



Verenigingsnieuws 4

Waar is de menselijke factor? 13

Aandelensplitsingen in Nederland:
een praktijkonderzoek 21

Een recept voor outperformance 30

Superioriteit aandelen wordt
overschat 36

Bijdrage vanuit de commissie
Investment Performance
Measurement 38



Waar is de menselijke factor 13

De laatste jaren verschijnt er steeds meer onderzoek dat laat zien dat er een relatie bestaat tussen sociale factoren van het ondernemingsbeleid en de financiële prestaties. Ondanks dit alles is de aandacht die dit onderwerp krijgt van financiële analisten gering. In deze bijdrage onderzoekt de auteur waar de geringe belangstelling voor de sociale factoren op is gebaseerd.

Aandelensplitsingen in Nederland: een praktijkonderzoek 21

In deze bijdrage wordt door de auteurs verslag gedaan van een empirisch onderzoek naar de rendementseffecten van stock splits in Nederland over de periode 1983 – 2003. De resultaten geven geen ondersteuning voor de meest gangbare theoretische verklaringen voor stock splits.

Een recept voor outperformance 30

In deze bijdrage geeft de auteur een overzicht van zijn 'recept voor outperformance' voor aandelen, zoals hij deze op basis van ervaring en bevindingen vanuit de empirische literatuur heeft ontwikkeld in de afgelopen 15 jaar.

Vernieuwde presentatiestandaarden voor vermogensbeheerders 38

Binnenkort verschijnt een nieuwe versie van de Global Investment Performance Standards (GIPS). De nieuwe GIPS, welke per 1 januari 2006 in werking treedt, zal wereldwijd in 25 landen de lokale standaarden vervangen. In deze bijdrage doet de commissie Investment Performance Measurement verslag van de belangrijkste aspecten van de nieuwe GIPS.

Agenda

Programma VBA

september 2005

21 september 2005 VBA seminar "Integrating non-financial/sustainability analysis in mainstream investing"
Erasmus Universiteit Rotterdam

oktober 2005

6 oktober 2005 Presentatie AIG "Private equity China/India en Zuidoost Azië"
nadere informatie volgt
18 oktober 2005 Presentatie ExxonMobil
nadere informatie volgt
eind oktober TAA conferentie
nadere informatie volgt

november 2005

1 november 2005 44^e Jaarvergadering VBA, aansluitend het Jaardiner
medio november ALM seminar over de problematiek bij pensioenfondsen
nadere informatie volgt
24 november 2005 Themabijeenkomst Fiduciair Management
nadere informatie volgt

Informatie over bovenstaande bijeenkomsten te verkrijgen bij het secretariaat:
telefoon: 020 - 618 28 12
e-mail: secretariaat@nvba.nl
of website www.nvba.nl

VBA Journaal

is een uitgave van VBA-Beroepsvereniging van Beleggingsdeskundigen
Weteringschans 87 e
1017 RZ Amsterdam

Hoofredacteur

Drs. A.J.C. de Ruiters

Plaatsvervangend hoofredacteur

Prof.Dr. Ph. Stork

Redactie

Drs. J.L.H. van der Kolk RBA
A.H. Leuftink
Drs. Ph.D.H. Menco RBA
Drs. K.P.B. Oldenkamp
Drs. A. Ratra RBA
Drs. M.B.A. Sanders RBA
Drs. C.M.H.G. de Vaan RBA

Redactieadres & opgave advertenties

VBA
Irma Willemsen
telefoon: 020 - 618 2812
e-mail: secretariaat@nvba.nl

Abonnementen

VBA
Weteringschans 87 e
1017 RZ Amsterdam
telefoon: 020 - 618 2812
e-mail: secretariaat@nvba.nl
Abonnementenprijs 2005:
€ 81,35 inclusief verzendkosten

Vormgeving en realisatie

az grafisch serviceburo bv,
Den Haag. www.az-gsb.nl

De in het VBA Journaal geplaatste artikelen geven de mening weer van de auteurs en niet noodzakelijk de mening van de redactie.

ISSN-nummer
0920-2269

Copyright © 2005
VBA-Beroepsvereniging van Beleggingsdeskundigen

Niets uit deze uitgave mag worden vervoelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van druk, fotokopie, microfilm of op welke wijze dan ook, zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van de uitgever.

Onlangs is de periode van de PIT toetst van DSI afgesloten. Vele VBA leden hebben deel genomen aan deze toets van vakbekwaamheid. In totaal zijn er door het niet tijdig afronden van deze toetst 573 deelnemers uit de registers geschrapt. Dat aantal is eigenlijk veel te hoog. Het is niet bekend of er onder deze deelnemers veel VBA leden zitten. Permanente Educatie krijgt steeds meer aandacht en met de nieuwe wet- en regelgeving is een bijscholing ook gewenst.

Ook voor specifieke vakinhoudelijke zaken zal de VBA starten met een programma van permanente educatie. In dit nummer leest u daar meer over. Wij hebben twee zeer prominente leden van de VBA bereid gevonden richting en sturing te geven aan het toekomstige VBA programma permanente educatie: de heren Jean Frijns en Jan Overmeer. Het bestuur is uiteraard zeer verheugd dat deze twee leden bereid zijn om deze werkzaamheden voor de VBA te verrichten.

Het zal vele leden zijn opgevallen dat de VBA website nog steeds niet in de lucht is. Er wordt hard aan gewerkt om nu binnen enkele weken met de nieuwe website van start te kunnen gaan. Wij houden u op de hoogte.

Het aantal keren dat de VBA wordt gevraagd deel te nemen aan consultaties rondes is tamelijk groot. Ook bij buitenlandse zusterorganisaties wordt dat vaak als een last ervaren, omdat de tijd ontbreekt om alle stukken diepgaand te analyseren. Daarom is er binnen EFFAS besloten om een internationale werkgroep wet- en regelgeving op te richten. Namens de VBA neemt één van de bestuursleden zitting in deze werkgroep.



René Willemsen



Dr. René Th. H. Willemsen RBA, voorzitter VBA

▣▣▣ Van de redactie

Recent heeft Jelles van As te kennen gegeven te redactie te zullen verlaten in verband met zijn vele drukke werkzaamheden. Wij zullen Jelles zeker gaan missen, niet in de laatste plaats vanwege de actieve inbreng die hij heeft gehad de laatste paar jaar; in het bijzonder bij de specials over prestaties van pensioenfondsen (zomer 2003) en matching (voorjaar 2005). Tegelijkertijd zijn wij verheugd om te kunnen melden dat we de redactie hebben kunnen versterken met Joost van der Kolk. Joost is senior portfolio manager bij de Stichting Pensioenfonds Hoogovens. Hij heeft zich daar actief bezig gehouden met de matching problematiek en de selectie van externe managers. Wij wensen hem een prettige en vruchtbare samenwerking binnen de redactie.

▣▣▣ Verslag IASB Roadshow

Op maandag 6 juni vond een bijzondere bijeenkomst plaats bij VNO-NCW in Den Haag. Een afvaardiging van IASB bood de mogelijkheid aan bedrijven en gebruikers van jaarrekeningen om te discussiëren omtrent hun ervaringen met IFRS. Hiermee werd een unieke kans geboden nader kennis te maken met de IASB en enkele van haar leden. IASB werd vertegenwoordigd door twee leden van de "board", Robert Garnett en Geoffrey Whittington, en een senior staf lid, Peter Clark. De bijeenkomst werd georganiseerd door de Raad voor de Jaarverslaggeving en was de eerste uit een reeks van in totaal 17 IASB "road shows" die internationaal wordt georganiseerd. Bij deze bijeenkomst kon ook een beperkt aantal VBA-leden aanwezig zijn.

Naast discussie over ervaringen was in beginsel tijd ingeruimd voor een korte inleiding omtrent IASB en haar doelstellingen, alsmede voor bespreking van projecten die bij IASB op de agenda zijn gezet. De meeste tijd van de in totaal vier uur durende bijeenkomst werd besteed aan de bespreking van een aantal onderwerpen aangedragen door deelnemers aan de hand van korte presentaties.

Doelstelling van IASB is het publiceren van kwaliteitsstandaarden die begrijpelijk en toepasbaar zijn en informatie opleveren die transparant en vergelijkbaar is. De gebruiker dient daarmee in staat te worden gesteld inzicht te verkrijgen in de gang van zaken binnen de onderneming en een vergelijking te

kunnen maken met andere ondernemingen. Daarnaast wordt convergentie tussen de verschillende internationale standaarden nagestreefd ter stimulering van internationale investeringen en de mondiale kapitaalmarkten. Het verwijt dat wel wordt gemaakt dat IASB wordt gedomineerd door de Verenigde Staten werd gerelativeerd door aan te geven dat acht van de veertien leden uit Europa afkomstig zijn, waarbij overigens wel het aantal leden uit het Verenigd Koninkrijk (vijf) opvalt.

Met betrekking tot de besproken onderwerpen zal het niet echt verbazen dat de verwerking van financiële instrumenten en pensioenen tot de discussiepunten behoorden, aangezien hier aanmerkelijke verschillen optreden in vergelijking met de in Nederland voorheen gehanteerde praktijk.

Ten aanzien van de pensioenen werd aandacht gevraagd voor de situatie die zich kan voordoen dat enerzijds op basis van IFRS een pensioenoverschot wordt berekend, terwijl anderzijds op basis van regels van de toezichthouder daar geen sprake van is. Dit probleem is door de Raad voor de Jaarverslaggeving voorgelegd aan het IFRIC voor interpretatie en is inmiddels in behandeling genomen. Dit geeft aan dat het een serieus vraagstuk is. Voor de oplossing van dit probleem is het antwoord op de vraag aan wie een pensioenoverschot toebehoort van essentieel belang.

Vanuit de kant van de financiële instellingen werd aandacht gevraagd voor de verwerking van financiële instrumenten, waardoor resultaten volatieler zouden worden en het risicomanagement wordt bemoeilijkt. De IASB afvaardiging was stellig in de reactie dat de IASB regels een beter inzicht geven van de werkelijk gelopen risico's. Een belangrijk kenmerk van IFRS is dat nu een waarde wordt toegekend aan derivaten. Een verandering van die waarde moet ergens worden verantwoord. Dit kan als onderdeel van een "hedge" worden verwerkt, indien de inhoud van de "hedge" voldoende gedocumenteerd is of anders via het resultaat. Dit laatste leidt tot moeilijk beheersbare resultaten.

Dat IFRS toepassing soms tot een curieuze uitkomst kan leiden bleek uit het aangedragen voorbeeld van een grensoverschrijdende interne levering van medi-

cijnen binnen een concern. In geval van een hoge marge, een belangrijk verschil in het belastingtarief in de betrokken landen en doorlevering van de medicijnen aan externe afnemers in een later boekjaar ontstaat een belastingvoordeel in het eerste jaar. Dit wordt gevolgd door een extra hoge belastingpost in het jaar van externe levering. Dit bemoeilijkt het geven van een winstprognose en zou manipulatie van het resultaat mogelijk maken.

IASB erkende het punt en stelde dat dit het gevolg is van het redeneren vanuit de balans. Dit leidt weliswaar tot een adequate balanspresentatie, maar geeft een verkeerd signaal in de resultatenrekening. Het risico van winstmanipulatie werd niet al te groot geacht, omdat slechts de belastingpost beïnvloedt wordt.

Vanuit de analistenkant werd aandacht gevraagd voor het feit dat de regels ingewikkeld zijn en dat het van belang is dat de inhoud van de verslaggeving snel doorgrond kan worden. Meer aandacht zou besteed moeten worden aan voor analisten relevante gegevens als Capex, geïnvesteerd vermogen, vermogenskosten en veronderstellingen in verband met een mogelijke "impairment". Tevens werd gepleit voor het verstrekken van meer tijdreeksen en ratio's die het liefst gecodeerd en elektronisch worden aangeleverd, zodat deze eenvoudig in waarderings-modellen kunnen worden verwerkt. Het stopzetten van de verstrekking van gegevens op pro-forma basis door bedrijven na de IFRS introductie wordt niet gezien als een verbetering.

In reactie hierop stelde IASB dat het onvermijdelijk is dat een verandering veel werk met zich meebrengt. Het XBRL-project werkt aan gecodeerde elektronische aanlevering van gegevens. Dat zou de ratio-analyse moeten gaan vereenvoudigen. Verstrekking van pro-forma gegevens vereist wel dat je het management, dat deze gegevens aanlevert, moet kunnen vertrouwen. Waardering van ondernemingen blijft een persoonlijk oordeel. Daarom zullen daar geen standaarden over komen. Vanuit de door verslaggeving verstrekte gegevens zal een ieder daar op eigen wijze invulling aan moeten geven.

