

Een recept voor outperformance

Beleggers zijn op zoek naar rendement. Nederland kent al meer dan een miljoen particuliere beleggers en wereldwijd zijn talloze professionele beleggers actief op de kapitaalmarkten. Hierdoor is het behalen van extra rendement geen sinecure. Volgens Fama (1970), de grondlegger van de efficiënte markthypothese (EMH), is het behalen van systematisch buitengewoon rendement alleen mogelijk met voorwetenschap. Buitengewoon rendement is gedefinieerd als het rendement dat resteert ná risicocorrectie.

Na 15 jaar discussiëren en experimenteren ben ik tot een recept gekomen dat werkt. Het gerijpte beleggingsproces is logisch en consistent, en slaat een brug tussen theorie en praktijk. Het recept voor outperformance heeft de volgende ingrediënten:

- 1 de klassieke theorie (EMH) geeft een stijlvoorkoor voor *value*-aandelen;
- 2 de moderne theorie (*behavioral finance*) vult het aan met momentum strategieën;
- 3 fundamentele analyse (bottom up stockpicking) geeft een vleugje contrair;

4 en een top-down *value*-implementatie.

Beleggen is geen exacte wetenschap, maar wel een sociale wetenschap. Bij een wetenschap zijn zowel onderzoeksmethode als resultaten meetbaar en verifieerbaar. Deze bijdrage over outperformance begint dan ook met de EMH. Het sociale aspect komt tot uiting in het besef dat beleggers zich lang niet zo rationeel gedragen als de veronderstelde *homo economicus*. Daarom zijn in paragraaf 2, twee inzichten vanuit de *behavioral finance* van wezenlijk belang voor een begrip van anomalieën op finan-

**Drs Jeroen
Kakebeeke
RBA¹,**
senior vermogensbeheerder
aandelen bij
Interpolis
Pensioenen
Vermogensbeheer
te Zoetermeer.



ciële markten. Paragraaf drie handelt over de waarde van fundamentele aandelenanalyse om de toekomst te voorspellen en een contrair standpunt in te nemen. Complementair aan de bottom-up analyse is tenslotte in paragraaf vier een top-down DCF-model van het aandelenuniversum beschreven.

De EMH

De klassieke beleggingstheorie...

De efficiënte markthypothese (EMH) is het centrale startpunt van de discussie omtrent het behalen van outperformance. De EMH stelt dat de prijzen op financiële markten alle beschikbare informatie volledig weerspiegelen. Alleen nieuwe informatie heeft nog invloed op de aandelenkoersen, die daardoor onvoorspelbaar op en neer bewegen. Het is dus niet mogelijk om met een beleggingsstrategie buitengewoon rendement te behalen, waarbij buitengewoon is gedefinieerd als het rendement dat resteert ná risicocorrectie (immers, hoe hoger het risico, hoe hoger het geëist rendement). Overigens zijn er in de financieel-economische literatuur meerdere begrippen van risico, waardoor discussies over de efficiëntie van markten altijd blijven bestaan. In de praktijk wordt outperformance normaliter gedefinieerd als elk rendement boven de benchmark.

In navolging van Fama (1991) worden onderzoeken naar marktefficiëntie veelal in drie oplopende categorieën van informationele efficiëntie ondergebracht:

- **voorspelbaarheid van rendementen:** historische informatie bevat geen voorspellende waarde voor toekomstige rendementen. Naast historische koerspatronen bevat de informatie dividendrendementen, handelsvolumes en diverse (prij)sratio's;
- **event studies:** alle publiekelijk beschikbare informatie, zoals winstcijfers en persberichten, is verwerkt in marktprijzen. Koersaanpassingen dienen onmiddellijk en volledig te zijn;
- **private information:** alle informatie, dus ook *inside information*, is verwerkt in marktprijzen. Dit zou betekenen dat managers geen buitengewoon rendement kunnen behalen door te handelen met voorkennis. Daarnaast valt hieronder de exclusieve informatie die de belegger

verkrijgt door het verrichten van (kostbaar) aandelenonderzoek.

