



## De waarde van beleggingsadviezen

**Auteur(s):**

Petersen, C.

*Zelfstandig consultant voor financiële dienstverleners (Petersen-Consult). De auteur is J. Frijs van het ABP erkentelijk voor het doornemen van het concept van dit artikel.***Verschenen in:**

ESB, 83e jaargang, nr. 4180, pagina 915, 4 december 1998

**Rubriek:****Trefwoord(en):**

beleggen, aandelen

*De beleggingsadviseurs faalden gedurende de recente grote bewegingen op de beurs.*

**Het creëren van 'klantwaarde', ofwel toegevoegde waarde voor de klant, wordt (ook) in de wereld van financiële dienstverleners steeds belangrijker. De adviezen voor beleggen in aandelen zijn relatief eenvoudig in klantwaarde te vertalen. Deze adviezen omtrent het totale beursklimaat en voor het kopen, houden of verkopen van bepaalde aandelen worden frequent gepubliceerd. Doel is uiteraard dat de klant door het ter harte nemen van deze adviezen er beter van wordt.**

Hieronder zal worden nagegaan in hoeverre dit wordt gerealiseerd. Daarna zullen de uitkomsten in een breder kader worden geplaatst door de resultaten van 174 aandelenbeleggingsfondsen over de afgelopen drie jaar na te gaan. Want ook hier is het de bedoeling dat professionele beleggingsinbreng tot betere beleggingsresultaten leidt. Tot slot zal worden ingegaan op de betekenis van de uitkomsten voor transparantie, een begrip dat eveneens steeds centraler komt te staan op de markt van financiële dienstverlening.

### Beleggingsadviezen

Het geven van beleggingsadviezen is een belangrijke taak voor banken en commissionairshuizen. Het gaat hier om het adviseren bij de spreiding van de te beleggen middelen over de verschillende beleggingscategorieën, zoals aandelen, obligaties en onroerend goed, en vervolgens over de feitelijke invulling daarvan per categorie.

Elke zichzelf respecterende bank of commissionairshuis steekt veel energie in de afdeling voor aandelenadviezen. De beleggingsanalisten ontwikkelen op basis van uiteenlopende informatie omtrent macro-, sector- en uiteraard bedrijfsontwikkelingen, een mening omtrent de aandelenmarkt in totaliteit en afzonderlijke aandelen. Deze mening wordt door beleggingsadviseurs gebruikt om hun klanten te adviseren. De aanbevelingen worden daarnaast ter profilering van de desbetreffende instelling ook veelal gepubliceerd, zodat iedereen er, althans in principe, zijn voordeel mee kan doen. De kernvraag is nu welke toegevoegde waarde beleggingsadviezen voor de klant bieden.

Om het antwoord hierop na te gaan zijn via een 'quick scan' de resultaten onderzocht van het opvolgen van concrete beleggingsadviezen van ongeveer vijftien banken, waaronder de top drie, en commissionairshuizen. Per instelling wordt wekelijks een koop-, houd- of verkoopadvies gegeven voor elke van de 27 fondsen die deel uitmaken van de AEX<sup>1</sup>. In totaal gaat het wekelijks om zo'n 360 à 380 uitgebrachte adviezen.

Als eerste peildatum is gekozen voor afgelopen medio juli, toen de AEX-index een record van 1316 boekte, en als tweede datum voor begin oktober, toen de tot dusver laagste stand van de AEX-index in 1998 van 828 werd bereikt. De resultaten staan in [tabel 1](#).

**Tabel 1. Beleggingsadviezen medio juli en begin oktober 1998 (% van het aantal adviezen)**

AEX	1300	830
kopen	47	44
houden	44	45
verkopen	9	11

Uit de tabel blijkt dat op het hoogtepunt van de aandelenmarkt bijna de helft van de adviezen koopadviezen betrof. Dat de beleggingsanalisten vast gestemd waren op de aandelenmarkt blijkt ook uit het feit dat de som van koop- en houdadviezen medio juli ruim negentig procent bedroeg. Met nog geen tien procent van de adviezen, mits opgevolgd, zou men goed hebben gezeten.

