

## Analistenanalyse 2021: Beleggingsanalisten verslaan de markt

- De favorieten van analisten presteerden in 2021 zo'n 2 procent beter dan de markt; de minst geliefde aandelen deden het bijna 4 procent slechter dan marktgemiddelde.
- Analisten ook in 2021 optimistisch: koopadviezen maakten 55% uit van de uitstaande adviezen.
- Goldman Sachs nummer 1 in het klassemment door zowel goed renderende koopadviezen als relatief lage rendementen voor aandelen met houd- en verkoopadviezen.

### 1. Introductie

In dit jaarlijkse onderzoek worden beleggingsadviezen ten aanzien van aandelen genoteerd op de Nederlandse beurs nader bekeken. Meer in het bijzonder richten we ons op de aandelen opgenomen in de AEX All Share index. Hiertoe gebruiken we gegevens afkomstig van Trivano.com<sup>1</sup>. De focus ligt op adviezen afkomstig van de vijftien banken die de meeste adviezen hebben afgegeven gedurende 2021, waarbij de onderzoeksperiode eindigt op 17 december. In totaal zijn er 2449 adviezen onderzocht.

Het onderzoek bestaat uit twee delen. Allereerst onderzoeken we de waarde van de gemiddeld uitstaande adviezen per aandeel, ook wel consensusadviezen genoemd. Op basis hiervan kunnen we conclusies trekken over de prestaties van de 'gemiddelde' analist. Daarnaast nemen we de koop-, houd-, en verkoopadviezen per bank onder de loep. Op basis van het koersverloop na afgifte van het advies stellen we een top-15 samen van adviesgevers op de Nederlandse markt.

### 2. Consensusadviezen

Op dagbasis<sup>2</sup> berekenen we het gemiddeld uitstaande advies<sup>3</sup> per aandeel<sup>4</sup>. De 25% aandelen met de meest positieve adviezen verschijnen in de Topportefeuille. De 25% aandelen waarover analisten het meest negatief zijn, komen terecht in de Flopportefeuille, en de overige aandelen eindigen in de Noppportefeuille.<sup>5</sup>

Figuur 1 laat het verloop van de drie portefeuilles<sup>6</sup> zien ten opzichte van het beursgemiddelde. De aandelen waarover analisten het meest positief waren in hun oordeel, presteerden het best met een rendement dat 1,8 procent hoger ligt dan dat van de markt. De aandelen waarover analisten het minst positief gestemd waren, hebben het gemiddeld 3,7 procent slechter gedaan dan het marktgemiddelde. De aandelen waarover analisten het minst uitgesproken waren, bleven 1,4 procent achter bij het marktgemiddelde.

Inzoomend op individuele aandelen valt op dat halfgeleiderbedrijven ASMI (+108 procent) en ASML (+72 procent) nagenoeg het gehele jaar tot de topportefeuille behoorden. Ook aandelen als DSM (+44 procent) en ING Groep (+67 procent) waren een groot deel van het jaar in de topportefeuille te vinden en presteerden

---

<sup>1</sup> Wij zijn Trivano zeer erkentelijk voor het beschikbaar stellen van de data.

<sup>2</sup> Daar we uitgaan van het nut voor particuliere beleggers, d.w.z. beleggers die doorgaans met enige vertraging handelen, heeft een advieswijziging op dag  $t$  gevolgen voor de portefeuillesamenstelling vanaf dag  $t+1$ . Met andere woorden, als een aandeel op bijv. 1 december afgewaardeerd wordt door een analist waardoor het aandeel van portefeuille wisselt, telt het rendement van de dag van afwaardering nog mee in de oorspronkelijke portefeuille.

<sup>3</sup> Trivano rapporteert de letterlijke adviezen van de bank. Ten behoeve van dit onderzoek zijn deze adviezen omgezet naar een driepuntsschaal, te weten koop, houd, en verkoop.

