



Wat zijn beleggingsanalisten waard?

Auteur(s):

Laeven, R.

Jacobsen, B.

*Faculteit der Economische Wetenschappen en Econometrie, Universiteit van Amsterdam, respectievelijk Faculteit Bedrijfskunde, Erasmus Universiteit Rotterdam.***Verschenen in:**

ESB, 86e jaargang, nr. 4289, pagina 11, 5 januari 2001

Rubriek:**Trefwoord(en):**

beleggen

Sinds zeven jaar presenteert Nova een Top Vijf van door analisten geadviseerde aandelen. De toegevoegde waarde van deze adviezen is echter negatief.

Elk jaar, begin januari, maakt het actualiteitenprogramma *Nova* de zogenaamde 'Nova Top Vijf' bekend¹. In deze Top Vijf staan die aandelen waarvan de door Nova geselecteerde beleggingsanalisten de beste prestaties verwachten voor het komende jaar. De procedure is als volgt: enkele analisten van gerenommeerde banken en financiële instellingen selecteren afzonderlijk enkele aandelen die naar hun verwachting de komende tijd een hoog rendement op gaan leveren. Het aantal beleggingsanalisten dat een zelfde aandeel adviseert, is bepalend voor de rangorde die Nova toekent aan een aandeel. De vijf aandelen met de meeste 'stemmen' vormen de Nova Top Vijf. Bij een gelijk aantal stemmen eindigen aandelen op dezelfde plaats. Door de jaren heen valt de keuze van de analisten meestal op aandelen die deel uitmaken van de AEX-index.

Nova heeft doorgaans hoge kijkcijfers en deze voorspellingen bereiken dus een buitengewoon groot publiek. In één van de eerste 'Top-Vijf-uitzendingen' werd daarom gesuggereerd dat de bekendmaking van de Top Vijf kon leiden tot koersstijgingen van de geadviseerde aandelen. Nova besloot om voortaan tot op de dag van de uitzending geen informatie te verstrekken over de Top Vijf, om handel met voorkennis te voorkomen.

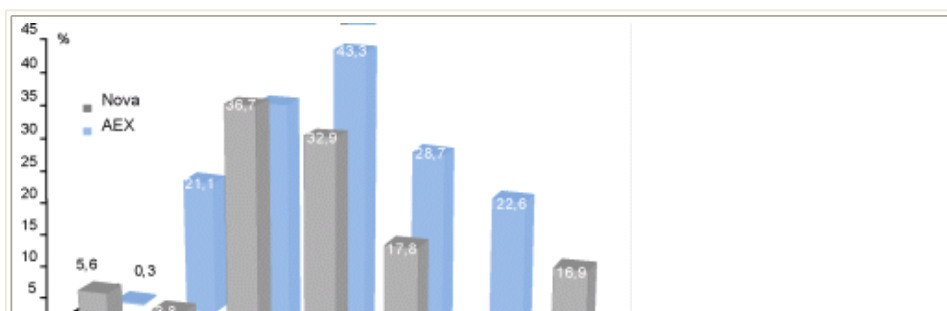
De Nova Top Vijf werd voor het eerst samengesteld in januari 1994. Nu, zeven jaar later, maken we de balans op: wat gebeurde er met de koersen van de aandelen die de analisten adviseerden? Had de bekendmaking van de Top Vijf invloed op de koersen van de geadviseerde aandelen? Had een belegger er goed aan gedaan de adviezen te volgen of niet? Wat was de toegevoegde waarde van de adviezen van de analisten?

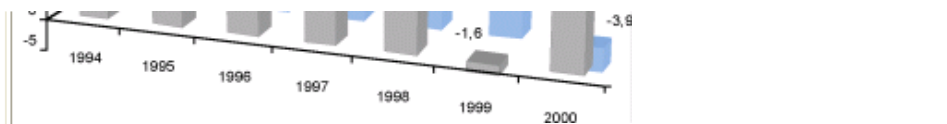
Een eerste vergelijking

In de Nova Top Vijf is het aantal beleggingsanalisten dat een aandeel adviseert, bepalend voor de rangorde die Nova toekent aan de geselecteerde aandelen. Bij een gelijk aantal 'stemmen' eindigen aandelen op dezelfde plaats. Zo kozen de vijf analisten in de uitzending van 3 januari 2000 de aandelen ING, Philips, Ahold, Getronics en Numico, waarbij zij het aandeel ING het vaakst adviseerden. Door de jaren heen valt de keuze van de analisten, net als in 2000, meestal op aandelen die deel uitmaken van de AEX-index.