Veel professionele belegginganalisten verwachtten op dat ogenblik kennelijk een nog verder stijgende beurs. Een enkel voorbeeld ter illustratie. ING Barings noemt een koerspotentieel voor ABN-AMRO van plus 25 à 40%. Dit betekent uitgaande van een koers medio juli van f 52 een koersdoel van ABN-AMRO van zo'n f 65 à f 70. Zelfs bij een wereldwijde crisis werd nog een koersstijging verwacht van 5 à 10%. De realiteit was een koersdaling in de volgende maanden tot een dieptepunt van f 28.

Duidelijk is dat medio juli de overgrote meerderheid van de beleggingsanalisten de algemene ontwikkeling van de beurs verkeerd heeft ingeschat. Als excuus zou opgevoerd kunnen worden dat de gegeven adviezen niet de pretentie hebben om een uitspraak te doen over het algemene beursklimaat, maar slechts over verwachtingen van afzonderlijke fondsen ten opzichte van de AEX-index. Het gaat dan om het veel beperktere advies of een bepaald fonds ten opzichte van de AEX beter, slechter of gelijk zal presteren. Alhoewel dit voorbehoud van een beperkte interpretatie van de analistenadviezen niet wordt vermeld, en het hiervoor gegeven voorbeeld ook anders doet vermoeden, zal ook het resultaat van de gegeven adviezen bij deze beperkte interpretatie nagegaan worden.

Aan de hand van het aantal keren dat banken of commissionairshuizen een koop- of verkoopadvies gaven, is een top drie van meest genoemde koop- dan wel juist verkoopwaardige AEX-fondsen opgesteld [2](#).

Vanaf omstreeks het hoogtepunt medio juli 1998 tot omstreeks het dieptepunt begin oktober 1998 verloor de AEX 32%. De drie meest, bijna unaniem, genoemde koopwaardige fondsen halveerden in nog geen drie maanden tijd in waarde. Van de drie meest geadviseerde verkoopwaardige fondsen boekten er twee juist een veel beter resultaat dan de AEX-index. Uitsluitend het opvolgen van het verkoopadvies Hoogovens zou nuttig zijn geweest (zie [tabel 2](#)). Samenvattend: van de zes meest genoemde koop- en verkoopadviezen zaten er vijf volledig naast. Er werd expliciet aanbevolen om fondsen te kopen die het korte tijd later veel slechter zouden doen dan de index, en om fondsen te verkopen die, op één uitzondering na, veel beter zouden presteren dan de AEX-index.

**Tabel 2. Top drie koop- en verkoopadviezen juli 1998**

	koers		verandering %
	14 juli	6 oktober	
Kopen <sup>a</sup>			
ING (12x)	150	77	-49
OCE (12x)	89	44	-51
Hagemeyer (11x)	89	46	-48
Verkopen			
Polygram (5x)	107	104	-3
Hoogovens (4x)	92	49	-47
Koninklijke Olie (3x)	106	93	-13
AEX	1289	878	-32

a. Tussen haakjes staat het aantal gegeven koop- resp. verkoopadviezen.

Ook bij een beperkte interpretatie van de gegeven adviezen, te weten geen absolute betekenis maar relatief ten opzichte van de index, valt het resultaat dus niet mee. De klant die deze adviezen volgde, zou in de beschouwde periode beter af zijn geweest als de koop- en verkoopadviezen omgekeerd zouden zijn geweest!

### Beursherstel

Dit betreft slechts één periode van hoogte- naar dieptepunt van de beurs. Ter aanvulling van deze globale indruk is daarom ook gekeken naar de daaropvolgende periode van beursstijging. Uitgangspunt hierbij zijn de gepubliceerde AEX-aandelenadviezen van begin oktober en de realisatiecijfers hiervan eind november 1998.

In deze periode is de AEX-index 27% gestegen. Uit [tabel 3](#) blijkt dat het opvolgen van het koopadvies Hagemeyer met een koersstijging van 48% gunstig zou zijn uitgepakt ten opzichte van de AEX-stijging. De andere twee koopadviezen van vrijwel alle banken en commissionairshuizen, VNU en Wolters Kluwer, boekten juist een veel minder grote stijging dan de AEX in totaliteit.