*...leidt tot een stijlvoorkeur voor value-aandelen
In onderstaande paragrafen komen enkele baanbrekende empirische resultaten aan de orde.*

- **EMH en de voorspelbaarheid van rendementen**

Het voorspellen van rendementen blijkt te kunnen op basis van vroegere rendementen, dividendrendementen en diverse andere (prij)sratio's. Zo heeft Banz (1981) als eerste het size-effect aangetoond: ondernemingen met een relatief geringe marktkapitalisatie blijken een systematisch buitengewoon rendement te genereren. Levis (1989) meldt in zijn onderzoek dat aandelen met een lage koers-winstverhouding een jaarlijks overrendement van 7% hebben. Fama en French (1992) vinden consistent binnen verschillende decielen dat de ratio balanswaarde/marktwaarde de belangrijkste verklarende variabele is voor het te verwachten rendement van een aandeel, met daarnaast een rol voor het size-effect. Het verschil tussen het deciel met het laagste rendement (superlargecaps met een lage B/M) en het hoogste rendement (small cap en hoge B/M) is 10% per jaar. Dit value-effect is geen onomstreden bewijs, want het hogere rendement kan deels verklaard worden als proxy voor faillissementsrisico.

- **EMH en event studies**

Veel studies analyseren, nadat een bedrijf informatie openbaar maakt, de rendementen over een zeer korte periode. Bestudering van de rendementen over enkele dagen na een ondernemingsspecifieke gebeurtenis leidt meestal tot de conclusie dat binnen een dag de nieuwe informatie volledig door de markt verwerkt is. Voorbeelden hiervan zijn studies naar onverwachte dividendveranderingen (Asquith en Mullins, 1983), nieuwe aandelenemissies (Asquith en Mullins, 1986), aankondigingen van ontslagen (Kristensen, Lokere en Willeboordse 2001). Aandelsplitsingen vormen een aparte categorie, want gewone aandelsplitsingen hebben op de korte én lange termijn een positief effect. Daarentegen hebben *reverse splits* op de korte en lange termijn een negatief rendement (Desai en Jain, 1997).

- **EMH en private information**

Beleggingsfondsen genereren na aftrek van trans-

actie- en salariskosten geen buitengewoon rendement. Zowel in Amerika als in Nederland scoort 80% van de wereldwijd beleggende fondsen minder dan de MSCI-index². Soms lukt het ze wel om de gemaakte kosten terug te verdienen, een resultaat dat consistent is met de afgezwakte definitie van de EMH.

De aandelenadviezen van Amerikaanse brokers genereren buitengewoon rendement. De gemaakte kosten voor het verkrijgen van private informatie worden soms méér dan gecompenseerd door hogere rendementen. Dit is niet consistent met de (afgezwakte) definitie van de EMH. In Nederland kun je beter contrair aan gepubliceerde aandelenadviezen beleggen (Kakebeek, 2004). Dat je op deze manier winst kunt maken baart opzien. De resultaten zijn niet consistent met de EMH, maar wel te verklaren op grond van economische theorie, zoals de *behavioral finance*.

Samenvattend is binnen het denkraam van de klassieke theorie buitengewoon rendement te behalen als je zogenaamde *value*-aandelen (zie ook Haugen, 1999) selecteert met:

- a een *hoge cash flow* ten opzichte van de marktwaarde
- b een *hoge winst* ten opzichte van de marktwaarde
- c een *hoge omzet* ten opzichte van de marktwaarde
- d een *hoge boekwaarde* ten opzichte van de marktwaarde
- e een *kleine marktkapitalisatie*
- f en handelen op basis van *aandelensplitsingen* vormt de *icing on the cake*.

Een particuliere belegger kan hier stoppen met lezen en een *value*-beleggingsfonds selecteren. Voor een professionele belegger is nog maar de eerste stap gezet. Bij het hanteren van een *value*-stijl zullen financiële consultants de rendementen langs een *value*-benchmark leggen. Dan zijn er vervolgstappen nodig om tot outperformance te komen.

Overigens moet m.i. een professionele vermogensbeheerder kunnen inspelen op wisselende beleggingsstijlen, al naar gelang de omstandigheden op financiële markten en de Juglar-cyclus in de reële economie. Zo beschreef ik in 1996 het fenomeen *crap-ralley* met aandelen die als supergroeiers te

bestempelen zijn: 'Koop cyclicals na een recessie. Het natuurlijke selectiemechanisme van de vrije markt scheidt automatisch de levensvatbare van de ten dode opgeschreven bedrijven. De overlevende cyclicals hebben zich als afgeslankte organismen aangepast aan hun dynamische omgeving. Ze zijn *leaner and meaner* dan gemiddeld en hun aandelprijs stijgt sneller dan gemiddeld.' Nota bene: het is niet toevallig dat de bioloog Darwin zijn *Survival of the Fittest* baseerde op de economische inzichten van Adam Smith' *Wealth of Nations* uit 1776.

