



## Kopen, houden of verkopen

**Auteur(s):**

Zonnenberg, H.  
Plantinga, A.  
Haan, J. de

*Zonnenberg is werkzaam bij ING Barings, Plantinga is in deeltijd verbond aan resp. de Rijksuniversiteit Groningen en Fortis Investments en De Haan is verbonden aan de Rijksuniversiteit Groningen.*

**Verschenen in:**

ESB, 83e jaargang, nr. 4180, pagina 912, 4 december 1998

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

aandelen

*Banken verzamelen en analyseren gegevens voor het geven van aan- en verkoopadviezen aan particuliere beleggers. Een evaluatie van deze adviezen is voor de belegger belangrijk bij de keuze van een bank. Wanneer een bank in staat is om goede adviezen te geven, kan de belegger hoge winsten realiseren. Beschikken beleggingsadviseurs over voorspelkwaliteiten?*

**De voorspelkwaliteiten van beleggingsadviseurs vallen in twee componenten uiteen: voorspellingen voor prijsbewegingen van individuele aandelen, aandelen selecteren of 'stock picking' genoemd, en voorspellingen voor prijsbewegingen van de aandelenmarkt als geheel, beursvoorspellen of 'market timing' genoemd. Een aandelenselecteur probeert aandelen te vinden die beter presteren dan de beursindex. Een beursvoorspeller tracht te voorspellen of aandelen in het algemeen beter presteren ten opzichte van obligaties of anders om.**

In dit artikel wordt de kwaliteit van de aan- en verkoopadviezen van vier banken op aandelenselectie en beursvoorspellen getoetst. Het betreft de adviezen van (voorheen) Bank Bangert Pontier (tegenwoordig Friesland Bank Securities), Fortis, ING Bank en IRIS/ Rabobank. Helaas ontbreken de adviezen van de grootste bank van Nederland aangezien deze niet in de voor het onderzoek relevante vorm beschikbaar waren.

De structuur van het artikel is als volgt. Eerst worden de onderzochte adviezen besproken. Vervolgens komt de opzet van het onderzoek aan de orde. Tenslotte worden de resultaten gepresenteerd.

### De adviezen

Onderwerp van dit onderzoek zijn de aan- en verkoopadviezen van Nederlandse banken voor aandelen die deel uitmaken van de Amsterdam EOE-index (AEX). Het onderzoek heeft betrekking op de periode van januari 1995 tot en met december 1996. Voor het onderzoek zijn vijftien banken en effectenkredietinstellingen benaderd. Van vier lukte het om de adviezen van de afgelopen twee jaren te achterhalen. Instellingen die niet meewerkten aan het onderzoek geven hiervoor verschillende redenen. Zo zijn de adviezen in het verleden vaak niet op een consistente en controleerbare wijze vastgelegd. Ook vonden enkele banken de adviezen 'persoonsgebonden aan de klant', aangezien de adviezen kennelijk afhangen van het risico-profiel van de klant.

#### De ING Bank

Sinds de overname van Barings in 1994 heeft de ING een eigen onderzoeksafdeling die verantwoordelijk is voor de aan- en verkoopbevelingen van haar analisten. Deze worden in het blad ING Investment Strategie gepubliceerd. ING Barings Research geeft het advies om een aandeel te kopen indien men verwacht dat het aandeel in de komende twaalf maanden ten minste 5% beter presteert dan de AEX. Een verkoop-advies houdt in dat verwacht wordt dat het aandeel ten minste 5% slechter presteert dan de AEX. Een houden-advies impliceert de verwachting dat het aandeel even goed presteert als de index. Het advies van ING Barings voor het aandeel ING is niet in het onderzoek opgenomen, omdat hiervoor geen advies wordt gepubliceerd.

#### De Rabobank/IRIS

De onderzochte aan- en verkoopadviezen van de Rabobank, die worden gepubliceerd in het blad *Ups en Downs*, zijn afkomstig van het Institute for Research and Investment Services (IRIS). Dit is een joint venture van Rabobank Nederland en de Robeco Groep. IRIS verleent diensten aan de beide moederorganisaties op het gebied van beleggingsresearch, productontwikkeling en vermogensadviesing. Daarnaast ondersteunt IRIS de plaatselijke Rabobanken bij dienstverlening op effectengebied. Voor alle aandelen die deel uitmaken van de AEX zijn adviezen beschikbaar.