Gezien de volle agenda met discussiepunten was er geen tijd meer voor bespreking van komende projecten, maar in de IASB hand-out zijn er een aantal opgenomen. Convergentie met de Amerikaanse FASB-standaarden is een belangrijk doel. In de tweede fase van

"Business Combinations" wordt beoogd de verschillen tussen IFRS en US Gaap op dit gebied weg te werken. Dit betekent dat dit mogelijk het eerste gezamenlijke IFRS-FASB voorstel wordt. Andere agendapunten omvatten onder meer omzetverantwoording, financiële instrumenten en verzekeringscontracten.

De IASB roadshows geven het belang aan dat IASB hecht aan "feed back" vanuit de praktijk. Tijdens de Nederlandse bijeenkomst werd een ieder dan ook aangemoedigd om te reageren en gesignaleerde knelpunten te melden bij IASB. Hopelijk kan onze vereniging hier een taak vervullen als de ervaringen met IFRS zijn toegenomen.

■ Dutch Commission on Bonds

Interest is interesting

Wie zegt dat de rente momenteel laag is, heeft gelijk. Immers historisch lage niveau's zijn afgelopen kwartaal bereikt in de kapitaalmarktrente (dieptepunt 10-jaars obligatierente op 3,12%). Wie echter zegt dat rente 'saai' is, heeft ongelijk! Gelet althans op de opkomst van internetsparen, de lage hypotheekrente, en de ingrijpende consequenties voor pensioenfondsen als gevolg van het nieuwe FTK (verplichtingen op marktwaarde). Factoren waardoor mensen - professioneel dan wel privé - zich wel met rente bezig moeten houden.

Actualiteit: EC Richtlijnen inzake Prospectussen

Vanaf 1 juni 2005 zal de nieuwe EC Prospectus Richtlijn van kracht worden voor alle Europese lidlanden (EEA) inclusief Nederland. Het doel van de richtlijn is een *single passport* te introduceren voor een uitgevende instelling met betrekking tot een prospectus inzake een publieke emissie van effecten of notering aan een beurs in de lidstaten. De consequentie is dat wanneer een prospectus eenmaal is goedgekeurd in een lidstaat, dan kan het worden gebruikt in de overige lidstaten. De Richtlijn omvat regelgeving over de informatie in de prospectus, de vormgeving, de publicatie en het plaatsen van advertenties. De Richtlijn is dus van toepassing bij: (a) publieke aanbidding van effecten door de uitgevende instelling binnen de EEA; of (b) aanvraag notering aan een effectenbeurs binnen de

Your independent custodian



KAS BANK is een onafhankelijke Europese bank gespecialiseerd in clearing, settlement en custody. Onze neutrale en onafhankelijke positie is uniek binnen de effecten- en bankenwereld.

Onze basisdienstverlening bestaat uit bewaarneming, afwickelen van transacties, beheerhandelingen, belastingterugvordering en de mogelijkheid om interactief uw effectenportefeuilles online, middels diverse dwarsdoorsneden, in te zien.

Buiten onze kernactiviteiten bieden wij u ook:

- Real-time online custody informatie
- Beleggings en Financiële administratie
- Treasury & Cash Management
- Performance meting & Risico analyse
- Securities Lending
- Compliance Monitoring
- Transactiekosten analyse & Commission Recapture
- Global Proxy Voting
- Administratie beschikbare premieregelingen

 **KAS BANK**
Committed to your business

EGON TIBBOEL / TELEFOON 020 557 5324 / EGON.TIBBOEL@KASBANK.COM
WWW.KASBANK.COM

EU. De implementatie van de nieuwe richtlijn per 1 juli en de zeer lage rentestand zijn ongetwijfeld de belangrijkste verklaringen voor de grote hoeveelheid aan nieuw uitgegeven papier in juni.

Europese Bond Commissie

De belangrijkste onderwerpen uit de laatste plenaire EBC vergadering in Wenen (9 en 10 juni) zijn: de constructie van een Euro Benchmark Curve, uitbreiding van EMU met de nieuwe EU-lidstaten (en de impact van de dubbele 'non' in Frankrijk en Nederland tegen de Europese grondwet), de prijsgevoeligheid van CMS obligaties, het OECD Pensioenproject (EBC is sponsor van dit pan-Europese project) en de bovengenoemde EC Prospectus Directive (implementatie in Oostenrijk). Geïnteresseerden verwijzen we graag naar de website van EBC, te weten www.effas-ebc.org. Volgende vergadering staat gepland voor 20 en 21 oktober in Parijs.

Komarnicki Prijs

De Komarnicki prijs is een jaarlijks toe te kennen prijs van EUR 500,00 door de EBC aan de beste scriptie van een student (HBO, WO of VBA) die op 1 juni 2005 nog studerende was (of zelfs nu nog studerende is). De prijs is een eerbetoon aan een langdurig lid van de Commissie, Richard Komarnicki, die in juni 2003 op 52-jarige leeftijd is overleden. De scriptie moet raakvlakken hebben met de vastrentende wereld (van obligaties tot rentederivaten). De scriptie - of samenvatting ervan - mag maximaal 5.000 woorden bevatten. Inzendingen kunnen gericht worden aan het secretariaat van de EBC, Secretary@EFFAS-EBC.com uiterlijk 30 september 2005. De inzendingen worden beoordeeld door het Executive Committee van de EBC (zie website) en de winnaar zal worden aangekondigd in de oktober-vergadering van de EBC (21 oktober). Als lezer van het VBA-journaal kent u mogelijk geschikte kandidaten voor deze prijs.

Onze leden

De DCB verwelkomt al uw ideeën of suggesties ten aanzien van genoemde of nieuwe onderwerpen. U kunt daartoe te allen tijde contact opnemen met het VBA-secretariaat of rechtstreeks met de leden van onze commissie.

☐☐☐ Commissie Duurzaam Beleggen

21 september 2005
VBA seminar
“Integrating non-financial/sustainability analysis in mainstream investing”

Ziet mainstream beleggingsland iets over het hoofd?

Duurzaam beleggen heeft een geitenwollen sokken imago. Interessant misschien voor die enkele idealist die nog gelooft de wereld te kunnen veranderen in een betere wereld. Voor de serieuze belegger is het nauwelijks de moeite waard om zelfs maar dit stuk tekst te lezen. Toch besteden steeds meer pensioenfondsen en beleggingsmaatschappijen serieuze aandacht aan Duurzaam Beleggen. Ziet mainstream beleggingsland dan toch iets over het hoofd?

VBA Commissie Duurzaam Beleggen

De VBA-Commissie Duurzaam Beleggen (CDB) denkt van wel. In 2003 organiseerde de CDB het seminar “Institutioneel duurzaam vermogensbeheer in Nederland”. In het katern nr. 11, dat is verschenen na aanleiding van dit seminar, wordt een aantal aanbevelingen voor vervolgonderzoek gedaan naar het gebruik van niet-financiële indicatoren in mainstream beleggingsonderzoek.

Seminar

Op 21 september 2005 organiseert de CDB dan ook een nieuw seminar met als titel “Integrating non-financial/sustainability analysis in mainstream investing”. Het seminar zal plaatsvinden aan de Erasmus Universiteit te Rotterdam

Op dit seminar zullen bekende duurzame ratingbureaus, vermogensbeheerders, pensioenfondsen en brokers ingaan op de vraag hoe niet-financiële/duurzame research in het beleggingsproces geïntegreerd kan worden.

Het seminar is verdeeld in vier blokken, waarin de verschillende methoden hiertoe worden toegelicht. Dit gaat van het gebruik van uitsluitingscriteria tot aan de volledige integratie van zowel niet-financiële als financiële indicatoren in het beleggingsproces.

Daarnaast worden in het vierde blok de Engagement

strategieën toegelicht, waarbij niet door middel van screening vooraf het universum wordt bepaald, maar voor het bestaande beleggingsuniversum een dialoog met de bedrijven waarin wordt belegd wordt aangegaan.

Door middel van presentaties, paneldiscussies en vragen uit de zaal zal een duidelijk beeld worden geschetst van de bruikbaarheid van niet-financiële/duurzame analyse in het beleggingsproces. Kortom een uitgelezen kans zelf te oordelen of duurzame analyse een waardevolle toevoeging is aan beleggingsanalyse of dat het inderdaad zijn geitenwollen sokken imago verdient.

Meer informatie over het seminar en de werkgroep is te vinden op de website www.vbawerkgroepmnb.nl. Opgeven voor het seminar kunt u bij het VBA-secretariaat secretariaat@nvba.nl.

☐☐☐ Permanente Educatie: Eerste modules in het najaar van start!

Jaap van Dam

De enquête per e-mail onder leden inzake permanente educatie heeft een duidelijk beeld opgeleverd. Bijna 80% van de inzenders is het eens met de stelling dat Permanente Educatie een morele verplichting is. En meer dan 80% van de respondenten vindt dat de VBA permanente educatie hoort aan te bieden of te faciliteren. De uitkomsten komen goed overeen met het beeld dat uit eerdere interviews met VBA'ers en werkgevers naar voren kwam. Het bestuur ziet dan ook alle redenen om de volgende stap te zetten, namelijk het ontwikkelen van een concreet aanbod van Permanente Educatie-modules, nauwkeurig afgestemd op de vraag van de leden. Al in het najaar van 2005 zullen de eerste modules worden aangeboden. De inschrijving start in september. Van verplichtstelling in welke vorm dan ook is geen sprake.

Naar mening van het bestuur is de introductie van Permanente Educatie een mijlpaal in de ontwikkeling van de Vereniging.

Het vooronderzoek inclusief enquête en interviews alsmede de vormgeving en ontwikkeling van de eerste 7 modules van de Permanente Educatie worden in opdracht van het bestuur uitgevoerd door Johan van der Ende. Deze is als lid van het curatorium van de

VBA-opleiding al een aantal jaren nauw betrokken bij het opleidingsprogramma van het VBA.

Respons en belangrijkste uitkomsten enquête

Op de enquête is gereageerd door 157 leden. Dit betekent dat de respons circa 15% bedroeg. Opvallend is dat de respons op de enquête veel hoger was onder jongere dan onder oudere leden. De respons kan dan ook niet zonder meer als representatief voor alle leden worden gezien. Tegelijk is de groep respondenten groot en enthousiast genoeg over Permanente Educatie om een relatief uitgebreid eerste aanbod van Permanente Educatie te rechtvaardigen¹.

Zoals reeds vermeld is een zeer grote meerderheid voorstander van het hebben van een vorm van Permanente Educatie die ook door de VBA gefaciliteerd moet worden.

Over toetsing als onderdeel van de Permanente Educatie is de uitkomst van de enquête verdeeld: slechts 46% van de inzenders vindt dat er een vorm van toetsing bij Permanente Educatie hoort. Wanneer die toetsing vrijwillig zou zijn dan vindt 69% dat dit een goed idee is, maar slechts 27% zou de toets dan ook zelf willen doen. Ook een ingangstoets vooraf valt maar matig: 41% is hier voorstander van. Op grond van het voorgaande is besloten om toetsing geen deel te laten zijn van ons aanbod. Wat betreft vorm en gewenste locatie zijn de uitkomsten duidelijk. Er is een grote voorkeur voor workshops en cases boven 'traditionele' colleges. Als locatie is Amsterdam favoriet (59%), met Utrecht (15%) als runner up. Op basis van het voorgaande is besloten de cursussen in Amsterdam te laten plaatsvinden, in de vorm van workshops.

Inhoud en vorm van het aanbod van Permanente Educatie

In nauwe aansluiting op de uitkomsten van de enquête heeft het bestuur besloten een zevental eerste Permanente Educatie modules te ontwikkelen. Van verplichtstelling is geen sprake. De gekozen modules kwamen uit de uitkomsten van de enquête als de meest gewilde naar voren. Een aantal cursussen zal aangeboden worden als 'refresher' cursussen, een aantal cursussen zal een 'advanced' karakter hebben. De volgende onderwerpen zullen naar verwachting aangeboden gaan worden:

- derivaten
- commodities en
- behavioral finance
- hedge funds

- risico management
- asset & liability management, en
- IFRS

De modules zullen verschillen in lengte van 1 tot circa 4 dagdelen. De cursussen worden in beperkte groepen in workshopvorm met maximaal 25 deelnemers gegeven. Interactie tussen deelnemers en docent zal in ruime mate mogelijk zijn. In elke module worden één of meerdere casussen opgenomen.