Behavioral Finance

De moderne beleggingstheorie...

Economie en beleggingskunde zijn geen exacte wetenschappen. De mens is er als zachte factor bij betrokken. De *behavioral finance*, van onder andere Nobelprijswinnaar Kahneman (2000), concentreert zich op de beperkingen en irrationaliteit van beleggers in het algemeen en vermogensbeheerders in het bijzonder. Zo lijden beleggers aan hokjesgeest, zelfoverschatting, overoptimisme, kuddegedrag, en zijn ze risicomijdend in een winstsituatie en risicozoekend in een verliessituatie.

...leidt tot momentum strategieën

De Bondt en Thaler (1985 en 1987) hebben de *winner-losers* anomalie ontdekt. Aandelen die in een periode van 3 jaar het best presteren, *winner*s, blijven in de daaropvolgende periode juist slecht te renderen. Andersom geldt nog sterker dat *losers*, aandelen die eerst drie jaar slecht renderen, de daaropvolgende periode van drie jaar de markt outperformen. Op basis van een strategie waarin men *winner*s verkoopt (short gaat) en *losers* koopt, behaalde men een overrendement van 8% per jaar.

Financiële markten leiden aan overreactie en traagheid (Chan, Jegadeesh, Lakonishok, 1996). Ook op de korte termijn van enkele maanden kan een belegger meedrijven op het sentiment, alhoewel het lange termijn effect robuuster is. Winstverwachtingen van aandelenanalisten worden laat aangepast, zeker bij bedrijven met een slecht koersverloop. De markt hypt een goed bedrijf tot luchtkasteel en stigmatiseert een slecht bedrijf zodanig dat het de aandelen in de grond stampt. Beleggers verliezen geregeld de fundamentele

ondernemingswaarde uit het oog. Dit alles leidt ertoe dat regelmatig een hele kudde beleggers zijn oordeel moet wijzigen.

Naast de eerder genoemde onderzoeken worden de resultaten recentelijk bevestigd (Hogan c.s. (2003). Aandelenkoersen zijn op korte en lange termijn mean-reversing, ze tenderen naar het gemiddelde. Het gevolg is dat momentum strategieën buitengewoon rendement opleveren. Gebruik in aanvulling op de eerste value-selectie criteria daarom deze handelsstrategie:

- g op korte termijn (6 maanden) moet je *wINNERS* kopen en *losERS* verkopen
- h op lange termijn (3 jaar) moet je *losERS* kopen en *wINNERS* verkopen

Fundamentele analyse

De bottom-up stock-picking...

Fundamentele ondernemingswaardering maakt veronderstellingen kwantificeerbaar en legt de drivers van aandeelhouderswaarde bloot. De strategie van een bedrijf komt tot uiting in een waarderingsmodel aan de hand van:

- a operationele activiteiten: ontwikkelingen van omzet, kosten, winst en operational leverage;
- b *merger, acquisition and disposal*: overnames en deelverkoop zijn een natuurlijk fenomeen bij de levenscyclus van organisaties. Sirower (1997) heeft aangetoond dat de helft van de overnames niet succesvol is en waarde vernietigt. Deze overnames werden eufemistisch 'strategisch' genoemd;
- c *financial engineering*: de onderneming kan financiële titels uitgeven of terugkopen om de balans en winst per aandeel te managen, los van operationele activiteiten.

De meest gebruikte methode van ondernemingswaardering is het Discounted Cash Flow model. In mindere mate wordt het Dividend Discount model en Economic Value Added gehanteerd. Vaak zie je peer group vergelijkingen met onder andere: P/B, P/E, P/S, PE/G, EV/EBITDA, DCF, DDM, EVA, Sum-Of-The-Parts en industriespecifieke grondslagen (omzet of winst per werknemer of klant). Als de berekende waarde afwijkt van hetgeen beleggers op de financiële markten voor het bedrijf betalen, is het aandeel koop- of verkoopwaardig.