Voor onze vergelijking gaan we uit van een belegger met 1000 euro. Deze belegger besluit in 1994 een portefeuille samen te stellen op basis van de Nova Top Vijf: hij belegt het grootste deel (veertig procent) van zijn geld in het aandeel dat op de eerste plaats eindigt, een kleiner gedeelte (dertig procent) in het aandeel dat op de tweede plaats eindigt en zo verder (respectievelijk, vijftien, tien en vijf procent in de nummers 3, 4 en 5)². De portefeuille die zo ontstaat noemen we de *ongelijkgewogen* Nova-portefeuille. Daarnaast bekijken we ook een *gelijkgewogen* portefeuille. Had deze belegger er goed aan gedaan de adviezen van Nova te volgen of had hij beter deze 1000 euro in de AEX-index kunnen beleggen, bijvoorbeeld in een AEX-indexfonds?

[figuur 1](#) op de volgende bladzijde geeft de procentuele rendementen op de ongelijkgewogen Nova-portefeuille en de AEX-index over de verschillende jaren³. Op





Figuur 1. Rendementen op de ongelijkgewogen Nova-portefeuille en AEX-index (in procenten)

1 januari 2001 is de waarde van de Nova-portefeuille gestegen naar 3188 euro, een stijging van 219 procent. De waarde van de AEX-portefeuille is opgelopen tot 3935 euro, een stijging van maar liefst 294 procent.

De Nova-portefeuille lijkt alleen in de jaren 1994, 1996 en 2000 goed te presteren ten opzichte van de beursindex. Opvallend is het hoge rendement over 2000. Helaas gaat het in de andere jaren mis waardoor het rendement voor de Nova-belegger gemiddeld zo'n vier procent per jaar lager uitkomt dan het rendement op de AEX-index. Bij de gelijkgewogen portefeuille is het verschil met de AEX-index minder groot. In dat geval was de waarde van de belegging gestegen tot 3628 euro, nog altijd zo'n 1,5 procent slechter op jaarbasis dan een belegging in de AEX-index (3935 euro).

Kwaliteit van de vergelijking

Hoe goed is deze vergelijking? De AEX-index lijkt een goede vergelijkingsmaatstaf want de meeste aandelen die de analisten selecteren maken deel uit van deze index. Maar er kleeft een aantal bezwaren aan de vergelijking. Zo laten we transactiekosten voor het jaarlijks wisselen van de aandelen in de Nova-portefeuilles buiten beschouwing. Nemen we die mee dan scheelt dat op jaarbasis door aan- en verkoop ongeveer één procent. Dan komt het verschil tussen de AEX-index en de gelijkgewogen Nova-portefeuille uit op 2,5 procent per jaar en het verschil met de ongelijkgewogen portefeuille op ongeveer vijf procent per jaar!

Risico-correctie

Een ander bezwaar van de vergelijking is dat we geen rekening houden met risicoverschillen tussen de Nova-portefeuilles en de AEX-index. Als de Nova-portefeuilles minder risicovol zijn dan een belegging in de AEX-index, kan het lagere rendement een gevolg zijn van het lagere risico. Om geen appels met peren te vergelijken, moeten we dus een risico-correctie uitvoeren. We corrigeren het risico van de Nova-portefeuille door rekening te houden met het relatieve risico van de portefeuille ten opzichte van de AEX-index volgens een in de beleggingswereld gangbare procedure⁴. Deze houdt in dat we de dagelijkse rendementen op de Nova-portefeuilles ontleden in drie componenten:

- » rendement dat is terug te voeren op de algehele koersbeweging van de AEX-index (rekening houdend met de risico-gevoeligheid van de Nova-portefeuille ten opzichte van de AEX-index);
- » structureel positief of negatief rendement dat de Nova-portefeuille behaalt naast de hiervoor genoemde component;
- » een toevallige dagelijkse rendementscomponent waarvoor geldt dat gemeten over alle dagen, deze component gelijk is aan nul.