Als locatie wordt waarschijnlijk gekozen voor het Rosarium in Amsterdam. Leden worden ruimschoots van tevoren op de hoogte gesteld van de inhoud en de details van het programma.

Van toetsing zal zoals gezegd geen sprake zijn. Wel wordt nog nagedacht over registratie van deelname zodat er bijvoorbeeld certificaten of bewijzen van deelname kunnen worden verstrekt.

Het aanbod staat zowel open voor leden als voor niet-leden van de VBA, maar zal voor de leden aanzienlijk goedkoper zijn.

Kwaliteitsbewaking en aansluiting bij de wensen van leden en deelnemers zullen hoog in het vaandel staan. Het programma komt daarom onder toezicht van een curatorium. Het curatorium zal in de beoordeling van de gegeven cursussen en de verdere ontwikkeling van het cursusaanbod ruim aandacht geven aan de feedback van de cursisten, onder ander in de vorm van evaluaties.

Het bestuur denkt dat de VBA met de invoering van Permanente Educatie een belangrijke stap voorwaarts zet in de dienstverlening voor haar leden.

Noot

- 1 Het rapport met de volledige uitkomsten van de enquête kan per e-mail worden opgevraagd bij Irma Willemsen, secretariaat@nvba.nl

Commissie Investment Performance Measurement

In het onderstaande stelt de Commissie Investment Performance Measurement u in kennis van een aantal ontwikkelingen. De meeste hebben te maken met de wereldwijde Global Investment Performance Stan-

dards (GIPS). GIPS wordt gehanteerd door vermogensbeheerders bij de informering van prospects om te waarborgen dat historische rendementen op ethisch verantwoorde wijze worden gepresenteerd. De standaarden zijn een initiatief van het Amerikaanse CFA Institute. De standaarden worden ontwikkeld door een zogenaamde standing committee van CFA Institute: het Investment Performance Council (IPC). Dit IPC kent een wereldwijde bezetting. In het organisatorische plaatje is voorts nog belangrijk dat sprake is van een Europese IPC (EIPC) waarin de Commissie rechtstreeks participeert en nationale commissies zoals VBA IPM die input en commentaren leveren.

GIPS 2006

Het meest belangrijke nieuwsfeit in het lopende jaar is dat aanstaande 1 januari 2006 de nieuwe versie van de GIPS van kracht is. Wij hebben u daarover reeds eerder bericht. Kort samengevat zijn in Revised GIPS (ook wel GIPS 2006 genoemd) verschillende aanbevelingen uit GIPS 1999 omgezet in vereisten en is de standaard uitgebreid met eerder gepubliceerde aanvullingen, de zogenaamde provisions over bijvoorbeeld de omgang met de verschillende fees binnen de berekening van performance cijfers en standaarden voor de behandeling van vastgoed en private equity. Tenslotte is aan deze standaarden nog een aantal nieuwe punten toegevoegd. Wij kunnen niet genoeg benadrukken dat vermogensbeheerders die compliant zijn met GIPS of VBA-PPS 2003 vanaf 1 januari 2006 gehouden zijn aan de richtlijnen van GIPS 2006!

GIPS 2006 in het Nederlands

In de overtuiging dat een Nederlandstalige versie van GIPS bijdraagt aan de toepassing van en de kennis over GIPS werkt de Commissie heden aan de vertaling. Deze zal naar verwachting in het najaar verschijnen als VBA katern. Deze nieuwe vertaling krijgt de naam GIPS en zal de VBA-PPS 2003 (de vertaling van de GIPS standaarden uit 1999) vervangen. Hiermee verdwijnt tevens de merknaam VBA-PPS 2003 van het toneel. Deze naamgeving zal ook worden toegepast in andere landen. De grote toegevoegde waarde is dat wereldwijd nog maar één naam voor de standaard wordt gebruikt en dat is GIPS.

Consistentie

GIPS kent feitelijk drie lagen met regels. Bovenal is er de feitelijke tekst van GIPS en daarnaast zijn er Guidance Statements en Questions & Answers waar compliant vermogensbeheerders zich ook aan moeten

houden. Met het publiceren van GIPS 2006 is een aantal inconsistenties ontstaan met de Guidance Statements en Q&A's. Recentelijk heeft het CFA Institute laten weten deze documenten aan te sluiten met GIPS 2006. Het voornemen is deze aanpassing verwerkt te hebben voor de effectieve datum van de nieuwe standaarden (1 januari 2006).

Handboek

Bij de publicatie van GIPS 1999 heeft het CFA Institute (deze organisatie was toen nog bekend onder de naam AIMR) een handboek uitgegeven waarin nadere uitleg over de standaarden was opgenomen. Destijds werd aangekondigd dat aanvullingen op de standaarden in vergelijkbaar formaat zouden worden uitgegeven zodat gebruikers van de standaarden het handboek up-to-date konden houden. Van dit voornemen is uiteindelijk weinig terecht gekomen. Echter, voor de publicatie van GIPS 2006 zal een nieuw handboek uitgegeven worden, dat tegen het einde van het jaar verkrijgbaar is en besteld kan worden op de website van het CFA Institute (<http://www.cfainstitute.org/cfacentre/ips>).

Public awareness GIPS

De GIPS-beleidsmakers hebben geconcludeerd dat de wereldwijde toepassing van GIPS door sommige gebruikersgroepen achter blijft bij de doelstelling. Om de standaarden meer te promoten bij institutionele beleggers, investment consultants en toezichthouders gaat het CFA Institute campagne voeren voor het gebruik en nut van GIPS voor beleggers en consultants. De Commissie is betrokken bij het uitdenken van het actieplan.

Status Guidance Statements

Het uitbreiden van toelichting op GIPS is een on-going business. Voorgelegd ter adoptie door IPC is:

- Guidance Statement on Wrap Fee/Separately Managed Account Performance

Voor de volgende Guidance Statements is de commentaarperiode inmiddels gesloten en is het wachten op een tweede versie:

- Guidance on Portfolio Record keeping
- Guidance on the Use of Leverage and Derivatives
- Guidance on Error Correction
- Guidance on Verifier Independence

De volgende Guidance Statements zijn in ontwikkeling of zijn gepland voor de nabije toekomst:

- Firm Mergers and Acquisitions
- Composite Maintenance (nog geen tijdslijn)
- Taxation Guidance (nog geen tijdslijn)

De commissie geeft op ieder van de gepubliceerde voorstellen een reactie. Op de website van het CFA Institute kan te allen tijde de laatste stand van zaken in het kader van deze Guidance Statements worden opgezocht (http://www.cfainstitute.org/cfacentre/ips/gips/proposedgips_status.html).

Activiteiten in Europees verband

EIPC

Binnen Europa is de European Investment Performance Council (EIPC) actief. EIPC is een subcommittee van IPC en bestaat voornamelijk uit afgevaardigden uit lokale performance meting-commissies zoals de VBA-IPM. Binnen het EIPC zijn verschillende initiatieven opgestart voor de het opstellen van aanvullende uitleg en richtlijnen voor het gebruik van GIPS.

Inmiddels levert de Commissie IPM de voorzitters van twee van de drie Europese werkgroepen en hebben nog eens twee leden zitting in werkgroepen. Het gaat om de werkgroepen:

- Risk measures: het gebruik van risicomaatstaven in performancepresentaties
- Balanced mandates: de behandeling van balanced mandaten bij toepassing van GIPS
- Client reporting: de minimale bestanddelen over performance meting in klantrapportages

EFAMA & EIPC

De European Fund and Asset Management Association (EFAMA, www.efama.org) is een belangenorganisatie voor de Europese beleggingsindustrie en heeft goede contacten met de Europese Commissie en organisaties van toezichthouders. De GIPS-organisatie, in dit verband in de hoedanigheid van EIPC, en EFAMA hebben zelfregulatie als belangrijk gemeenschappelijk doel. EIPC heeft veel inhoudelijke ideeën, maar heeft moeite die bij toezichthouders onder de aandacht te brengen. EFAMA heeft juist goede contacten met die toezichthouders. Beide partijen hebben elkaar gevonden en besloten tot een gemeenschappelijke werkgroep, waarbinnen onderwerpen als rapportage aan klanten van vermogensbeheerders en het verschaffen van inzicht in risico van producten waarschijnlijke onderwerpen zijn.

Overleg met DNB en AFM

De Commissie IPM heeft contacten met verschillende stakeholders in de financiële markt. Twee daarvan zijn De Nederlandsche Bank (DNB) en Autoriteit Financiële Markten (AFM). DNB en AFM hebben de afgelopen periode een presentatie verzorgd voor de Commissie, waarmee een impuls is gegeven aan de relatie tussen toezichthouders en de Commissie. DNB ging in op de komst van het Financieel Toetsingskader dat naar verwachting per 1 januari 2006 wordt ingevoerd voor het toezicht op pensioenfondsen. De discussie met AFM concentreerde zich op ontwikkelingen in de bescherming van consumenten en consumentenvoorlichting.

Ontwikkelingen in de organisatiestructuur rond GIPS

GIPS governance

Met de komst van GIPS 2006 is een belangrijke stap gezet in het upgraden van de standaarden. Met dit resultaat is tevens een periode afgesloten, maar dit betekent niet dat er een einde is gekomen aan het verder uitbouwen van GIPS. Wel heeft men aanleiding gevonden de organisatiestructuur eens tegen het licht te houden. Nu daadwerkelijk sprake is van één wereldwijde standaard is het logisch de diverse nationale sponsors van GIPS beter bij de besluitvorming te betrekken. De zogenaamde Governance structuur gaat naar alle waarschijnlijkheid flink veranderen. Knopen zullen in het derde kwartaal worden doorgehakt, zodat wij u daarover later dit jaar kunnen berichten. Wat nu al wel duidelijk is en wat voor de Commissie belangrijk is, is dat er een transparant en openbaar platform komt waarin onze commentaren en ideeën besproken zullen worden. Dit zal leiden tot een betere interactie tussen de diverse nationale denktanks en besluitvormende organen.

CGIPS opleiding

Het CFA Institute verzorgt momenteel de bekende CFA opleiding. Daarnaast wil het CFA Institute vanaf volgend jaar een tweede opleiding starten en wel ten behoeve van de verdere professionalisering van de performance meting functie. Deze opleiding zal volledig onafhankelijk functioneren van de bestaande CFA opleiding. Op deze manier erkent het CFA Institute het steeds grotere belang van performance meting in de vermogensbeheerindustrie en de vraag naar kwalitatief goede professionals. De verwachting is dat niet

alleen performance metings professionals bij vermogensbeheerders de opleiding gaan volgen, maar ook verificateurs die zich met GIPS-verificatie bezighouden, consultants die institutionele beleggers helpen met het selecteren en aanstellen van vermogensbeheerders en ten slotte ook de toezichhouders.

De opleiding zal bestaan uit twee examens waarbij aandacht wordt besteed aan de volgende onderdelen:

- Ethiek
- GIPS (inclusief Guidance Statements)
- Berekening, evaluatie en analyse van performance cijfers

Een succesvolle afronding van deze opleiding levert de kandidaat de titel CGIPS op. CFA leden die de CFA opleiding hebben voltooid worden vrijgesteld van de vereiste werkervaring.

Recommendations & Financial Ratios 2005

As of 1 January 2005 listed companies implement the new international accounting standards IFRS and IAS. With reference to IFRS and IAS, the Danish Society of Financial Analysts and the Norwegian Society of Financial Analysts have jointly developed a new publication on Key Ratios / Financial Ratios. The recommendation is a clear and concise presentation with definitions and examples.

Table of Contents	Appendices
Preface	I Income Statement Account
Introduction - Transition to IFRS	II Consolidated Balance Sheet
Focus on more operations-oriented	III Consol. Cash Flow Statement
Key Ratios	for Reporting Companies
Profitability and Efficiency Ratios	IV Cash Flow Statement for
Investments Ratios	Analytical Purposes
Banking	V Form A - Stock Options Granted
Insurance	VI Form B - Status Report on
Shipping	Share-Based Payments
	VII An Example

This publication should be of interest to the Society's members of the VBA and can be ordered for 35 Euro.

Geïnteresseerde kunnen deze publicatie bestellen via e-mail secretariaat@nvba.nl of fax 020 - 6182542.

In Memoriam: Frank Vlug (44)

"C'est la vie" ... zou de Engelsman zeggen ...

In de loop van zondag 8 mei bereikte ons het treurige nieuws dat Frank Vlug was overleden.