**Tabel 3. Top drie koop- en verkoopadviezen oktober 1998**

	koers		verandering %
	14 juli	6 oktober	
Kopen <sup>a</sup>			
VNU (13x)	58	66	14
Wolters Kluwer (13x)	324	374	15
Hagemeyer (12x)	46	68	48
Verkopen			
KPN (8x)	60	83	38
Hoogovens (6x)	49	59	20
Koninklijke Olie (4x)	93	92	-1
AEX	878	1115	-27

a. Tussen haakjes staat het aantal gegeven koop- resp. verkoopadviezen.

Bij de verkoopadviezen was Koninklijke Olie een schot in de roos. Dat kan niet gezegd worden van het meest genoemde verkoopadvies, KPN. Dit aandeel had met een fors hogere koersstijging dan de AEX idealiter juist onder de koopadviezen behoren staan! Van de zes meest genoemde adviezen blijken derhalve twee (Hagemeyer en Koninklijke Olie) duidelijk toegevoegde waarde te hebben ten opzichte van de index, één enigszins (Hoogovens), terwijl voor de andere drie het tegendeel geldt.

Al met al is het beeld van de waarde van beleggingsadviezen voor deze periode beter dan voor de eerste waarnemingsperiode.

Het is verleidelijk om uit deze waarnemingen af te leiden dat analisten vooral mooi weer-zeilers zijn, die, als er zwaar weer aanbreekt, het ook niet meer weten. Ook duidt het gegeven uit [tabel 1](#) dat, wat de beurs ook doet, het aantal koop- en houdadviezen zo'n negentig procent bedraagt en het aantal verkoopadviezen zo'n 10% niet op een erg alert inspelen op beursontwikkelingen. Het lijkt er veel op dat analisten te lang en tevens te massaal aan een eenmaal gevormde mening vasthouden.

Kortom, achter de waarde van op analistenrapporten gebaseerde door banken en commissionairshuizen opgestelde beleggingsadviezen kan in meerderheid een groot vraagteken worden gezet [3](#).

## Beleggingsfondsen

Tegen de voorgaande conclusie zou ingebracht kunnen worden dat het slechts om twee korte waarnemingsperioden gaat en om een relatief klein aantal onderzochte beleggingsadviezen. Daarom is het des te interessanter om de koersontwikkeling op langere termijn van professioneel beheerde aandelenbeleggingsfondsen af te zetten tegen de relevante index. Verondersteld mag immers worden dat de door beleggingsanalisten extern uitgedragen inzichten ook intern een belangrijke leidraad vormen voor het door een bank of andere vermogensbeheerder zelf te voeren beleggingsbeleid.

In [tabel 4](#) is daartoe nagegaan wat de prestaties van naar belegd gebied onderverdeelde aandelenbeleggingsfondsen, afgezet tegen de voor dat gebied geldende index, zijn [4](#).

**Tabel 4. Driejaars-prestaties aandelenbeleggingsfondsen**

	aantal	beter dan index <sub>a</sub>	slechter dan index <sub>a</sub>
		%	%
Nederland	22	36	64
Europa	26	19	81
Noord-Amerika	22	9	91
Wereldwijd	30	30	70
Verre Oosten	31	16	84
Japan	21	29	71
Overig <sup>b</sup>	32	50	50
Totaal	174	29	71

a. Dit betreft steeds de, toonaangevende, MSCI-index, voor de genoemde regio (Morgan Stanley Capital International).  
b. Betreft: Verenigd Koninkrijk, Emerging Markets, Latijns Amerika, Oost-Europa en Hong Kong/China.

Het gaat hier naast beleggingsfondsen die beheerd worden door Nederlandse banken, verzekeraars en beleggingsinstellingen ook om door buitenlandse vermogensbeheerders belegde fondsen. Aangegeven is per regio welk percentage van de beschouwde beleggingsfondsen de afgelopen drie jaar beter dan wel slechter heeft gepresteerd dan de voor de regio relevante index.