#### Fortis Nederland

Fortis maakt bij het vermogensbeheer en de advisering van klanten onder andere gebruik van de uitkomsten van het Fortis Investments Stock Selector (FISS) model. De uitkomst van het model bepaalt of een aandeel aan- of verkoopwaardig is. Als de score kleiner is dan 4,5

komt het desbetreffende aandeel op de verkooplijst te staan. Dit betekent dat verwacht wordt dat het aandeel slechter presteert ten opzichte van een index van zo'n 160 fondsen. Een aandeel wordt koopwaardig geacht als de uitkomst van het model voor het betreffende aandeel groter is dan 6,5. Lig de score tussen deze twee waarden in dan wordt aan het aandeel een houden advies meegegeven. Net als ING geeft Fortis geen oordeel over het eigen aandeel.

### Bank Bangert Pontier

Bank Bangert Pontier is de enige effectenkredietinstelling waarvan in het onderzoek de aan- en verkoopadviezen worden getoetst. De analisten van deze instelling volgen zo'n zestig Nederlandse fondsen waarvoor de aan- en verkoopadviezen via researchrapporten bij de cliënten terecht komen. De adviezen gelden in het algemeen voor een periode van 6 tot 12 maanden. Voor alle aandelen die deel uitmaken van de AEX zijn adviezen aanwezig.

### Van advies naar portefeuille

De adviezen van de genoemde banken zijn gebruikt om portefeuilles samen te stellen. Deze portefeuilles worden beheerd op basis van een strategie waarbij elk aandeel in de portefeuille even zwaar weegt. De samenstelling van een portefeuille wordt steeds aan het begin van de maand bepaald. De maandelijkse portefeuillerendementen zijn berekend inclusief dividenden.

Vanaf 2 januari 1995 is voor elke bank op basis van haar aan- en verkoopadviezen de samenstelling van de beginportefeuille bepaald. De beginportefeuilles bestaan uit de aandelen die op dat moment een kopen advies krijgen. Vervolgens worden de portefeuilles elke eerste dag van de maand aangepast aan de wijzigingen in de adviezen. Mutaties in de portefeuilles kunnen op twee manieren ontstaan.

Ten eerste kan een aandeel aan het begin van de maand in de portefeuille worden opgenomen als het advies in die maand wordt gewijzigd van verkopen of houden in kopen. Stel bijvoorbeeld dat een portefeuille uit tien aandelen bestaat die elk één tiende van de portefeuille uitmaken. Vervolgens krijgen twee aandelen aan het begin van de maand een kopen advies. Dan bestaat na aanpassing de portefeuille uit twaalf aandelen die elk één twaalfde van de portefeuille uitmaken. Ten tweede kan aan het begin van de maand een mutatie in de portefeuilles plaatsvinden als in de betreffende maand een kopen of houden advies wordt veranderd in verkopen. Het aandeel wordt dan uit de portefeuille genomen. Indien er geen andere aandelen in de portefeuille worden opgenomen wordt het vrij gekomen gewicht evenredig over de andere aandelen in de portefeuille verdeeld.

Mutaties in de portefeuilles vinden niet plaats als een koop advies wordt veranderd in een houden advies. Van aandelen die eenmaal in de portefeuilles zijn opgenomen, wordt het tweede kopen advies genegeerd.

De keuze voor de gevolgde strategie is enigszins arbitrair. Wanneer een andere strategie gevolgd zou zijn, dan is het niet uit te sluiten dat de portefeuilles een afwijkend rendement zouden hebben opgeleverd. Indien echter gekozen wordt voor een vergelijkingsmaatstaf die eveneens gelijk gewogen is, dan zal de invloed van de strategie op het beoordelen van de waarde van de beleggingsadviezen een kleinere rol spelen. In dat opzicht is de AEX de meest geschikte maatstaf, aangezien deze index het minst afwijkt van een gelijk gewogen index.