Deze procedure levert twee uitkomsten op. In de eerste plaats vinden we een schatting voor de prestatie van de Nova-portefeuille ten opzichte van de AEX-index⁵. In de tweede plaats vinden we een schatting voor de risicogevoeligheid van de portefeuille voor de algehele koersbeweging van de AEX-index. Deze gevoeligheid duiden we aan met bèta. Bij een bèta groter dan één is het risico van de Nova-portefeuille hoger dan het risico van de index; een bèta kleiner dan één impliceert een lager risico. In [tabel 1](#) geven we de resultaten⁶. Uit de tabel blijkt dat de ongelijkgewogen Nova-portefeuille alleen in 1994 en 2000 beter presteerde dan de index. In 1994 heeft deze portefeuille op jaarbasis een bovengemiddeld resultaat behaald van 7,0 procent (na correctie voor risico). De gelijkgewogen portefeuille presteerde ook in 1996 beter dan de aex-index.

Tabel 1. Prestaties en risico's van de ongelijkgewogen en gelijkgewogen Nova-portefeuille ten opzichte van de AEX-index (prestaties in procenten)

jaar	schattingen ongelijkgewogen		schattingen gelijkgewogen	
	boven- of benedengemiddelde prestatie (op jaarbasis)	bèta	boven- of benedengemiddelde prestatie (op jaarbasis)	bèta
1994	7,0	1,00	2,6	1,02
1995	-32,5	1,35	-30,7	1,29
1996	-0,8	1,03	11,6	1,03
1997	-3,8	0,88	-6,3	0,74
1998	-10,3	1,09	-5,9	1,02
1999	-18,1	0,94	-2,5	0,95
2000	21,2	1,02	2,7	0,93
totaal (94-00)	-6,3	1,01	-2,5	0,95

In de andere jaren presteerden de Nova-portefeuilles substantieel slechter. In 1995 presteerde de ongelijkgewogen Nova-portefeuille zelfs 32,5 procent slechter. Opvallend is dat het eerdere bovengemiddelde resultaat van de ongelijkgewogen Nova-portefeuille ([figuur 1](#)) in 1996 blijkbaar is toe te schrijven aan risico. Zoals uit [tabel 1](#) blijkt, behaalt de Nova-portefeuille in 1996 na correctie voor risico een rendement dat 0,6 procent onder het rendement van de AEX ligt. Als we over de hele periode van zeven jaar kijken, blijkt de ongewogen Nova-portefeuille na correctie voor risico maar liefst 6,5 procent per jaar slechter te presteren. De gelijkgewogen Nova-portefeuille doet het relatief beter, maar het rendement ligt op jaarbasis nog altijd 2,5 procent lager dan het rendement op de AEX-index. De Nova-

portefeuilles presteerden slechter dan de AEX-index, ook als we rekening houden met risico.

Prestaties per analist

Hoe goed waren de adviezen van de analisten afzonderlijk? Met andere woorden waren er goede en slechte analisten? Het is in bovenstaande analyse goed mogelijk dat de slechte prestaties van een aantal analisten de goede prestaties van andere analisten teniet doen. De cruciale vraag is of er een aantal analisten in staat was om goede aandelen te adviseren. Belangrijk daarbij is om te beseffen dat het hier om een gedeelte van de adviezen van de analisten gaat. De procedure die Nova volgt, houdt in dat analisten een lijst met aandelen van hun voorkeur inleveren. Voor iedere analist geldt dat de aandelen die uiteindelijk in de Nova Top Vijf terechtkomen maar een gedeelte is van de aandelen die hij selecteert. Dat kan leiden tot een vertekend beeld. Met ingang van 2001 past Nova deze methode enigszins aan.

We hebben de individuele prestaties van de analisten op analoge wijze als hierboven de Nova-portefeuilles beoordeeld. Per analist hebben we gekeken welke aandelen hij in de diverse jaren heeft geadviseerd. Van deze aandelen hebben we een portefeuille gevormd en deze hebben we afgezet tegen het rendement van de index, andermaal rekening houdend met het risico. Opvallend is dat geen enkele analist het jaar in jaar uit beter doet dan de index. Alleen de analisten die eenmalig bij Nova adviseerden, haalden in dat jaar soms succes. Bij de analisten die vaker hun opwachting maakten in het programma, komt het aantal goede jaren nooit boven de vijftig procent.

De beste analist die vaker dan éénmaal aandelen selecteerde voor de Nova Top Vijf haalde een rendement op jaarbasis dat 3,4 procent onder het rendement van de AEX-index lag. De slechtste analist deed het maar liefst 13,4 procent slechter dan de AEX-index. In alle gevallen zijn de resultaten teleurstellend: geen enkele analist heeft een significante toegevoegde waarde. Een belegger kan net zo goed met een dartpijl op de financiële pagina's van de krant gooien en die aandelen selecteren. De kans lijkt zelfs groot dat hij dan beter af is.