De VBA leden die Frank gekend hebben, kennen hem als een toegewijd technisch analist met heel veel hart voor de zaak. Ook binnen de VBA was Frank één van de mensen die betrokken was bij het (re-) activeren van een commissie technische analyse.

Frank is zijn carrière begonnen als medewerker van de toenmalige NMB bank. Zoals zijn vrouw recentelijk treffend wist te vertellen dacht Frank dat hij de technische analyse had uitgevonden ... totdat hij erachter kwam dat het een echt vak is!!! Kort daarna trad hij in dienst bij IRIS/Robeco om daar fulltime technisch analist te worden. Daar ontwikkelde hij zich verder tot een echte professional en werd later hoofd van de afdeling. Uiteindelijk kroop het bloed waar het blijkbaar toch niet gaan kon en veruilde Frank zijn stek in Rotterdam voor een bestaan als ondernemer met een eigen zaak "Technical Analysis Consultancy". Het feit dat hij ook in de moeilijke beursjaren 2000-2003 zeer succesvol kon opereren zegt wat over de kwaliteit.

Ergens in maart belde hij mij op om te vertellen dat er darmkanker bij hem geconstateerd was. Het goede nieuws, zoals hij zelf zei, was dat het in een erg vroeg stadium geconstateerd was. De doktoren waren optimistisch en gingen er vanuit dat een relatief eenvoudige operatie genoeg zou zijn om volledig te kunnen genezen. Kort na de diagnose was gesteld onderging Frank deze operatie en volgens de initiële berichten was deze erg goed verlopen. Het had eigenlijk niet beter kunnen gaan. Een paar dagen na de operatie begonnen er echter complicaties op te treden en de situatie werd eigenlijk met de week erger en erger. Uiteindelijk was de derde hartstilstand in ongeveer zes weken zelfs voor Frank teveel ...

Wij zullen ons Frank herinneren als een enthousiast analist en iemand waar je op kon rekenen. Geen grote verhalen maar gewoon afleveren wat er was afgesproken en altijd bereid om een helpende hand te bieden. Hij laat een hechte familie achter. Zijn vrouw Loes en hun kinderen Dominique (12) en Thomas (15) zullen zijn steun en aanwezigheid node missen.

So long Frankie-boy!! Wij zullen je missen.

Juus de Kempnaer

De wekelijkse boodschappen



Ziet uw vermogensbeheerder deze mogelijkheden ook?

Voor meer informatie: 010 - 27 57 111

hans.goossens@schroders.com

willemjan.vangijzen@schroders.com

tim.vanduren@schroders.com

www.schroders.com



Schroders

Waar is de menselijke factor?

Financiële analyses geanalyseerd

Veel wetenschappers stellen zich al jarenlang de vraag of bedrijven die bovengemiddelde aandacht besteden aan hun medewerkers, het milieu en de samenleving, betere financiële resultaten behalen dan bedrijven die hier minder oog voor hebben². Hoewel er inmiddels veel signalen zijn dat extra aandacht voor deze aspecten van ondernemerschap het bedrijfsresultaat ten goede komen, is het debat zeker nog niet beslist. Er zijn namelijk ook negatieve en 'onbesliste' onderzoeksresultaten beschikbaar³.

Financiële analisten blijken ondertussen nauwelijks in dit debat geïnteresseerd te zijn. Zo meldde het Financieele Dagblad recentelijk dat onderzoek onder analisten had aangetoond dat hun belangstelling voor de sociale, maatschappelijke en milieuaspecten van het ondernemen 'volstrekt marginaal of non-existent' is (Janssen Groesbeek, 2005). Noch in hun analyses, noch in hun rapportages nemen zij dergelijke aspecten op systematische wijze mee.

In dit artikel wordt onderzocht waarom de meeste analisten bovengenoemde aspecten van ondernemerschap in hun analyses negeren. Hierbij richt ik me met name op de sociale aspecten, dat wil zeggen op die onderdelen van het bedrijfsbeleid die gericht zijn op de eigen medewerkers. Het gaat dan bijvoorbeeld om opleidingen, diversiteit, verzuimpreventie, zorg/werk-voorzieningen, het voorkomen van discriminatie, inspraak, werkteams, arbeidsvoorwaarden, arbeidsomstandigheden, arbeidsveiligheid, 'workplace practises', etc. Al deze aspecten zijn nauw verbonden met de interne organisatie van de onderneming en tonen hoe het management van de onderneming het sociale beleid concreet vorm geeft.

Sander Boleij¹,
ING



Onderzoek toont de mogelijke financiële impact van sociaal ondernemerschap aan

Er bestaan talrijke onderzoeken die laten zien dat extra aandacht voor de sociale aspecten van ondernemerschap medebepalend kan zijn voor de financiële bedrijfsresultaten. Hiermee is niet gezegd dat bedrijven die hier extra aandacht aan besteden ook altijd tot betere bedrijfsresultaten zullen komen. Er zijn ook onderzoeken bekend waar een negatief of onduidelijk verband gevonden is, maar naar mijn weten zijn deze duidelijk in de minderheid⁴. Hieronder worden enkele 'positieve onderzoeken' kort aangestipt. Let wel: de lijst is niet uitputtend, enkel illustratief⁵.

HR-beleid en -uitvoering

Wetzker, Strueven en Bilmes (1998) hebben een *peoples scorecard* ontwikkeld, bedoeld om de kwaliteit van het Human Resources-beleid (HR) van bedrijven te beoordelen. Daartoe verzamelden zij HR-data van meer dan 200 bedrijven in de Verenigde Staten en Duitsland. Deze gegevens werden ingedeeld in twee soorten: indicatoren van 'traditioneel HR-beleid' (werving, selectie, beloning, opleiding, promotie, etc.) en bijdragen van HR-beleid aan het 'ondernemerschap van medewerkers' (beschikbaarheid van flexibele arbeidsvoorwaarden, inspraakmogelijkheden, werkteams, instrumenten ter stimulering van innovatief gedrag, winstdelingsregelingen, prestatiebeloning). Door deze aspecten te combineren met financiële bedrijfsdata kwamen de onderzoekers tot de conclusie dat bedrijven die – vergeleken met hun concurrenten – hoog scoorden op de 'peoples scorecard' tevens een beter aandelenrendement behaalden dan de concurrenten. Gemeten over de periode 1989-1998 behaalden de hoogst scorende bedrijven in de Verenigde Staten een gemiddeld koersrendement van 27% per jaar terwijl de laagst scorende bedrijven een rendement van 8% lieten zien. Bedrijven met gemiddelde scores realiseerden een gemiddelde jaarlijkse koerswinst van 21%, hetgeen redelijk overeenkomt met de gemiddelde performance van de S&P500 (19,2%). In Duitsland werden soortgelijke resultaten gevonden. Verder bleek dat bedrijven die enkel goed scoorden op de traditionele HR-factoren, geen betere koersrendementen lieten zien. Dit onderstreept het belang van een op ondernemerschap gericht HR-beleid.

Diversiteit

Uit onderzoek gericht op 63 verschillende bankkantoren in drie verschillende Amerikaanse staten, concludeerde Richard (2000) dat een divers opgebouwd personeelsbestand (verschillende leeftijden, geslachten, rassen, seksuele geaardheden en sociale klassen) goed was voor de arbeidsproductiviteit, de return on equity (ROE) en 'growth in sales'. Dat gold vooral voor *groeibank* ondernemingen⁶. Voor de verklaring van het gevonden positieve (en significante) verband verwijst Richard naar eerdere (laboratorium)onderzoeken die aantonen dat heterogeen samengestelde groepen doorgaans tot hoogwaardigere besluiten, ideeën en producten komen⁷. Zo kunnen dergelijke groepen bijvoorbeeld beter de uiteenlopende wensen en ideeën van (heterogene) klanten inschatten.

Opleidingen

Bassi e.a. (2000) stellen dat, zou opleidingsinformatie per onderneming openbaar beschikbaar zijn, beleggers er profijt van zouden kunnen hebben. Op basis van ASTD-data (American Society for Training & Development) onderzochten zij daartoe 575 Amerikaanse beursgenoteerde bedrijven over de periode 1996/1998. De conclusie: bedrijven die bovengemiddeld investeren in opleidingen voor medewerkers laten ook bovengemiddelde financiële resultaten zien (gemeten als koersrendement plus dividend). De top 50% investeerders in opleidingen lieten een totaalrendement zien van 36,9%, de onderste helft slecht 19,8%. Ter vergelijking: de S&P-index steeg met 25,5%. Soortgelijke resultaten bleken eveneens te bestaan voor de bruto winst marge, de return on assets, de winst per werknemer en de price-to-book-ratio.

Inspraak, participatie en werknemerstevredenheid

Harter, Schmidt en Hayes (2002) onderzochten op basis van data uit de Gallup Workplace Audit, 7939 business units van 36 verschillende bedrijven. De conclusie: er is een duidelijk positief verband tussen de tevredenheid en betrokkenheid van medewerkers enerzijds en de bedrijfsresultaten (productiviteit, verloop, ongelukken, winst en klanttevredenheid) anderzijds. Zo concluderen zij dat business units met de beste score op medewerkersparticipatie (in de top 25%) een winstgevendheid vertonen die gemiddeld genomen één tot vier procentpunt hoger ligt dan de

winstgevendheid van bedrijven met de laagste score (laagste 25%).

In bovenstaande publicaties wordt de gehanteerde onderzoeksmethode uitvoerig door de auteurs beschreven, inclusief een beschrijving van de data (herkomst, kwaliteit, etc.). De verschillende onderzoekers geven tevens aan rekening te hebben gehouden met mogelijke versturende invloeden (sectorbiases, responsbiases, de omvang van ondernemingen, etc.). Tevens is er getest op ‘spurious correlations’ en is onderzocht in hoeverre de gevonden resultaten significant zijn. Uiteindelijk komen alle onderzoekers tot een soortgelijke conclusie: een management dat oog heeft voor de menselijke kant van het bedrijfsproces kan daar duidelijke financiële voordelen van ondervinden. De vraag is nu: is een dergelijke notie ook terug te vinden in de analyses van financiële analisten?

Dagelijkse praktijk: financiële analisten negeren sociale aspecten van ondernemerschap grotendeels

Nadat de financiële wereld in oktober 2001 werd opgeschrikt door het Enron-debacle legde de voorzitter van AIMR – de Amerikaanse beroepsorganisatie van financiële analisten – in de Amerikaanse Senaat een verklaring af. Hierin zei deze onder meer:

“What are Wall Street analysts expected to do? These analysts are assigned companies and industries to follow, are expected to research fully these companies and the industries in which they operate, and to forecast their future prospects. Based on this analysis, and using appropriate valuation models, they must then determine an appropriate fair price for the

company’s securities. After comparing this fair price to the current market price, the analyst is able to make a recommendation. If the analyst’s “fair price” is significantly above the current market price, it would be expected that the stock be rated a buy or market outperform”⁸

Het citaat geeft aan wat analisten zelf als hun taak zien: het waarderen van bedrijven. En dit is geen eenvoudige taak, met name doordat de waarde van een onderneming door oneindig veel factoren kan worden beïnvloed. Om de meest relevante waardedrijvers te kunnen achterhalen is veel informatie nodig. Analisten halen die uit zeer uiteenlopende databronnen. Uiteindelijk slaan de (belangrijkste) bevindingen van de analyse neer in een ‘research report’.

Wie in dergelijke analistenrapporten op zoek gaat naar de eerder genoemde sociale aspecten van ondernemerschap zal er maar weinig vinden. Om dat aan te tonen heb ik 23 omvangrijke researchrapporten van verschillende sell-side analisten aan een inhoudsanalyse onderworpen⁹. Daarbij heb ik me met name gericht op de vraag: in hoeverre worden sociale aspecten door analisten zichtbaar meegenomen in de analyse? In tabel 1 worden de belangrijkste resultaten getoond.

Samenvattend blijkt dat het aantal in deze rapporten gevonden sociale aspecten zeer beperkt is (37)¹⁰. Daarnaast blijken de meeste van de gevonden aspecten verdekt te zijn opgesteld, meestal in een enkel woord of (bij)zin. Ook valt op dat ze vaak onderdeel uit maken van – of verwijzen naar – ‘quality of management’, een term die veelvuldig terugkeert maar in geen van de onderzochte rapporten nader wordt onderbouwd. Verder zijn de gevonden sociale aspecten zeer globaal geformuleerd; argumenten en feiten ontbreken. In geen enkel rapport maken ze een zichtbaar onderdeel uit van de standaardinstrumenten en methodes van analisten. Ze ademen veelal de sfeer uit van gelegenheidsargumenten.