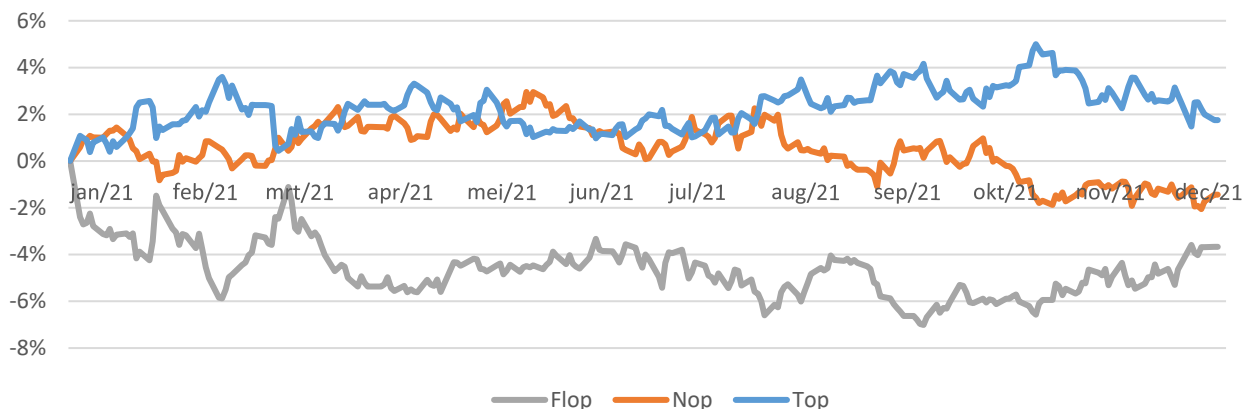
<sup>4</sup> Om tot het consensusadvies per aandeel te komen, hanteren we het Bayesiaanse gemiddelde met  $C=2$ .

<sup>5</sup> De rendementen van de aandelen binnen de portefeuilles worden gewogen naar freefloat marktwaarde van de bedrijven. Om de portefeuilles gebalanceerd te houden is de maximale marktwaarde afgetopt op 10 miljard euro.

<sup>6</sup> Het rendement van de aandelen in portefeuilles is inclusief het geherinveestende dividendrendement. Transactiekosten worden buiten beschouwing gelaten.

bovengemiddeld. Binnen de Flopportefeuille hadden de analisten het bij het rechte eind bij bijvoorbeeld Air France-KLM (-23 procent), Galapagos (-46 procent) en Unibail-Rodamco-Westfield (-9 procent).

*Figuur 1. De prestaties van de drie portefeuilles t.o.v. het beursgemiddelde*

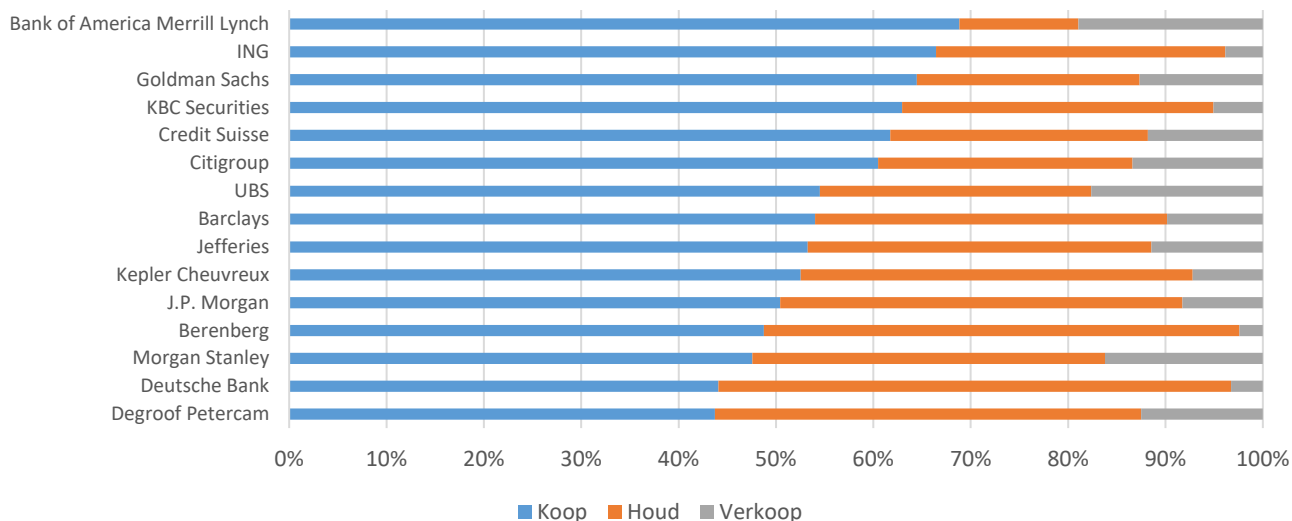


Terwijl het gemiddelde advies binnen de Topportefeuille overduidelijk positief is, en dit binnen de Flopportefeuille relatief negatief, is het gemiddelde advies voor aandelen in de Noppportefeuille minder duidelijk. Hoewel men daar wellicht vooral houdadviezen verwacht tegen te komen, komen ook hier veel koopadviezen in voor. Dit heeft te maken met de scheve verdeling van afgegeven adviezen. Gemiddeld stonden er 55 procent koopadviezen uit, 35 procent houdadviezen en slechts 10 procent verkoopadviezen.