Een nadeel van de gevolgde strategie is dat de verkoopadviezen niet volledig tot hun recht komen. Een verkoopadvies wordt namelijk alleen opgevolgd indien het aandeel deel uit maakt van de portefeuille. Een manier om dit op te lossen is het toestaan van 'short' gaan in aandelen die een verkoopadvies krijgen. Dit brengt praktische problemen met zich mee, omdat particuliere beleggers vaak geen mogelijkheid hebben om 'short' te gaan.

### Het waarderen van adviezen

Beleggingen hebben twee kenmerken: rendement en risico. Een portefeuille met een gemiddeld hoog rendement zal niet altijd worden geprefereerd, omdat deze wellicht ook een hoog risico kent. De voorspellingen moeten dus zowel op grond van rendement als risico worden beoordeeld. Dit kan met behulp van het model van Henriksson en Merton<sup>1</sup>. In dit model wordt een onderscheid gemaakt naar de aard van de voorspelkwaliteiten, namelijk het eerder gemaakte onderscheid tussen het aandelen selecteren en het beursvoorspellen<sup>2</sup>.

Een groot nadeel van deze methode is dat geen onderscheid wordt gemaakt tussen beursvoorspellen ('market timing') en aandelenselectie ('stock picking'). Een gevolg hiervan is dat de omvang van de totale voorspelkwaliteiten kan worden onderschat of zelfs geheel niet opgemerkt<sup>3</sup>. De toets van Henriksson en Merton ondervangt dit probleem. Het rendement van een portefeuille die is samengesteld door een perfecte beursvoorspeller kan gerepliceerd worden met behulp van een portefeuille die bestaat uit een belegging in de aandelenindex en een putoptie op de aandelenindex. Het voordeel van de perfecte beursvoorspeller is dat deze niet hoeft te betalen voor de putoptie, en de waarde van de putoptie kan dan ook beschouwd worden als de toegevoegde waarde van de voorspelkwaliteiten.

### Empirische resultaten

De resultaten van de regressieanalyse staan in [tabel 1](#) weergegeven. De regressie heeft betrekking op de periode van januari 1995 tot en met december 1996 met de AEX als marktportefeuille.

**Tabel 1. De kwaliteit van beleggingsadviseurs**

Bank	aandelen selecteren	beurs voorspellen	risico	R <sup>2</sup>
Bank Bangert Pontier	1,6**	-0,72	0,58**	0,58
Fortis	-0,04	0,17	1,04**	0,72
ING Bank	0,78*	-0,39	0,79**	0,86

\* betrouwbaarheidsniveau van 10%, \*\* betrouwbaarheidsniveau van 5%

De eerste kolom bevat de coefficient a, die het vermogen weergeeft om aandelen te selecteren. De waarde van deze coefficient geeft het extra rendement uit hoofde van deze kwaliteit in procenten per maand. De tweede kolom geeft de coefficient b<sub>2</sub>, die het vermogen geeft om het beursklimaat te voorspellen. Als de coefficient (significant) groter is dan nul dan heeft de belegger timing-kwaliteiten. De derde kolom geeft aan of de geadviseerde portefeuille vergeleken met de beursindex riskant is. Indien de coefficient groter is dan 1 wordt in principe meer marktrisico gelopen dat met de beursindex, en indien de coefficient kleiner is dan 1 wordt minder marktrisico gelopen.

De risicocoëfficiënten (kolom 3) liggen tussen de 0,58 (Bank Bangert Pontier) en 1,04 (Fortis). De portefeuilles van de banken zijn over het algemeen dus samengesteld uit aandelen met een lage gevoeligheid voor bewegingen van de marktportefeuille.

De coëfficiënten die weergeven hoe goed aandelen door de voorspeller opgepikt worden (kolom 1), vallen doorgaans positief uit. De nul hypothese die luidt dat banken niet beschikken over het vermogen om beter renderende aandelen te selecteren kan (bij een significantieniveau van 10%) in drie van de vier gevallen worden verworpen.

Het vermogen om de beurs zelf te voorspellen valt in drie van de vier gevallen negatief uit. Dat is opmerkelijk: wie het beursklimaat systematisch fout voorspelt gebruikt informatie systematisch verkeerd.