Bovenstaande conclusie – dat financiële analisten in hun rapportages weinig aandacht besteden aan sociale aspecten – is niet nieuw.

Ernst & Young (E&Y) kwamen – door middel van een breed opgezet onderzoek in 1997 op een aantal punten al tot soortgelijke conclusies. Naast een

Tabel 1: Sociale aspecten in 23 sell-side analisten rapporten # treffers

Bedrijfsbeleid/resultaten met betrekking tot opleidingen, diversiteit, verloop, werkteams, discriminatie, werknemersinspraak, arbeidsomstandigheden, workplace practises, zorg/werk-voorzieningen	0
Bedrijfsbeleid/resultaten met betrekking tot medewerkerstevredenheid	2
Bedrijfsbeleid/resultaten met betrekking tot verzuim	2
Bedrijfsbeleid/resultaten met betrekking tot arbeidsveiligheid	1
Kwaliteit van het management	23
Benoemingen/ontslagen topmanagement	5
Overtreding van wetten door medewerkers	3
Opmerkingen over ethisch gedrag	1
Totaal	37

groot aantal interviews met portefeuillemanagers en een survey onder 275 buy-side beleggers, onderzochten zij 300 sell-side researchrapporten op het gebruik van zogenaamde niet-financiële factoren. Hoewel E&Y hun conclusie 'positief' formuleren (er komen wel degelijk niet-financiële factoren in de sell-side rapporten voor; in totaal noemen zij 39 factoren waaronder de uitvoering en kwaliteit van de corporate strategy, de geloofwaardigheid van het management en innovativiteit) valt tegelijkertijd op dat de sociale factoren in hun onderzoeksresultaten een ondergeschikte rol spelen. Ze staan nagenoeg onderaan aan de lijst. Een tweede noemenswaardig onderzoek is dat van Previts e.a. (1994). Door middel van een zogenaamde 'content-analyse' onderzochten zij 479 sell-side analistenrapporten (3500 pagina's) op een groot aantal aspecten. Eén van de onderzochte aspecten betrof de aanwezigheid van niet-financiële data in deze rapporten. Die bleken volop te vinden, maar een nadere beschouwing leert dat het hier niet om sociale factoren gaat maar om marktaandeel, de concurrentiepositie, het management, de strategie, gebruikte technologieën, voorraadsystemen, etc.

Nu zou men kunnen beweren dat de afwezigheid van sociale aspecten in analistenrapporten nog niet automatisch impliceert dat analisten deze in hun onderzoek hebben genegeerd. Maar wat dan te denken van de volgende drie onderzoeken?

Mattison Public Relations (2004) concludeert op basis van een enquête onder 30 sell-side analisten dat analisten nagenoeg unaniem van mening zijn dat een hoog verloop, slechte arbeidsvoorwaarden en beschuldigingen over onethische werkomstandigheden nauwelijks bedreigend zijn voor de reputatie van ondernemingen.

Vanstraelen, Zarzeski en Robb (2003) onderzochten de financiële jaarverslagen van 120 bedrijven uit België, Duitsland en Nederland (uiteenlopende sectoren) op de aanwezigheid van niet-financiële data. De lijst van niet-financiële factoren – waarop zij genoemde 120 jaarverslagen onderzochten – ontleenden zij aan het bekende Amerikaanse Jenkins Committee¹¹. De gebruikte scoringslijst bevatte talloze niet-financiële factoren waarvan – zo stellen de auteurs – zowel 'financiële analisten als beleggers hebben aangegeven dat deze belangrijk

zijn voor het waarderen van bedrijven' (pag. 259). Opvallend is evenwel dat ook op deze lijst de eerdergenoemde sociale factoren nauwelijks worden vermeld. Van de ruim 60 genoemde factoren springen alleen 'employee incentives' en 'employee involvement' er uit. Blijkbaar denken analisten en beleggers bij belangrijke niet-financiële factoren dus niet direct aan sociale factoren.

Hummels e.a. (2005) hielden een enquête onder 20 analisten en concluderen: "Heel af en toe houden zij in hun eindoordeel ook rekening met sociale, maatschappelijke, milieu- en governance-prestaties van ondernemingen, zij het louter marginaal. De informatie over deze prestaties heeft echter geen invloed op de financiële waardering van de onderneming" (Hummels e.a., 2005, pag. 35).

Kortom: hoewel er aanwijzingen bestaan dat sell-side analisten (en beleggers) naast financiële gegevens ook niet-financiële gegevens gebruiken, blijken de sociale factoren binnen de groep van niet-financiële gegevens grotendeels te worden genegeerd. Wat zijn hiervoor de mogelijke argumenten?

Op zoek naar argumenten

In afgelopen jaren heb ik verschillende analisten, vermogensbeheerders, beleggers, portfoliomanagers en beleggingsadviseurs gevraagd naar (mogelijke) argumenten voor het hier boven beschreven analistengedrag. Het gaat te ver om van een gedegen onderzoek te spreken. Maar de verkregen input geeft mijnsinziens wel aan in welke richting antwoorden gezocht kunnen worden. Zie hieronder de verschillende argumenten.

Verdekt opgesteld

"We nemen sociale aspecten wel mee maar ze zijn verdekt opgesteld, te weten onder het kopje 'quality of management'. Immers, een goed management heeft oog voor deze menselijke aspecten van de bedrijfsvoering."

Een dergelijk argument wordt veel genoemd. Het roept echter wel wat tegenvragen op. Want wat verstaan financiële analisten dan precies onder 'quality of management', hoe meten zij deze kwaliteit dan precies en welke van de eerder genoemde sociale factoren spelen daarbij een rol?. Ik ken weinig analis-

tenrapporten waarin de beoordeling van 'quality of management' op een degelijke manier wordt onderbouwd. Meestal blijft men steken in algemene zinsneden zoals "tijdens de laatste analistenbijeenkomst heeft het management ons overtuigd van ...", "het management reageert te traag op veranderingen" of "het management is stabiel en slagvaardig". Zolang vaag blijft wat de hierbij gebruikte maatstaven, indicatoren, meetlaten of informatiebronnen zijn, kunnen analisten mijnsinziens moeilijk claimen dat sociale factoren daadwerkelijk onderdeel uitmaken van hun analyses. Dat geldt ook voor de claim dat "opleidingen, HR-beleid, arbeidsveiligheid, etc. door analisten impliciet of indirect worden meegenomen in analyses van de concurrentiepositie van de onderneming." Ook hier geldt dat, zolang analisten niet precies aangeven hoe en in welke mate de verschillende sociale factoren financieel doorwerken, het voor derden onmogelijk is om deze bewering op waarde te schatten.

Informatiegebrek

Wij zouden dergelijke factoren wel willen opnemen in onze analyses maar kunnen ze niet kwantificeren doordat lang niet alle bedrijven harde en betrouwbare cijfers rapporteren over deze 'softe' indicatoren."

Dat er sprake is van informatiegebrek kan niet worden ontkend. Immers, sociale bedrijfsdata zijn tot op heden – ondanks de grote inhaalslag van de afgelopen jaren – nog altijd minder makkelijk te achterhalen dan financiële bedrijfsdata. En de meest relevante sociale data blijken helemaal lastig te vinden. Dat

laatste blijkt bijvoorbeeld uit onderzoek van PricewaterhouseCoopers (2003). Daarin wordt geconcludeerd dat veel van de tot op heden door ondernemingen vastgelegde HR-data niet zo interessant zijn voor onderzoekers die de relatie tussen het HR-beleid en de financiële performance willen bestuderen. Voor dergelijke onderzoekers zijn de cijfers over aantallen werknemers, het verloop van de staf en de uitgaven aan trainingen niet zo relevant. Zij hebben juist goede data nodig over werknemerstevredenheid, productiviteit, diversiteit en gelijke beloning. Echter, slechts 33% van de bedrijven rapporteert over gelijke beloning en maar 26% over diversiteit. En maar 11% van alle bedrijven geeft aan de financiële impact van trainingen te onderzoeken en vast te leggen (zie tabel 2). Kortom: bedrijven zijn de laatste jaren wel steeds meer gaan rapporteren over sociale factoren, maar – en daarin hebben analisten zonder meer gelijk – er kan nog steeds veel worden verbeterd.

Moeilijk te objectiveren

"We zouden dergelijke factoren wel willen opnemen in onze analyses maar kunnen ze niet objectief maken. Want: wat is een goed HR beleid? Of: wat is goede werknemersinspraak?"

Ook dit argument bevat een kern van waarheid. Immers, er bestaan nog weinig algemeen aanvaarde objectieve en geharmoniseerde maatstaven voor deze factoren. Veel bedrijven hanteren daarom nog steeds eigen meeteenheden, grootheden, etc. En toch gaan ook hier de ontwikkelingen snel. Dat blijkt bijvoorbeeld uit het groeiende aantal bedrijven dat rapporteert conform de richtlijnen van het Global Reporting Initiative (GRI), een rapportagerichtlijn voor duurzaamheidsdata¹².

Methodische lacunes in beschikbare onderzoeken

"We kennen soortgelijke wetenschappelijke onderzoeken wel, maar lezen vaak dat deze methodisch discutabel zijn."

Inderdaad is er de nodige kritiek op beschikbare onderzoeken. Bijvoorbeeld op de wijze waarop gecorrigeerd is voor versturende invloeden, op de kwaliteit van de gehanteerde dataset, op de wijze waarop de keuze voor specifieke sociale en financiële factoren wordt onderbouwd, etc. Maar de vraag is of dit soort kritieken zo uitzon-

Tabel 2: In welke mate evalueren bedrijven hun trainingsbeleid?

Gekozen evaluatie-aanpak	% van bedrijven
Reactie en satisfactie: meten van initiële reacties na de training	92
Leren: meten van veranderingen in vaardigheden en kennis	60
Toepassen en implementeren: meten van gedragsveranderingen	43
Business impact: meten van veranderingen in bedrijfsresultaten	26
Return on investment: meten van de financiële impact van trainingen	11

derlijk zijn. En of ze voldoende aanleiding bieden om het hele onderzoeksterrein te negeren. Ik denk persoonlijk van niet. Dergelijke kritieken horen bij ieder jong onderzoeksgebied en zouden een stimulans moeten zijn voor verder onderzoek. Daarnaast verontrusten de kritieken mij niet omdat er nog altijd veel onderzoeken bestaan die buiten de kritiek gebleven zijn. In die groep vallen – zover mij bekend – bijvoorbeeld de in de tweede paragraaf genoemde studies.

Niet materieel

“We kennen soortgelijke onderzoeksresultaten wel, gebruiken de erin genoemde sociale factoren ook wel eens in onze analyses, maar publiceren er zelden over want ze blijken vaak niet materieel te zijn.”

Dit argument wordt misschien wel het meest gehoord. Maar is het daarmee ook valide? Om dat te bepalen moet eerst duidelijk zijn wat een ‘niet materiële factor’ precies is. Meestal doelt men op een factor die de winstontwikkeling van de onderneming – en dus de koers – niet substantieel zal gaan beïnvloeden. Anders gezegd: de kans wordt klein geacht dat precies deze ene factor er de oorzaak van zal zijn dat de koersontwikkeling van de onderneming duidelijk gaat afwijken van de koersontwikkeling van concurrenten in dezelfde sector.

De vraag is nu of de eerder genoemde sociale factoren uit de tweede paragraaf inderdaad ‘niet materieel’ zijn. Ik betwijfel dat. In de eerste plaats omdat deze onderzoeken aantoonde dat sociale factoren een aanzienlijke impact kunnen hebben op de financiële prestaties van een onderneming. Daarnaast zijn er ook andere signalen. Zo blijkt uit navraag onder 950 grote Europese bedrijven in 11 landen (Marsh, juni 2004) dat het topmanagement van deze bedrijven het verlies aan productiviteit als gevolg van verzuim en verloop als één van de drie grootste risico’s beschouwt voor de continuïteit van de onderneming; met name omdat verzuim en verloop zo moeilijk te beheersen zijn. Dit moet analisten – die deze bedrijven volgen – toch te denken geven?

Beleggers vragen er niet om

“We nemen dergelijke factoren niet mee omdat onze klanten (beleggers) er weinig waarde aan hechten.”