### 3. Resultaten per bank

Naast het onderzoeken van de waarde van geaggregeerde adviezen, hebben we per bank gekeken of het loonde om de afgegeven adviezen te volgen. Allereerst geven we in Figuur 2 de onderverdeling in koop-, houd-, en verkoopadviezen per bank. Ongeveer 69 procent van de uitstaande adviezen van Bank of America Merrill Lynch op de Nederlandse markt zijn koopadviezen, waarmee deze bank de meest positieve blik heeft. Bij elf van de vijftien onderzochte banken bestond meer dan de helft van de uitstaande adviezen uit koopadviezen.

*Figuur 2. Onderverdeling van de adviezen per bank naar koop-, houd-, en verkoopadviezen*



Het geschetste beeld in Figuur 2 bevestigt dat banken aandelen liever aan- dan afraden. Uit de wetenschappelijke literatuur blijkt dan ook dat houdadviezen door institutionele partijen doorgaans ook als verkoopadvies worden geïnterpreteerd. Op deze manier ontstaat er een evenwichtiger beeld waarbij ongeveer de helft van de aandelen aan beleggers wordt aangeraden, en tevens ongeveer de helft van de aandelen afgeraden. In lijn met deze gedachtegang hebben wij per bank twee portefeuilles samengesteld, waarbij de ene portefeuille bestaat uit de aandelen die de bank aanraadt om te kopen, en de andere portefeuille bestaat uit de aandelen waarvoor de bank een houd- of verkoopadvies heeft afgegeven.<sup>7</sup>

Een bank is niet alleen succesvol wanneer de koopadviezen geleid hebben tot een positief rendement, maar ook wanneer de (impliciet) afgerade aandelen gepaard zijn gegaan met negatieve rendementen. De beste adviesgever heeft een zo groot mogelijk verschil tussen deze twee portefeuilles, zodat een long-shortstrategie (het kopen van aandelen met een koopadvies en het verkopen van aandelen met een houd- of verkoopadvies) een zo hoog mogelijk rendement zou hebben opgeleverd. De resultaten van deze strategie, uitgesplitst per bank, staan weergegeven in Tabel 1.

**Tabel 1. Het resultaat van de 'Koop'- en de 'Houd en verkoop'-portefeuilles per bank**

Positie	Bank	Koop	Houd en Verkoop	Long-Short
1	Goldman Sachs	21%	-6%	27%
2	Bank of America Merrill Lynch	23%	6%	17%
3	Kepler Cheuvreux	31%	16%	16%
4	J.P. Morgan	23%	12%	11%
5	Credit Suisse	25%	14%	11%
6	Berenberg	28%	22%	6%
7	Citigroup	14%	12%	2%
8	Degroof Petercam	22%	21%	1%
9	KBC Securities	28%	29%	-1%
10	Morgan Stanley	18%	22%	-3%
11	Jefferies	6%	11%	-5%
12	ING	19%	25%	-6%
13	UBS	15%	22%	-7%
14	Barclays	17%	24%	-7%
15	Deutsche Bank	14%	27%	-13%

Tabel 1 laat zien dat Goldman Sachs volgens deze methodiek de beste beleggingsadviezen heeft gegeven. De portefeuille gebaseerd op koopadviezen leverde 21 procent rendement, terwijl de aandelen met houd- en verkoopadviezen met 6 procent daalde. Dit betekent dat wanneer een belegger longposities had genomen in de koopadviezen, en deze posities had gefinancierd met shortposities in de houd- en verkoopadviezen, hij/zij 27 procent rendement behaald zou hebben. Bij Bank of America Merrill Lynch had zo'n strategie 17 procent rendement opgeleverd. Kepler Cheuvreux completeert de top drie met een rendement van 16%.

<sup>7</sup> Ook bij deze analyse leidt de aanpassing van een advies op dag  $t$  pas tot een portefeuillemwijziging op dag  $t+1$ . Voorts worden ook in deze analyse de rendementen gewogen naar rato van de afgetopte marktwaarde (maximumwaarde is 10 miljard euro) van de onderneming.

## 4. Conclusie

Het loonde in 2021 om analistenadviezen op te volgen. De aandelen waar analisten het meest positief over waren, deden het 2 procent beter dan het beursgemiddelde. De minst favoriete fondsen bleven 4 procent achter. Afgelopen jaar waren analisten gemiddeld gezien wederom optimistisch, daar maar liefst 55 procent van de uitstaande adviezen over Nederlandse aandelen een koopadvies betrof. Het percentage koopadviezen per bank varieerde van 44 procent tot 69 procent. Ook de behaalde rendementen varieerden sterk per bank. Het opvolgen van koopadviezen leverde bij elke bank een positief rendement op, maar alleen bij Goldman Sachs leverden de (impliciet) afgeraden aandelen een negatief rendement. Een theoretische long-shortportefeuille waarbij de aanbevolen aandelen gekocht zouden worden, terwijl de aandelen met houd- of verkoopadvies zouden worden verkocht, leverde bij deze bank met 27 procent het hoogste rendement.