Aankondigingseffect

Tenslotte onderzoeken we of de bekendmaking van de Nova-adviezen van invloed was op de koers van de geadviseerde aandelen. Als veel beleggers de adviezen in Nova serieus nemen, ontstaat na de uitzending een grote vraag naar de geselecteerde aandelen. Dan zouden de koersen als een 'self-fulfilling prophecy' stijgen. We bestuderen het koersverloop van de Nova-portefeuille vlak na de uitzending. Om het daadwerkelijke aankondigingseffect te bepalen, moeten we corrigeren voor marktbevingen. Als de Nova-adviezen van invloed zijn geweest op de koersen van de geadviseerde aandelen, dan moet deze invloed bovenop de marktbevingen zijn terug te vinden ⁷. We gebruiken andermaal de aex-index als graadmeter. Hiermee hebben we het probleem gereduceerd tot de vraag of de Nova-portefeuille vlak na de bekendmaking van de adviezen beter presteerde dan de AEX-index. Dit lijkt in de meeste jaren het geval. In de eerste week na de uitzending haalde de ongelijkgewogen Nova-portefeuille een substantieel hoger rendement (tussen de één en vier procent) dan de index (na correctie voor risico). Alleen in 1996 en 2000 lag het rendement op de Nova-portefeuille iets lager (respectievelijk 1,6 procent en 0,4 procent). Als we alleen naar de nummers één van de Top Vijf kijken, lijkt het aankondigingseffect nog sterker ⁸.

Conclusies

We hebben de prestaties onderzocht van de analisten die in het begin van ieder jaar over de periode 1994-2001 aandelen adviseerden in het programma Nova. Wat was de toegevoegde waarde van deze adviezen?

De adviezen hebben geen toegevoegde waarde. Een belegger die de adviezen van deze analisten had opgevolgd, zou een stuk slechter af zijn geweest ten opzichte van de belegger die jaar in jaar uit zijn geld in de AEX-index had belegd. De indexbelegger haalde een rendement over deze zeven jaar dat maar liefst zo'n vier procent hoger lag. Televisiekijkers kunnen de adviezen beter links laten liggen. In onze analyse hebben we de analisten het voordeel van de twijfel gegeven. We hebben geen transactiekosten meegenomen voor het jaarlijks switchen tussen de geadviseerde aandelen. Daarnaast lijken de resultaten van de analisten positief vertekend door een aankondigingseffect: aandelen die zij adviseren in Nova stijgen vaak de eerste paar dagen na een uitzending.

Ondanks deze bevoordeling blijft de toegevoegde waarde van de adviezen van de analisten negatief. Deze conclusie blijft overeind als we rekening houden met het risico van de Nova-portefeuille ten opzichte van de markt. Wanneer we alle analisten individueel bekijken, blijkt er geen enkele analist te zijn die het substantieel beter doet dan de index. Als de adviezen van deze analisten maatgevend zijn voor de kwaliteit van de gemiddelde Nederlandse analist, dan kunnen we stellen dat het uitermate droevig is gesteld met deze professie

1 We zijn de redactie van Nova zeer erkentelijk voor het beschikbaar stellen van de betreffende uitzendingen.

2 In het geval aandelen op dezelfde plaats eindigden, hebben we de gewichten enigszins aangepast.

3 Bij de berekening van rendementen gaan we altijd uit van herbelegging van de dividenduitkeringen.

4 Voor de met de literatuur bekende lezer: we maken hier gebruik van het 'single index'-model.

5 De op deze manier bepaalde schatting voor 'out- of underperformance' staat in de literatuur bekend als Jensen's alpha.

6 Dit zijn de schattingsresultaten voor een 'buy-and-hold' Nova-portefeuille. Hierbij is het aantal aandelen per bedrijf dat in de Nova-portefeuille is opgenomen constant gedurende het jaar (analoog aan de Nova-portefeuille behorende bij [figuur 1](#)). We hebben de schattingen ook uitgevoerd voor een 'continuus rebalancing' portefeuille waarbij het rendement van de Nova-portefeuille een gewogen gemiddelde is van het rendement op de afzonderlijke aandelen. Dit leidt tot soortgelijke resultaten.

7 Dit is enigszins gesimplificeerd aangezien de markt zelf ook wordt beïnvloed door het eventuele aankondigingseffect.

8 Wel is de betrouwbaarheid van de bijbehorende schattingen klein als gevolg van het klein aantal waarnemingen.