Meerdere onderzoeken geven inderdaad aan dat beleggers niet erg bezig zijn met sociale factoren (zie ook de derde paragraaf). Een mogelijke verklaring hiervoor zou kunnen zijn dat beleggers weten dat een groot deel van de performance van een portefeuille wordt bepaald door de asset-, regio- en sectorallocatie en minder door de uiteindelijke ‘stock picking’. Zodoende is het dus begrijpelijk dat beleggers minder geïnteresseerd zijn in interne (sociale) bedrijfsanalyses. Maar er zijn ondertussen wel enkele signalen dat beleggers in deze aan het veranderen zijn (zie hieronder).

Samenvattend: analisten blijken verschillende argumenten te hebben om hun beperkte interesse voor sociale bedrijfsdata te verklaren. Sommige daarvan bevatten overtuigende elementen, andere roepen nog vragen op.

Tot slot – een blik in de toekomst

De centrale vraag van dit artikel luidde: waarom negeren financiële analisten de sociale aspecten van ondernemerschap? De zoektocht naar een antwoord heeft verschillende mogelijke argumenten opgeleverd, overtuigende en minder overtuigende. Het lijkt nu nog te vroeg om te bepalen naar welke zijde de balans doorslaat. Maar hoe lang zal dit zo blijven?

Ik denk dat – afgaand op enkele recente ontwikkelingen – analisten de komende jaren een aantal van hun overtuigende argumenten zullen moeten gaan inleveren. In de eerste plaats hun argument dat er nog te weinig goede data zijn. Kijkend naar de duidelijke inhaalslag die momenteel plaats vindt – er komen ieder jaar meer en meer sociale bedrijfsdata beschikbaar en er wordt hard gewerkt aan een geharmoniseerde verslaglegging daarvan – denk ik dat de kracht van een dergelijke argument zal gaan vervliegen. Ten tweede verwacht ik dat het argument ‘beleggers zijn niet geïnteresseerd in sociale analyses’ eveneens aan overtuigingskracht zal inboeten. Immers, steeds meer institutionele beleggers geven aan wel degelijk benieuwd te zijn naar de resultaten

van dit type onderzoek. Een zeer recent voorbeeld daarvan is het in november 2004 aangekondigde Enhanced Analytics Initiatief: negen Europese institutionele beleggers maakten bekend dat zij de keuze voor brokers voortaan tevens zullen laten afhangen van de mate waarin deze brokers niet-financiële data in hun onderzoek meenemen. Inmiddels hebben meer dan 20 brokers zich aangemeld om de initiatiefnemers van data te voorzien. Kortom: ik verwacht dat het voor alle betrokken partijen een erg leerzame tijd zal worden.

Literatuur

- Bassi, L., Ludwig, J., McMurrer, D. en Van Buren, M., *Profiting from learning: do firms investments in education and training pay off?*, ASTD/Saba White paper, 2000
- Carlton, W., Nelson, J. en Weisbach, M., *The influence of institutions on corporate governance through private negotiations: evidence from TIAA-CREF*, Journal of Finance, Vol. 53, No. 4, pag. 1335 - 1362, 1998
- Cox, T.H., *Cultural diversity in organizations: theory, research and practice*, San Fransico: Berrett-Koehler, 1994
- Ernst & Young, *Measures that matter*, januari 1997, te downloaden op <http://www.corporatesunshine.org/measuresthatmatter.pdf>
- Griffin, J. en Mahon, J., *The corporate social performance and corporate financial performance debate. Twenty-five years of incomparable research*, Business & Society, Vol. 36, No. 1, maart 1997, pag. 5-31
- Harter, J., Schmidt, F. en Hayes, T., *Business-unit-level relationship between employee satisfaction, engagement, and business outcomes: a meta analysis*, Journal of Applied Psychology, Vol. 87, No. 2, pag. 268-279, april 2002
- Hummels, H., Dijkstra, T., Wirtz, R en Timmer, D., *Van hun ankers losgeraakt? Financieel analisten over duurzaamheid*, EIBE, Institute for Responsible Business, Nyenrode Business Universiteit, april 2005
- Huselid, M., *The impact of human resource management practices on turnover, productivity, and corporate financial performance*, Academy of Management Journal, Vol. 38, No. 3, Pag. 635-672, 1995
- Jackson, S., *Consequences of group composition for the interpersonal dynamics of strategic issue processing*, in: Shrivastava, P., Huff, A. en Dutton, J. (Eds), *Advances in Strategic Management*, 1992
- Jansen Groesbeek, M., *Duurzaamheid weegt nauwelijks mee*, Financieel Dagblad, 11 mei 2005
- Kirchhoff, B.A., *Empirical analysis of strategic factors contributing to return on investment, proceedings*, Academy of Management, Vol. 35, pag. 46-48, 1975
- Leitner, K., *Intangible resources and firm performance: empirical evidence from Austrian SMEs*, paper ten behoeve van de 16e Nordic Academy of Management Meeting Uppsala, 16-18 augustus 2001.
- Margolis, *Misery loves companies: whither social initiatives by business?*, 22 juni 2001, te downloaden op <http://www.aspeninstitute.org/AspenInstitute/files/CCLIBRARYFILES/FILENAME/000000133/miserylovescompanies.pdf>
- Marsh, 2 juni 2004, Financial Times, pag. 2.
- Mattison Public Relations, *Analysts say they don't need more information on CSR*, Financial Times, 5 juli 2004
- Nemeth, C.J., *Minority dissent as a stimulant to group performance*, in: Worchel, S., Wood, W. en Simpson, J.A., *Group process and productivity*, Newbury Park, CA: Sage, 1992
- Previts, G., Bricker, R., Robinson, T. en Young, S., *A content analysis of sell-side financial analyst company reports*, Accounting Horizons, Vol. 8, No. 2, juni 1994, pag. 55-70
- PricewaterhouseCoopers, *Sustaining value through people; Turning corporate responsibility into corporate opportunity*, september 2003, te downloaden via www.pwc.com
- Richard, O.C., *Racial Diversity, business strategy, and firm performance: a resource-based view*, Academy of Management Journal, Vol. 43, No. 2, 2000, pag. 164-177
- Roman, R., Hayibor, S. en Agle, B., *The relationship between social and financial performance*, Business & Society, Vol. 38, No. 1, Maart 1999, pag. 109
- Salzmann, O., Ionescusomers, A. en Steger, *The business case for corporate sustainability: literature review and research options*, European Management Journal, 5 april 2005, te vinden op: <http://www.wbcscd.ch>
- Stowe, J.D., Robinson, T.R., Pinto, J.E., McLeavey, D.W., *Analysis of equity investments valuation*, AIMR, 2002
- Townsend, A.M., en Scott, K.D., *Team racial composition, member attitudes and performance: a field study*, Industrial Relations, Vol. 40, No. 2, april 2001, pag. 317- 337
- Vanstraelen, A., Zarzeski, M. en Robb, S., *Corporate nonfinancial disclosure practices and financial analyst forecast ability across three European countries*, Journal of International Financial Management and Accounting, Vol. 14, nr. 3, 2003
- Watson, W.E., Kumar, K. en Michaelsen, L.K., *Cultural diversity's impact on interaction process and performance: comparing homogeneous and diverse task groups*, Academy of Management Journal, Vol. 36, 1993, pag. 590-602
- Wetzker, K., Strueven, P. en Bilmes, L., *Gebt uns das risiko zurück*, München, Carl Hanser Verlag, 1998, genoemd in: Bilmes, L., *Scoring goals for people and company*, Financial Times, 26 november 2001

Noten

- 1 Sander Boleij is werkzaam bij ING en schrijft dit artikel op persoonlijk titel. Hij dankt diverse collega's voor hun commentaar op een eerdere versie.
- 2 Het gaat hierbij om zeer uiteenlopende onderwerpen waaronder bijvoorbeeld werknemersinspraak, opleidingsbeleid, gedragscodes, klanttevredenheid, HR-beleid, arbeidsomstandigheden, ISO-certificering, emissiereductie, diversiteit, contact met de (lokale) omgeving (stakeholderdialoog), het milieu- en sociale gedrag van leveranciers, etc. Vaak worden deze onderwerpen samengevat onder de noemer 'niet-financiële zaken'.
- 3 Voor een overzicht van de huidige stand van zaken in dit debat zie o.a. Griffin en Mahon (1997), Roman, Hayibor en Agle (1999), Margolis en Walsh (2001) en Salzman e.a. (2005). Het overzicht toont dat het debat zeer breed is (het gaat over zeer uiteenlopende sociale, milieu- en maatschappelijke aspecten van ondernemerschap), dat het merendeel van alle onderzoeken een positief verband met financiële bedrijfsresultaten vindt (maar dat financiële resultaten wel met behulp van zeer uiteenlopende grootheden worden gemeten) en, dat er nog talrijke methodische problemen moeten worden opgelost.
- 4 Als voorbeeld kan Carlton, Nelson & Weisbach (1998) dienen, genoemd in Margolis en Walsh (2001, pag 28). Daar wordt een *diversity pilot* beschreven waaruit bleek dat divers samengestelde teams tot minder goede resultaten komen dan homogene teams.
- 5 Andere, vergelijkbare, artikelen zijn bijvoorbeeld Huselid e.a. (1995), Kirchhoff (1975) en Leitner (2001).
- 6 Hier blijkt dat aandacht voor diversiteit zeker niet altijd tot betere financiële resultaten leidt. De context – zo stellen de auteurs – is wel degelijk van belang: krimpende ondernemingen kunnen de extra kosten van een diversiteitsbeleid moeilijker dragen, hetgeen zichtbaar wordt in de financiële resultaten.
- 7 Richard noemt o.a. Watson, Kumar en Michaelsen (1993), Cox (1994), Nemeth (1992) en Jackson (1992). Echter, er zijn ook onderzoeken bekend die laten zien dat teams met enkel *blanke* medewerkers beter presteren dan 'gemengde' teams (Townsend & Scott, 2001).
- 8 Ontleend aan Stowe e.a. (2002), pag. 23.
- 9 Er wordt alleen over rapporten van sell-side analisten gesproken omdat deze het meest openbaar zijn (buy-side analisten delen hun researchresultaten nauwelijks met derden). Alle rapporten komen uit de digitale researchdatabase Thomson One Analytics (19 januari 2004), zijn geschreven door 140 verschillende analisten van gerenommeerde effectenhuizen en *fundamenteel* van karakter (dus geen technische analyses). In totaal beslaan de rapporten 1200 pagina's en dekken samen meer dan 200 bedrijven.
- 10 Ik heb geen aanwijzingen dat deze conclusies zouden wijzigen indien een andere bron zou zijn gebruikt, bijvoorbeeld Valueline.
- 11 In 1991 stelde het American Institute of Certified Public Accountants (AICPA) het Jenkins Committee in. Dit comité kreeg de opdracht te onderzoeken welke informatie beleggers relevant achten en hoe de financiële verslaggeving van ondernemingen kon worden verbeterd. De uiteindelijke conclusie (1994) luidde dat financiële verslagen verbeterd zouden kunnen worden door deze uit te breiden met meer forward-looking data. Daarnaast zouden zij sterker moeten focussen op factoren die de waardecreatie op langere termijn bepalen. In dit verband werden vooral niet-financiële factoren aangedragen.
- 12 Voor meer informatie zie www.globalreporting.org

Aandelensplitsingen in Nederland: een praktijkonderzoek

Beursgenoteerde ondernemingen wijzigen zo nu en dan de coupuregrootte van hun aandelen. Bij de meest gangbare variant daarvan zien we dat het aantal uitstaande aandelen wordt vergroot. We spreken dan van een aandelensplitsing. Het relatieve belang dat een afzonderlijk aandeel in de onderneming vertegenwoordigt, wordt als gevolg daarvan kleiner.

Vanuit de financieringstheorie kan men stellen dat aandelensplitsingen zinloos zijn. Er wordt namelijk geen waarde gecreëerd. Sterker nog, vanwege de onvermijdbare administratieve kosten van de splitsingsoperatie zou men een dergelijke maatregel slechts moeten afraden.

Toch kan men vaststellen dat er in de financierings- en beleggingspraktijk wel degelijk met belangstelling naar het fenomeen aandelensplitsing – kortweg split genoemd – wordt gekeken. Dat betreft zowel argumentaties die door de ondernemingen worden gegeven voor een aandelensplit als voor percepties die bij beleggers bestaan ten aanzien van een signaaleffect dat een split zou hebben naar de markt toe.

In dit artikel zullen we op basis van empirische gegevens een aantal van deze motieven en percepties nader beschouwen. Hierbij zal blijken dat de meeste van die opvattingen – in de Nederlandse context – niet bevestigd worden door de praktijk.