...leidt tot contraire beleggingen

Managementgoeroes Peters and Waterman schreven in 1982 de bestseller: *In search of excellence: lessons from America's best-run corporations*. Aan de hand van zes indicatoren selecteerden zij over de afgelopen 20 jaar de tien beste bedrijven.

Een vervolgonderzoek van Clayman (1987) toonde aan dat deze tien beste bedrijven slechter werden en dat de slechte bedrijven juist beter werden! In een competitieve wereld lijkt het onmogelijk om altijd de beste of slechtste te blijven, want alle indicatoren tenderen naar het gemiddelde. Het extrapoleren van cijfers is een verraderlijke valkuil. Laat daarom het verleden niet maatgevend zijn.

Fundamentele analyse kan een belegger zelfvertrouwen geven om contrair te handelen, maar leidt niet automatisch tot *value*-strategieën, getuige de TMT-hype. Contrair beleggen leidt vaak tot het verkopen van kwaliteitsbedrijven (groeiaandelen) en het kopen van waarde-aandelen. De vermogensbeheerder die contrair handelt en niet wordt begrepen door de opdrachtgever, loopt een risico eerder ontslagen te worden bij underperformance. Keynes verwoordde het in 1936 aldus: *'Worldly wisdom teaches that it is better for reputation to fail conventionally than to succeed unconventionally.'*

Dit persoonlijke risico kan vermogensbeheerders er toe aanzetten om dan maar in groei te beleggen, een angstvlucht naar zogenaamde kwaliteitsbedrijven. De horizon van een concurrentievoordeel van kwaliteitsbedrijven wordt systematisch overschat. Oppervlakkig gezien is het aandelenrisico van laag gewaardeerde bedrijven hoger, maar bij *value*-aandelen zijn de risico's al meer dan voldoende ingeprijsd. Bovendien worden de herstructureringen van slechte bedrijven onderschat.

Bedrijven kennen dus ook een *reversion to the mean* als het gaat om operationele winst. Beleggers betaalden in 1982 de hoofdprijs voor het mandje met tien *America's best-run corporations*. De kwaliteitsaandelen werden dubbel gestraft: allereerst een lagere winst per aandeel en daarbovenop een lagere koers/winst verhouding. Dit combineert logisch met de *wINNERS-losERS* anomalie van DeBondt en Thaler. Daaruit volgt dat een belegger met een strategie waarbij kwaliteitsbedrijven – te dure aandelen – worden aangekocht, afstevent op een systematische underperformance.

Top down implementatie value-stijl

De *value*-stijl implementeer ik middels mijn eenvoudige DCF-waarderingsmodel van het universum. Het model geeft naast een eerste screening op vreemde waarderingsmodellen ook een helicopterview op de hele aandelenmarkt en is een hulpmiddel bij sectorkeuzes. Het probeert consistentie af te dwingen tussen macro, meso en micro-niveaus.

De tegenstelling *value* versus *growth* is geboren uit de wetenschap, omdat die strategieën zich aan de uitersten van een continuüm bevinden. De pure *value*-benadering selecteert enkel op hoge ratio's als B/P, CF/P of E/P. Dat doet de werkelijkheid geen recht. Daarom wordt *value* in combinatie met groeiverwachtingen gezien.

De DCF analyse verdisconteert toekomstige cash flows met de gemiddelde vermogenskostenvoet. De input van het model wordt gevormd door driejarige cash flow taxaties en een geschatte groei-voet voor meerdere jaren daarna. De cash flows per aandeel kunnen komen van sell side analisten of volgen uit eigen aandelenonderzoek. De geschatte groei voor de jaren daarna tendert in principe naar een laag gemiddelde, omdat concurrentievoor- of nadelen van tijdelijke aard zijn. Daarmee wijkt het model af van consensus en creëert het een voorkeur voor *value* ten koste van groeiaandelen.