[tabel 4](#) laat zien dat van de op Nederland gerichte 22 aandelenbeleggingsfondsen ruim een derde de afgelopen 36 maanden de index heeft verslagen, en bijna tweederde de index voor moest laten gaan. Deze beleggingsfondsen hadden achteraf gezien beter eenvoudigweg de index kunnen volgen. Dit had bovendien ook belangrijk in overheadkosten, waaronder analysekosten, en transactiekosten kunnen uitmaken. Wat verder opvalt is dat de positieve scores veel dichter in de buurt van de index blijven dan de negatieve. Want terwijl de index in de afgelopen 36 maanden een waardegroei voor de Nederlandse aandelen laat zien van 121%, scoort het best presterende fonds 137%, maar het slechtst presterende fonds slechts 10% groei.

Beleggingsfondsen die op andere regio's zijn gericht presteren, met uitzondering van de categorie overig, nog bescheidener dan op Nederlandse aandelen gerichte beleggingsfondsen. Het heeft er dus veel van weg dat beleggingsfondsen structureel slechter presteren dan de index. Dit blijkt ook uit de laatste regel: de kans dat een klant een beleggingsfonds treft dat de index verslaat, is nog geen dertig procent. Het beleggen via beleggingsfondsen omdat daarmee een hoger rendement wordt verwacht, heeft daardoor meer weg van een loterij. Het nemen van een nog langere periode, te weten de afgelopen zestig maanden, levert een zelfde negatief beeld op.

Korte en langere termijnresultaten duiden niet op een substantiële toegevoegde waarde van professionele beleggingsanalyse en daarop gebaseerde inzichten. Renderende inzichten lijken eerder uitzondering dan regel, en verdienen dan ook om pregnanter onder de aandacht gebracht te worden van klanten, want de belangen zijn groot.

## Transparantie

Bij aandelenbeleggingen gaat het om grote belangen. Zo waren begin oktober 1998 de aandelen in Nederland zo'n f 80 mrd in waarde gedaald ten opzichte van het eerder bereikte AEX-hoogtepunt. Alhoewel deze dalingen door het daarna opgetreden herstel voor een

deel zijn gecompenseerd, geven dit het belang van juiste beslissingen, en daarmee effectieve aandelenanalyses aan. Dit geldt zowel voor institutionele beleggers, pensioenfondsen en verzekeraars, beleggingsinstellingen, als voor particulieren.

Naast de 'vrije' beleggingen in aandelen of beleggingsfondsen is voor de particuliere markt steeds meer van belang dat het bereiken van specifieke doeleinden via beleggingsverzekeringen of soortgelijke bancaire producten gekoppeld wordt aan beleggingen<sup>5</sup>. Zo liggen bij bijvoorbeeld beleggershypotheeken en vormen van individueel pensioensparen (op basis van beschikbare premieregelingen) de winst- én verlieskansen, voortvloeiend uit de gekozen beleggingen, volledig bij het individu. Daar het hier gaat om zeer wezenlijke financiële zaken als het te zijner tijd kunnen aflossen van een hypotheek en bereiken van een verwacht pensioenniveau, is adequate advisering belangrijk. Waar men bij dergelijke hypotheek- en pensioenproducten slechts de keus heeft uit een beperkt aantal huisbeleggingsfondsen, worden de prestaties van deze fondsen belangrijker. Al met al zijn er veel redenen die pleiten voor een grotere transparantie van de uitkomst van beleggingsadviezen en het behaalde rendement van beleggingsfondsen, en daarmee impliciet omtrent de resultaten van professionele beleggingsanalyse.

Enkele suggesties hiervoor zijn:

» Periodieke evaluatie van de aanbevelingen versus realisatie van beleggingsadviezen, leidend tot een jaarlijkse rangschikking van financiële instellingen naar prestaties. Dit zou veel van de schijnbare vrijblijvendheid van de huidige adviezen wegnemen.

» Vermelden van de resultaten van beleggingsfondsen over bijvoorbeeld de afgelopen drie jaar ten opzichte van de relevante index in advertenties, offertes en dergelijke.

Meer transparantie zou, net als bij pensioenfondsen, een belangrijke impuls geven aan het inzichtelijk maken van werkelijke prestaties op de markt van financiële dienstverlening.