Arie Buijs (l),
Hoogleraar Utrecht
School of Economics

Dirk F. Gerritsen (r),
researchmedewerker
bij Universiteit
Nyenrode en docent
aan de Utrecht
School of Economics



Inleiding

Tijdens de beurshausse aan het einde van de jaren negentig hebben veel bedrijven hun aandelenkoers explosief zien stijgen. Voor heel wat aandelen leidde dit tot een koers van boven de honderd euro. Een stijging van de aandelenkoers is goed nieuws voor de bedrijven. Niet alleen gaat de waarde van het bedrijf omhoog, maar men kan dit ook zien als een blijk van vertrouwen van de investeerders in de toekomst van de onderneming.

Juist in die hausseperiode zag men op de effectenbeurs frequent aankondigingen van een aandelenplitsing. Daarbij gaat het erom dat de beursonderneming zich voorneemt de bestaande aandelen te vervangen door een groter aantal nieuwe aandelen. Een onderneming kiest er bijvoorbeeld voor om een bestaand aandeel te vervangen door twee nieuwe aandelen. In dat geval spreken we van een 1-op-2 splitsing.

Naast aandelensplitsingen kent men de zogenoemde stockdividenden. Hierbij wordt door de onderneming een dividend (soms voor een deel, of naar keuze) in aandelen uitgekeerd. Eigenlijk kan men stellen dat een stockdividend overeenkomt met een aandelensplitsing waarbij de splitsingsverhouding doorgaans bescheiden van omvang is. Ten behoeve van dit onderzoek hebben wij ons uitsluitend gericht op aandelensplitsingen waarvoor een splitsingsverhouding van minimaal 1,25 gold (dus 4 oude aandelen geven 5 nieuwe aandelen).

Er bestaan ook omgekeerde splitsingen, de zogenoemde *reverse splits*, waarbij het aantal aandelen juist wordt gereduceerd door een groter aantal bestaande aandelen te vervangen door één nieuw aandeel. Dit (zeldzame) verschijnsel zien we wel eens optreden bij ondernemingen die een zeer lage beurskoers kennen omdat zij in financiële moeilijkheden zijn geraakt. Een recent voorbeeld daarvan is de reverse split (10 op 1) van Laurus in het najaar van 2004.

Men zou een aandelensplitsing in beginsel kunnen interpreteren als een louter cosmetische operatie doordat er binnen de onderneming geen fundamentele wijzigingen plaatsvinden.

In zowel de literatuur als in de beleggingspraktijk komt men echter een aantal zienswijzen tegen die wij nader willen beoordelen op basis van feitelijke informatie over de belangrijkste aandelensplitsingen in Nederland van de afgelopen 20 jaar.

Drie opvattingen

Een van de meest gangbare opvattingen over splitsingen is dat een lagere aandelenkoers bevorderlijk is voor de verhandelbaarheid. In een persbericht van Aegon uit maart 2000 is bijvoorbeeld het volgende te lezen: "De voorgestelde splitsing heeft tot doel de verhandelbaarheid van Aegon te verbeteren". Of een dergelijk doel wordt bereikt, zou men kunnen onderzoeken door te kijken naar de ontwikkeling van de handelsomzet voor en na de splitsing.

Enigszins verwant met het verhandelbaarheidsmotief is het argument van de optimale bandbreedte (*trading range*) voor de aandelenkoers. Deze discussie houdt vooral verband met de specifieke kostenstructuur voor beurstransacties in de USA die verschillend uitwerkt voor particuliere en professionele beleggers. Omwille van deze kosten zouden particuliere beleggers een lage koers prefereren, terwijl institutionele beleggers liever een hoge koers zien. Als een soort compromis zou de onderneming naar een koersniveau daar tussenin streven: dit staat bekend als de optimale bandbreedte.

Een tweede gedachte die men tegenkomt betreft het signaaleffect van een aandelensplitsing. Een splitsingaankondiging leidt namelijk doorgaans tot analistenaandacht. Deze nemen de onderneming opnieuw onder de loep. Gedachte is dat bedrijven met slechte perspectieven bang zijn voor die aandacht, omdat dat zou kunnen leiden tot een downgrading. Een aangekondigde splitsing zou daarom voor beleggers een signaal kunnen zijn dat de onderneming de toekomstige winstontwikkeling positief ziet. Een enkele keer geven bedrijven dit zelf ook expliciet aan als motief. In lijn met dit signaaleffect, gebruikte de ING ooit de goede toekomstverwachtingen als motivering voor een splitsing toen men in het jaarverslag over 2000 stelde: "Ons besluit om tot een aandelensplitsing te komen, is een teken van vertrouwen".

Een derde gezichtspunt is dat een splitsing voornamelijk iets zegt over het verleden. Door een te hoog opgelopen koers, wordt er wellicht niet meer voldaan aan het interne koersdoel. Het is ook mogelijk dat er een bepaalde bandbreedte bestaat waarbinnen de koers beweegt van veel bedrijven uit dezelfde sector. Het streven om de koers in overeenstemming te brengen met de koers van concurrenten kan dan een aanleiding zijn voor een splitsing. Een dergelijk motief werd in 2003 naar voren gebracht op een beleggerssite bij een discussie over een aangekon-

digde split van de Sligrogroep.

Naast bovengenoemde punten lijkt het er op dat – analoog aan IPO's – er soms een hype in ondernemersland is om splitsingen aan te kondigen.

Het doel van dit artikel is te bepalen of een of meer van de vermelde motieven (verband houdend met de verhandelbaarheid, een signaal of de historie) ook herkenbaar zijn op de Nederlandse markt. We zullen daartoe de volgende punten empirisch onderzoeken: de verandering van de handelsomzet na een splitsing, de winstontwikkeling na een splitsing en de koersbeweging van het aandeel rondom een splitsing. De ontwikkeling van deze grootheden is in alle gevallen bestudeerd ten opzichte van een *benchmark* voor het verloop van koersen en omzetten op de Amsterdamse beurs. De veranderingen zijn op deze manier relatief gemaakt ten opzichte van de markt als geheel.

Eerder onderzoek

Splitsingen zijn in de (buitenlandse) literatuur diverse malen geanalyseerd. In de jaren '50 is het onderzoek hiernaar begonnen in de Verenigde Staten. Later volgden ook onderzoeken in andere landen. Een aantal onderzoekers, zoals bijvoorbeeld Baker en Powell (1993), heeft zich specifiek gericht op de splitsingsmotieven die managers zelf aangeven. Zij rapporteerden dat de volgende redenen belangrijk blijken te zijn voor managers: het brengen van het aandeel in een goede *price range*, het groter gemak voor kleine beleggers om aandelen in ronde hoeveelheden te kopen, het aantrekkelijker maken voor beleggers om stukken te kopen, het corrigeren van een opwaartse trend van de koers, het verbeteren van de liquiditeit van het aandeel en de toename van het aantal aandeelhouders. Dit type argumenten refereert deels aan typisch Amerikaanse omstandigheden, met name gaat het dan om de daar geldende kostenstructuur van de aandelenhandel.

Een andere groep van studies focust op het koersverloop rond een splitsing. Fama e.a. (1969) namen een niet-marktconforme prijsstijging waar van 30% in de twee jaar vóór de splitsing. Grinblatt e.a. (1984) onderzochten de korte termijneffecten van een splitsing. Zowel rond de aankondigingsdatum als rond de effectuering van de splitsing namen zij een significant positief rendement waar van gemiddeld respectievelijk 3,3% en 1,5%. Desai en Jain (1997) bestudeerden het effect van een splitsing op de koers voor de lange termijn. In de periode van twee jaar na de split-

ing was de koersontwikkeling gemiddeld 9,4% beter dan het marktgemiddelde. Over een periode van drie jaar bedroeg dit zelfs 11,9%. Aan de grootte van de splitsfactor is aandacht besteed door Johnson (1966) en McNichols en Dravid (1990). Beide publicaties melden een positief verband tussen splitsfactor en de koersontwikkeling rond de aankondiging. Er is geen belangrijk onderzoek verricht naar de invloed van de hoogte van de nieuwe ontstane koers op de koersontwikkeling.

Naar de handelsomzet van de splitsende fondsen is minder onderzoek verricht, en het onderzoek dat er is, laat verdeelde resultaten zien. Kunz (2002) en Lakonishok en Lev (1987) zagen geen verandering optreden in de handelsomzet. In het onderzoek van Kryzanowski (1991) nam de handelsomzet toe na een splitsing. Lamoureux en Poon (1987) namen juist een daling van de omzet waar.

Door Fama e.a. (1969) is ook de winstontwikkeling van de splitsende ondernemingen onderzocht. Alleen in de jaren vóór de splitsing, bleek er een stijgende trend in de winstgroei aanwezig. Ditzelfde patroon werd ook waargenomen door Lakonishok en Lev (1987). De winstgroei in de vijf jaar vóór de splitsing was sterker dan het marktgemiddelde. Ook in het eerste jaar na de splitsing zette dit patroon zich voort. In de vier jaar erna was er geen verschil tussen het gesplitste bedrijf en het marktgemiddelde.

De gebruikte gegevens

Het onderzoek spitst zich toe op splitsingen die plaatsvonden in de periode 1983-2003. Het jaar 1983 markeert de start van de AEX-index. In dit onderzoek wordt echter de CBS-index als benchmark gebruikt bij de berekening van de koersverandering van de fondsen vóór en ná een splitsing. Het voordeel van deze index boven de AEX-index is dat alle in Nederland genoteerde aandelen er in zijn opgenomen.

Voor de verzameling van gegevens is gebruik gemaakt van het databaseprogramma *Thomson Financial Datastream*. Van alle in Nederland genoteerde fondsen staan onder andere de splitsingstijdstippen in de database. Er is in dit onderzoek alleen gebruik gemaakt van de aandelensplitsingen van grote en middelgrote bedrijven. Deze omvatten de splitsingen van alle aan de AEX en AMX genoteerde fondsen. Hierbij is de samenstelling op 1 mei 2004 van beide indices door ons als uitgangspunt genomen bij de selectie van fondsen voor dit onderzoek.

Dit kan in lichte mate leiden tot de zogenoemde *survivorship bias*, maar werken met inmiddels verdwenen fondsen is niet hanteerbaar voor ons onderzoek aangezien onder meer de handelsomzetten tot drie jaar na de splitsing door ons worden bekeken.

Uiteindelijk werden in ons onderzoek 60 splitsingen betrokken. In figuur 1 hebben we weergegeven hoe deze splitsingen verdeeld zijn over de tijd. Hierbij zien wij met name veel splitsingen optreden in de periode tussen 1996 en 2001.

We kunnen de splitsingen ook onderverdelen op

sing over een nader te bepalen tijdvak wellicht een significante koersbeweging teweeg brengen? Hierbij kan bijvoorbeeld worden gedacht aan de periode rondom de *aankondiging* van de splitsing, omdat op dat moment de signaalwerking van de nieuwe informatie zich zou dienen te manifesteren. Ook denkbaar is dat rondom het tijdstip van *effectuering* van de splitsing een koersstijging zou kunnen optreden, indien men geloof zou hechten aan een psychologisch effect dat voor marktpartijen de aandelen goedkoop ogen. Daarnaast zou men nog naar *langetermijneffecten* op de aandelenkoers kunnen kijken.

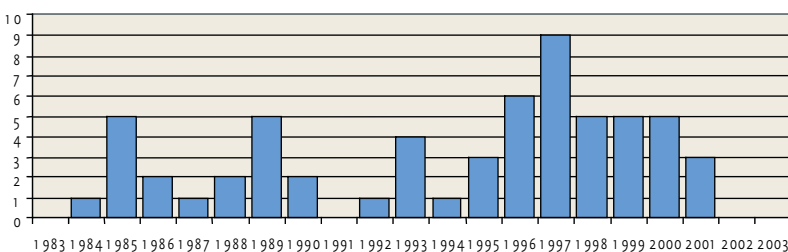
In figuur 2 is op een tijd-as aangegeven voor welke tijdstippen de rendementsontwikkeling van het aandeel is bepaald. We onderscheiden zes verschillende perioden, te weten:

- 100 dagen voor de aankondiging,
- 2 dagen rond de aankondiging,
- de periode tussen de aankondiging en de splitsing,
- 2 dagen rond de splitsing,
- 100 dagen na de splitsing
- en tot slot 3 jaar na de splitsing.

