

Vier banken, vier andere rendementen bij hetzelfde advies

| | SNS Securities | Rabobank | ABN Amro | Theodoor Gilissen |
|------------|----------------|-------------|-------------|-------------------|
| Buy | > 20% | > 10% | > 15% | > 15% |
| Accumulate | > 10% < 20% | | | |
| Hold | > 0% < 10% | > -5% > 15% | > 5% < 20% | > 5% < 15% |
| Reduce | > -10% < 0% | < -1% | > -5% < 10% | |

DE ENE KOOP IS DE ANDERE KOOP NIET

De methodiek van analistenaanbevelingen verschilt sterk per bank. Zo gebruiken Rabobank en Theodoor Gilissen slechts drie soorten adviezen: kopen, houden en verminderen. De analisten van ABN Amro hebben vier categorieën aanbevelingen en de analisten van SNS Reaal gebruiken met kopen, bijkopen, houden, verminderen en verkopen zelfs vijf soorten adviezen.

Het gevolg is dat de koersverwachtingen die gepaard gaan met de adviezen ook verschillen. SNS rekent een prijsstijging van ten minste 20 procent bij het advies kopen, Theodoor Gilissen, ABN Amro (15 procent of meer) en Rabobank (minstens 10 procent) verwachten magere stijgingen voor het predicaat kopen. Bij

de andere aanbevelingen zijn de rendementverwachtingen ook verschillend.

ABSOLUTE KOERSDOELEN

Het is voor Nederlandse analisten gebruikelijk om een absoluut koersdoel te geven. Het onderzoek laat zien dat een vastgepind koersdoel vervelend kan uitpakken als het macro-economisch landschap sterk verandert. Bij Amerikaanse analisten is het gebruikelijker een relatieve verwachting te koppelen aan een aanbeveling. Zo betekent een Buy bij JP Morgan dat de analist verwacht dat dit aandeel het beter zal doen dan het gemiddelde rendement van alle aandelen in zijn portefeuille.

Ook de tijd die nodig is voor

het behalen van het koersdoel verschilt. Sommige banken hebben een jaar nodig voor het behalen van het koersdoel, bij andere banken kan dit al binnen zes maanden gebeuren.

Ten slotte doet een belegger er goed aan te bekijken hoe de verdeling tussen de verschillende adviezen is. Er is geen bank die meer verkoop- dan koopadviezen heeft uitstaan, maar sommige banken zijn optimistischer dan andere. Zo geeft geen enkele analist van SNS Reaal een verkoopadvies (7 procent van de totale adviezen is afbouwen) en is slechts 3 procent van de adviezen van ABN Amro een 'verkoop'. Dit is aanzienlijk minder dan de 9 procent 'verminder'-adviezen (laagste categorie) die bij Rabobank uitstaan.

ris bij Ahold én ABN Amro, terwijl Cees van der Hoeven commissaris was bij ABN Amro. Het zal niet verbazen dat de analisten van ABN Amro het meest positief waren over het supermarktconcern.

Uit breder onderzoek blijkt dat analisten die werken voor banken met een grote adviestak optimistischer zijn over de toekomst van gevolgde bedrijven dan meer onafhankelijke collega's. Al dient wel gezegd te worden dat de regels strenger worden, waardoor er steeds strengere scheiding zit tussen de zakenbank en de analistenactiviteiten van een bank.

ONKUNDE

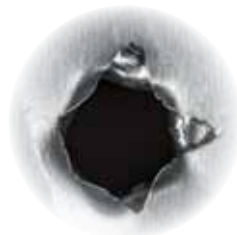
Professor Burton Malkiel geeft een andere reden voor de zwakke prestaties van analisten. Analisten zijn mensen, en mensen maken fouten. Malkiel geeft in zijn boek *A Random Walk Down Wall Street* voorbeelden van analisten die het verkeerde cijfer achter de komma meenemen in een berekening of verwachtingen uitspreken waaruit blijkt dat zij geen flauw benul hebben van de industrie die zij volgen. Malkiel noemt veel analisten "weinig kritisch en lui." Ook Nederlandse analisten maken fouten. Zo telt een analist bij de waardering van het aandeel Kendrion in een bepaald jaar de investeringen bij de aangepaste winst om tot vrije kasstroom te komen terwijl deze er eigenlijk vanaf moet worden getrokken. Door de fout in het model komt de waardering met 1,40 euro te hoog uit. Op het afgegeven koersdoel van 21 euro maakt dat een substantieel verschil.

Gemiddeld hebben de adviezen van analisten dus geen al te grote voorspellende waarde. Maar kan het niet zo zijn dat de goede onder de slechte lijden in deze analyse? Als analist X heel negatief is en analist Y heel positief dan zal het gemiddelde koersdoel ergens in het midden liggen. Toch is dit niet zo'n heel

bedrijf onvoldoende cash om de jaarlijkse coupon te betalen. Donald Trump was niet gediend van deze visie en dreigde met rechtszaken tegen de analistenfirma. De analist werd vervolgens de laan uit gestuurd, niet lang voordat 'The Donald' wanbetaling op de obligatie moest aankondigen.

DUBBELE PETTEN

Banken spugen niet alleen koersdoelen uit, maar geven bedrijven ook advies over bijvoorbeeld herstructurerings, aandelenuitgiftes en fusies en overnames. In de laatste decennia zijn deze zakenbankactiviteiten vele malen lucratiever geworden dan inkomsten die voortvloeien uit het werk van de analistenafdelingen.



BEDRIJVEN ZULLEN NIET GRAAG AANKLOPPEN BIJ ZAKENBANKIERS TERWIJL EEN PAAR DEUREN VERDER ANALISTEN NEGATIEVE RAPPORTEN OVER DE BETREFFENDE ONDERNEMING DE WERELD IN SLINGEREN

Die ontwikkeling kan uiteindelijk gaan knellen. Bedrijven zullen niet graag aankloppen bij zakenbankiers terwijl een paar deuren verder analisten negatieve rapporten over de betreffende onderneming de wereld in slingeren.

Onderzoek naar het boekhoudschandaal bij Ahold in 2002 laat zien hoe dit in de praktijk werkt. De banden tussen het supermarktconcern en huisbankier ABN Amro waren innig. De bank was niet alleen kredietverschaffer en betrokken bij lucratieve aandelenuitgiftes voor Ahold, maar sloot ook een persoonlijke lening af van meer dan vijf miljoen euro voor Ahold-topman Cees van der Hoeven. Oud-ABN Amro-topman Roelof Nelissen was commissaris