De bevindingen die staan vermeld in [tabel 1](#) komen in het algemeen overeen met eerder onderzoek naar de voorspelkwaliteiten van portefeuillemanagers <sup>4</sup> en onderzoek naar het vermogen van Zwitserse beleggingsfondsen om aandelen te selecteren en de beurs te voorspellen <sup>5</sup>. Met name betere beleggingsprestaties dankzij goed selecteren van aandelen gaan vaak samen met slechtere prestaties door een verkeerde timing.

In de rest van deze paragraaf wordt de gevoeligheid van de resultaten voor de keuze van de marktindex onderzocht. De uitkomsten van de toets leveren enkele verschillen op indien wordt gekozen voor de CBS-herbeleggingsindex als marktportefeuille <sup>6</sup>.

Ten eerste is het vermogen goede aandelen te selecteren in alle gevallen groter dan wanneer de AEX als maatstaf wordt gekozen. Fortis die met de AEX als maatstaf negatief presteert bij het selecteren van aandelen, komt met de CBS-herbeleggingsindex uit op een positief effect. In beide gevallen zijn de effecten echter niet significant.

De invloed op de kwaliteit om het beursklimaat te voorspellen is minder eenduidig. Indien de CBS-herbeleggingsindex als marktindex wordt gekozen blijkt de significantie van de coëfficiënten kleiner te worden, hetgeen het meest duidelijk wordt bij de voorspellingen van IRIS: bij gebruik van de AEX was er nog sprake van significant negatieve kwaliteiten, maar bij gebruik van de CBS Herbeleggingsindex was er niet meer sprake van significantie.

## Conclusie

Door aan- en verkoopadviezen te publiceren hopen banken de particulieren te stimuleren de adviezen op te volgen. De vraag is echter of de belegger baat heeft bij deze adviezen of dat het volgen van de aan- en verkoopadviezen alleen maar geld kost. In dit onderzoek zijn de aan- en verkoopadviezen van vier Nederlandse banken onderzocht op hun vermogen het beursklimaat te voorspellen en aandelen te selecteren.

Wanneer de AEX als marktportefeuille wordt beschouwd doet de belegger er goed aan om op de adviezen van Bank Bangert Pontier te vertrouwen. IRIS is een goede tweede, hoewel het vermogen het beursklimaat te voorspellen negatief uitpakt. Als de belegger veel waarde aan dit laatste hecht dan moet deze in zee gaan met Fortis, waarvan de onderzoeksafdeling als enige lijkt te beschikken over het vermogen het beursklimaat goed te voorspellen. De aan- en verkoopadviezen van de banken houden echter in dat wordt verwacht dat de betreffende aandelen het beter, gelijk of slechter gaan doen dan de marktportefeuille. Voor de meeste beleggers is goed advies voor het selecteren van aandelen dus belangrijker dan dat om het beursklimaat als geheel te voorspellen.

Over het algemeen blijken de aan- en verkoopadviezen van de banken voor de aandelen die deel uit maken van de AEX wel degelijk waarde te hebben voor de particuliere belegger. Deze doet er echter goed aan om zelf de keuze voor aandelen of obligaties te bepalen omdat de banken - met uitzondering van Fortis Investments - slecht in staat zijn het beursklimaat zelf te voorspellen, zoals duidelijk wordt geïllustreerd door Petersen in het nevenstaande artikel.

Zie ook:

C. Petersen, [De waarde van beleggingsadviezen](#), *ESB*, 4 december 1998, blz. 915-918.

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

---

<sup>1</sup> R.D. Henriksson en R.C. Merton, On market timing and investment performance, part II: statistical procedures for evaluating forecasting skills, *Journal of Business*, 1981, blz.513-533.

<sup>2</sup> De feitelijke schattingsvergelijking luidt

3 P.H. Dybvig en S.A. Ross, Differential information and performance measurement using a security market line, *Journal of Finance*, 1985, blz. 383-399.

4 K.L. Womack, Do brokerage analysts' recommendations have investment value?, *Journal of Finance*, 1996, blz. 137-167.

5 H. Zimmerman en C. Zogg-Wetter, Performance-Messung schweizerische Aktienfonds: Markt-Timing und Selektivität, *Swiss Journal of Economics and Statistics*, 1992, blz. 133-160.

6 De schattingsresultaten zijn op verzoek verkrijgbaar.