothese zijn aandelenkoersen onvoorspelbaar. Beleggers dienen adviezen kritisch te blijven behandelen. De menselijke natuur van een analist is persistent. Daarom blijft de analist neigen naar overoptimisme en, uit angst voor reputatieverlies, kuddegedrag vertonen. Een integere bank zal haar analisten dwingen meer verkoopadviezen af te geven.

Het vier-actorenmodel geeft aan de hand van eenvoudige economische uitgangspunten meer inzicht in de verdeling van aandelenadviezen. Beleggers hebben baat bij een bank die de belegger als klant voorop stelt en geen andere belangen nastreeft. Institutionele beleggers waarborgen onafhankelijk aandelenonderzoek door eigen analisten te blijven koesteren. Onafhankelijkheid bij banken wordt het beste gewaarborgd door aandelenonderzoek helemaal los te koppelen van de andere bankactiviteiten, zoals corporate finance en aandelenhandel. Beleggers moeten dan naast de gewone handelscommissie apart voor onderzoek betalen. Hierdoor ontstaat ook in kostenopzicht een betere transparantie.

Onafhankelijke banken geven betere aandelenadviezen af en beleggers zullen dat belonen met meer omzet. Zo is een *triple win*-situatie voorhanden: de belegger krijgt beter renderende adviezen, de bank rendeert beter, en financiële markten (de corporate clients) zijn beter af zonder gehypte aandelenkoersen.

Literatuurlijst

- Barber, B.M., R. Lehavy, M. McNichols en B. Trueman, Can investors profit from the prophets? Security analyst recommendations and stock returns, *The Journal of Finance*, april 2001, p.531-563.
- Eccles, R.G., R.H. Herz, E.M. Keegan en D.M.H. Phillips, *The ValueReporting Revolution: Moving Beyond the Earnings Game*, PriceWaterHouse uitgave bij John Wiley & Sons, 2001.
- Heydenrijk E.Y. en A. Plantinga, De waarde van beleggingsadviezen, *ESB*, 12 april 2002, p.296-298.
- Kahneman, D., A. Tversky, *Choices, Values and Frames*, Cambridge University Press, 2000.
- Kakebeeke, J., De performancemeting van gepubliceerde aandelenadviezen. Een onderzoek naar de efficiëntie van de Amsterdamse effectenbeurs, *VBA Jaarnaal*, maart 1999, p.2-5.
- Srower, M.L., *The Synergy Trap: How companies Lose the Acquisition Game*, Free Press, 1997.
- Snurer, I., Kleine banken weten meer, *Technische en kwantitatieve analyse*, juni 2002, p. 30-32.

Noten

- 1 Eigen onderzoek naar 2.600 adviezen over de periode 1996-2003 voor de Nederlandse markt toont 6 keer zoveel koop- dan verkoopadviezen. Amerikaanse onderzoekers (Barber 2001) vinden in 75.000 adviezen voor de Amerikaanse markt 12 keer zoveel koop- dan verkoopadviezen.
- 2 Sinds eind 2001 vervullen banken voor small caps de functie van *liquidity provider*. Er is mij niet bekend dat er ook hier sprake is van een voorkeursbehandeling.

Drs Jeroen Kakebeeke RBA is senior vermogensbeheerder aandelen bij Interpolis Pensioenen Vermogensbeheer te Zoetermeer. Hij schrijft dit stuk op persoonlijke titel en dankt de referenten voor het leveren van waardevolle opmerkingen.