In afwijking op de traditionele DCF-methode houdt het model voor alle bedrijven een gelijke gemiddelde vermogenskostenvoet (WACC) aan. De theorie die de WACC precies uitrekent geeft een schijnzekerheid, want de WACC is zelden stationair en vaak *mean reversion*. Allereerst kunnen beta's uit het verleden, berekend over de afgelopen 36 of 60 maanden, flink afwijken van toekomstige beta's. Daarnaast hebben scherp gefinancierde bedrijven volgens de theorie een kostenvoordeel, en ruim gefinancierde bedrijven een kostennadeel. Maar dat lijkt een kortzichtige gedachte. We hebben maar al te vaak gezien dat scherp gefinancierde bedrijven een hoger risico kennen en geremd worden in de uitvoering van hun strategie. En bedrijven met een geldoverschot kunnen aandeelhouders tevreden stellen met een dividendverhoging, aandeleninkoop of overname, waardoor hun verhouding tussen vreemd en eigen vermogen gunstiger wordt.

Conclusie

De beleggingstheorieën van de efficiënte markthypothese (EMH) en *behavioral finance* leiden tot een strategie die *value*-aandelen en momentum combineert. Beleggen volgens consensus geeft geen out-performance. Fundamentele analyse helpt om af te wijken van de heersende opinie en contrair handelen brengt resultaat.

Als *value*-aanhanger moet ik de lezer nog een waarschuwing meegeven. Beleggingstijlen kennen in zekere mate ook *mean reversion*. Bedenk dat voor elk van de afgelopen vier jaren *value* al out-performance heeft laten zien. 2005 zou best eens een jaar van de groeiaandelen kunnen zijn. Jaja, beleggen blijft mensenwerk en is geen sinecure.

Literatuurlijst

- Asquith, P. and D.W. Mullins (1983), The impact of initiating dividend payments on shareholders' wealth, *Journal of Business*, p.77-96.
- Asquith, P. and D.W. Mullins (1986), Equity issues and offering dilution, *Journal of Financial Economics*, p.61-89.
- Banz, R.W. (1981), The relationship between return and market value of common stocks, *Journal of Financial Economics*, p.129-156.
- Chan, L.K.C., N. Jegadeesh, J. Lakonishok (1996), Momentum Strategies, *Journal of Finance*, p.713-735.
- Clayman, M. (1987), In search of excellence: The investor's viewpoint, *Financial Analysts Journal*, May-June, p.54-63.
- De Bondt, W.F.M., and R.H. Thaler (1985), Does the Stock Market Overreact?, *Journal of Finance*, p.793-805.
- De Bondt, W.F.M., and R.H. Thaler (1987), Further Evidence on Investor Overreaction and Stock Market Seasonality, *Journal of Finance*, p.557-581.
- Desai, H. and P.C. Jain (1997), Long-Run Common Stock Returns Following Stock Splits and Reverse Splits, *Journal of Business*, July, p.409-433.
- Fama, E.F. (1970), Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, *Journal of Finance*, p.383-417.
- Fama, E.F. (1991), Efficient Capital Markets: II, *Journal of Finance*, No. 5, December, p.1575-1617.
- Fama, E.F. and K. French (1992), The Cross Section of Expected Stock Returns, *Journal of Finance*, p.427-466.
- Haugen R.A., 1999, The New Finance, The Case Against Efficient Markets, *Prentice Hall*.
- Haugen R.A., 1999, The Inefficient Stock Market, What Pays Off and Why, *Prentice Hall*.

- Hogan, S., R. Jarrow, M. Teo and M. Warachka (2003), Testing Market Efficiency using Statistical Arbitrage with Applications to Momentum and Value Strategies, *Working Paper*.
- Kahneman, D., A. Tversky (2000), Choices, Values and Frames, *Cambridge University Press*.
- Kakebeeke, J. (2004), Onafhankelijke banken geven betere aandelenadviezen, *VBA Journaal*, Voorjaar Nr.1, p.21-26.
- Kristensen, J., M. Lokere en J. Willeboordse (2001), Market Reaction on Corporate Layoffs, *Working Paper EUR*.
- Levis, M. (1989) Market Size, PE Ratios, Dividend Yield and Share Prices: The UK Evidence. A Reappraisal of the Efficiency of Financial Markets, *Springer-Verlag*.
- Sirower M.L. (1997), The Synergy Trap: How Companies Lose the Acquisition Game, *Free Press*.

Noten

1. De auteur schrijft dit stuk op persoonlijke titel en dankt Dirk de Jong en een anonieme referent voor het leveren van waardevolle opmerkingen.
2. Persbericht www.morningstar.nl, 18 december 2004.