## Samenvatting

Uit een quick scan van de aandelenbeleggingsadviezen van banken en commissionairshuizen blijkt onder meer dat:

» op het hoogtepunt van de aandelenmarkt medio juli 1998 ruim 90% van de adviezen gericht was op het kopen of houden van AEX-aandelen;

» ook vergeleken met de AEX-index zou het opvolgen van deze op professionele beleggingsanalyse gebaseerde aanbevelingen verkeerd uitpakken hebben, want

» de drie meest en vrijwel unaniem aanbevolen koopwaardige fondsen daalden daarna juist veel meer dan de AEX-index, terwijl twee van de drie meest geadviseerde te verkopen fondsen de maanden daarna juist beter zouden presteren dan de AEX-index;

» alhoewel de begin oktober op het dieptepunt van de aandelenmarkt uitgebrachte adviezen beter scoren, gaat men daar toch nog de fout in met de helft van de aanbevelingen.

Omdat verondersteld mag worden dat de op basis van analyserapporten extern uitgedragen inzichten ook intern leidraad vormen voor het beheer van beleggingsfondsen, zijn eveneens de resultaten van beleggingsfondsen nagegaan. Uit de vergelijking van deze resultaten met de relevante index blijkt dat een ruime meerderheid slechter scoort dan de index. Ook op langere termijn loopt de klant die vertrouwt op professionele beleggingsinzichten derhalve een substantieel risico dat de toegevoegde waarde hiervan veel minder is dan verwacht.

Omdat zowel voor particulieren als institutionele beleggers het belang van goede beleggingsresultaten steeds groter wordt, is een transparantie van de resultaten van professionele beleggingsadviezen nodig. Suggesties hiervoor zijn periodieke rangschikking van financiële instellingen naar beste adviesprestaties en het vermelden van de behaalde resultaten van beleggingsfondsen vergeleken met de relevante index in advertenties.

Dit zal het voor de klant gemakkelijker maken om beter presterende financiële instellingen te herkennen, en tevens is het voor deze financiële dienstverleners een goede mogelijkheid om zich te onderscheiden.

Zie ook:

H. Zonnenberg e.a., [Kopen, houden of verkopen](#), *ESB*, 4 december 1998, blz. 912-914.

J. de Haan e.a., Nawoord: [Twee uitkomsten vergeleken](#), *ESB*, 4 december 1998, blz. 918

---

<sup>1</sup> Dit wordt o.m. gepubliceerd in het beleggersblad *Beleggersbelangen*, waaraan ook de verdere hier gebruikte informatie over adviezen en de realisatie hiervan is ontleend. Omdat het aantal adviserende instellingen kan variëren, en soms over een bepaald aandeel geen advies wordt uitgebracht, kan het aantal uitgebrachte adviezen per week enigszins variëren.

<sup>2</sup> Bij een gelijk aantal aanbevelingen voor de derde positie is gekozen voor het fonds met de grootste gemiddelde aandelenomzet in gulden op jaarbasis.

<sup>3</sup> Dit beeld wordt bevestigd indien van de meest gegeven koop- en verkoopadviezen van 14 juli uit tabel 2 de resultaten tot 25 november

worden nagegaan. In deze periode is de AEX dertien procent gedaald. De drie medio juli als meest verkoopwaardig aanbevolen fondsen zakten met gemiddeld veertien procent ongeveer even veel. De drie meest als koopwaardig geadviseerde fondsen zijn daarentegen met een gemiddelde waardedaling van 23% juist veel meer gedaald dan de AEX. Van de zes adviezen zou in deze periode slechts één advies meerwaarde hebben, te weten het verkoopadvies Hoogovens.

4 Afgeleid uit een overzicht van resultaten van beleggingsfondsen in Het Financieele Dagblad 7/9 november 1998.

5 Illustratief hiervoor is dat in de eerste negen maanden van 1998 de omzet van beleggingsverzekeringen met 42% toenam (tot f 4,0 mrd), en die van de 'traditionele' levensverzekeringen met slechts 1,5% (tot f 5,4 mrd).