Voor het bestuderen van koersontwikkelingen is het verloop van de CBS-index als graadmeter gebruikt. Hiertoe zijn de dagelijkse slotstanden verzameld van deze index sinds 1983. Ook bij de individuele fondsen wordt er gebruikgemaakt van slotstanden op dagelijkse basis. Bij de rendementsbepaling van een bepaalde periode wordt de koersbeweging van het betreffende fonds gedeeld door het rendement dat een indexbelegging in dezelfde periode behaald zou hebben. Op deze manier wordt een relatief rendement verkregen. Dit rendement wordt op een logaritmische schaal berekend.

Als tweede relevante variabele is er de winst per aandeel (*wpa*). Indien er sprake zou zijn van een signaaleffect van een splitsing dan zou de *wpa* in de jaren volgend op de splitsing een duidelijke toename moeten tonen. Er zijn wat dat betreft wat meetproble-

Figuur 1. Het aantal onderzochte splitsingen per jaar, 1983-2003



Bron: Bewerking van Thomson Financial Datastream

basis van de gebruikte splitsfactor. Verreweg de meeste splitsingen kennen een splitsfactor 1 op 2, 1 op 4 of 1 op 5. Zie hiervoor tabel 1.

Men kan voor wat betreft het effect van aandelen-splitsingen diverse variabelen bestuderen, waarbij

Tabel 1. Het aantal splitsingen per splitsfactor

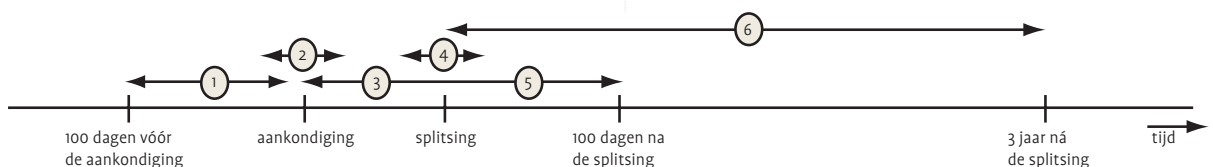
Splitsfactor:	1 op 1	1 op 2	1 op 2	1 op 3	1 op 4	1 op 5	1 op 10
Aantal:	2	21	5	5	17	9	1

Bron: Bewerking van data van Thomson Financial Datastream

we denken aan (1) het koerseffect, (2) de ontwikkeling van de winst per aandeel (*wpa*) en (3) het volume van de verhandelde aandelen.

In de eerste plaats is er een mogelijk *rendements-* of *koerseffect* van de splitsing. Zou een aandelen-spl-

Figuur 2. De zes verschillende perioden rond een splitsing



men, want de *wpa* wordt maar enkele keren per jaar bekendgemaakt, waardoor er een trapsgewijs beeld ontstaat. Om er toch mee te kunnen werken, zijn de waarden herberekend. In het geval een bedrijf alleen halfjaarcijfers bekendmaakt, dan is deze winst behaald in het half jaar voorafgaand aan de publicatiedatum. Om beide effecten op te vangen is de *wpa* herberekend als een voortschrijdend gemiddelde. De nieuwe *wpa* is het gemiddelde van de dagelijkse *wpa*'s in het komende halfjaar. Op deze manier vertoont het geen schokken, maar een meer continu patroon. We denken dat dit een beter beeld geeft aangezien analisten doorgaans geleidelijk aan inzicht ontwikkelen welke kant het opgaat met de winstontwikkeling. Om het signaleffect te toetsen, is de verandering van de winst per aandeel in de drie jaar na het splitsmoment vergeleken met de verandering van de *wpa* in de drie jaar voor de splitsing. Een derde belangrijke grootte is de beursomzet van een fonds. Hiervoor wordt het aantal verhandelde stukken vermenigvuldigd met de slotkoers, met als resultaat de handelsomzet. De door ons geraadpleegde bron gaf in slechts 96% van de dagen het aantal verhandelde stukken. Om die reden kunnen er geen conclusies op dagelijkse basis worden getrokken. Er is daarom voor elk fonds per maand een gemiddelde handelsomzet berekend. De som van deze gemiddelden van alle fondsen vormt de totale handelsomzet. Elk fonds representeert een bepaald percentage van dit totaal. Deze maandelijkse percentages worden zowel berekend voor de periode van drie jaar vóór de splitsing (36 waarden) als in de periode van drie jaar ná de splitsing (36 waarden). Van beide sets percentages wordt het gemiddelde

genomen. Vervolgens wordt het gemiddelde van ná de splitsing vergeleken met dat van vóór de splitsing. De toe- en afname die op deze manier ontstaat, is de relatieve toe- of afname in de handelsomzet na een splitsing.

De resultaten

Op basis van de verzamelde gegevens hebben we een drietal van de eerder genoemde splitsingsmotieven nader onderzocht, namelijk (a) de verhandelbaarheid, (b) de koersontwikkeling rondom en na de splitsing en (c) de winstontwikkeling voorafgaand aan de splitsing.

a De omzetontwikkeling van splitsende fondsen

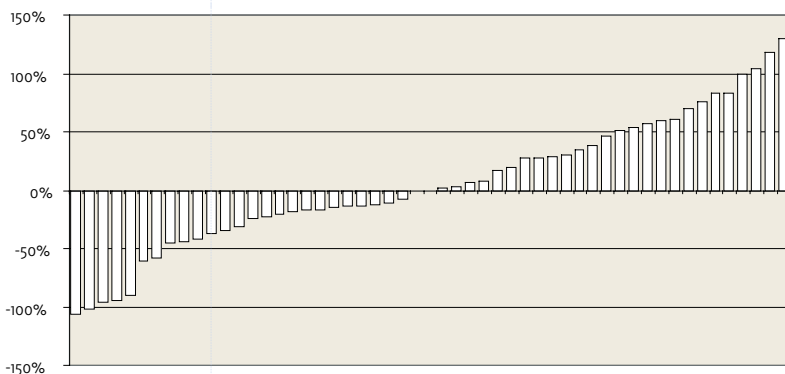
Als de stelling juist is dat splitsingen de verhandelbaarheid van de aandelen bevorderen, dan dient dit te blijken uit de omzetontwikkeling die men kan waarnemen na de splitsing in vergelijking met eerder perioden.

Hierbij hebben we gekeken naar de relatieve omzet, dus de procentuele omzet van een specifiek fonds ten opzichte van de totale omzet van de fondsen in de AEX en AMX. In figuur 3 kan men voor de individuele splits de relatieve toe- of afname van de handelsomzet¹ zien weergegeven.

In figuur 3 zijn alle onderzochte splitsingen weergegeven. De verandering van de handelsomzet is vervolgens oplopend gesorteerd. Het blijkt dat ongeveer evenveel fondsen een omzetsdaling hebben laten zien als een omzetsijging. De mediane omzetverandering is precies 0,0%. De gemiddelde verandering is wel positief (6%), maar deze waarde is niet significant.

Hiernaast is onderzocht of de grootte van de splitsfactor van invloed is op de verandering van de handelsomzet. Met een hoge splitsfactor wordt het absolute koersverschil namelijk vergroot en hierdoor zou de animo voor het aandeel onder kleine beleggers kunnen stijgen. Hiertoe is de gemiddelde omzetverandering van de relatief kleine splitsingen (factor 1,25, 2 en 2,5) vergeleken met de omzetverandering van de grotere splitsingen. Bij de kleinere splitsingen blijkt de handelsomzet met 14% gestegen te zijn ten opzichte van voor de splitsing. De grotere splitsingen laten juist een afname zien van 2%. Bij toetsing bleek dit verschil echter niet significant.

Figuur 3. De relatieve verandering van de omzetpercentages ná de splitsing



Bron: Bewerking van data van Thomson Financial Datastream

b De ontwikkeling van de winst per aandeel

Allereerst is de winstgroei in de drie jaar ná de splitsing vergeleken met de winstgroei in dezelfde periode vóór de splitsing. In 45% van de gevallen blijkt de winstgroei versneld te zijn. In de overige gevallen was er sprake van een slechtere winstgroei. Omdat die percentages geen rekening houden met de grootte van de verandering in de winstontwikkeling is ook de relatieve winstontwikkeling ná de splitsing vergeleken met de winstontwikkeling vóór de splitsing, zie tabel 2.

Tabel 2. De resultaten van de T-toets (hypothese 2.1)

	Relatieve winstontwikkeling vóór de splitsing	Relatieve winstontwikkeling ná de splitsing
Gemiddelde (%)	-17,7	-13,0
Standaarddeviatie (%)	59,2	49,9

Bron: Bewerking van data afkomstig van Thomson Financial Datastream

In de tabel is te lezen dat de winstontwikkeling in de drie jaar vóór de splitsing gemiddeld 17,7% slechter is dan de gemiddelde ontwikkeling van alle AEX en AMX fondsen. Na de splitsing verbetert deze situatie enigszins. De relatieve winstontwikkeling is in die periode echter nog steeds slechter dan gemiddeld, namelijk -13%. De hierbij behorende *p*-waarde is 0,68. Hieruit blijkt het dat het verschil tussen beide perioden niet significant is. Een splitsing zegt dus niets over de toekomstige winstontwikkeling. Op z'n minst opmerkelijk is het dat de splitsende fondsen ook in de drie jaar vóór de splitsing een slechtere ontwikkeling van de winst per aandeel kenden dan de gehele markt.

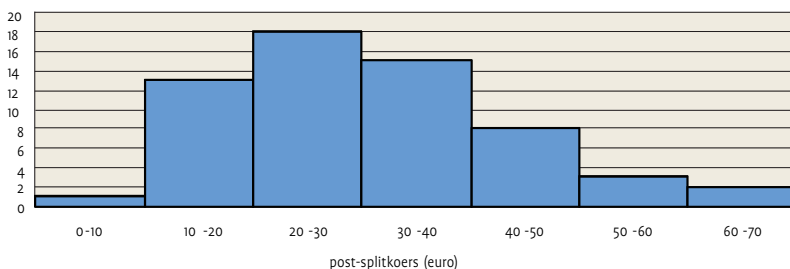
Op basis van de transactiekostenstructuur in Amerika, is door verschillende auteurs geopperd dat er een ideale koersbandbreedte zou bestaan. Ikenberry (1996) stelt dat bedrijven daarom bewust richting een 'ideale' koers splitsen. Een afwijking tot onder deze *range* duidt volgens Ikenberry op vertrouwen in de toekomstige winstontwikkeling. De transactiekosten na zo'n splitsing worden voor de gemiddelde belegger suboptimaal. De onderneming zou dit met opzet doen omdat de winst zich dermate goed zal ontwikkelen dat de koers tot binnen de *range* zal stijgen. Wanneer tot binnen deze bandbreedte gesplitst zou worden, zou de koers na de stijging direct weer tot boven de *range* stijgen en zou het beoogde effect van de splitsing dus weer snel teniet worden gedaan.

De gemiddelde post-splitskoers is € 31,21 en de mediaan is € 28,71. Om de relatie tussen de directe koers na een splitsing en de winstontwikkeling te onderzoeken, is een enkelvoudige regressie opgesteld waarbij de verandering van de *wpa*-ontwikkeling afhankelijk wordt gesteld van de post-splitskoers. Dit leverde geen statistisch significante resultaten.

c De koersontwikkeling in verschillende perioden rond een splitsing

Het derde onderzoeksonderwerp is het verloop van de aandelenkoers rondom een splitsing. Daartoe is de ontwikkeling van de koers in zes verschillende perioden onderzocht. De koersen van de splitsende fondsen zijn hierbij gecorrigeerd voor de ontwikkeling van de CBS-index. Om een cirkelredenering te vermijden hebben we afgezien van een correctie op basis van de individuele bèta's van bestudeerde fondsen, aangezien te verwachten is dat de bèta's rondom een splitsing niet erg stabiel zijn. Zoals hieronder uit de resultaten blijkt, tonen zeer veel splitsende fondsen een opvallend sterke koersstijging in de periode voorafgaand aan de splitsingsaankondiging. Zouden we gebruik wensen te maken van een bèta die berekend is op basis een dergelijke periode, dan worden deze bèta's daardoor vanzelf hoog, waarschijnlijk hoger dan in een periode waarin de koers van het aandeel zich stabiliseert.

Figuur 4. Het aantal fondsen dat binnen bepaalde bandbreedtes splitst (hypothese 2.2)



Tabel 3. Relatief (logaritmisch) koersrendement in de zes perioden rond een splitsing

Periode	100 dagen vóór aan- kondiging	2 dagen rond aan- kondiging	Tussen aan- kondiging en splitsing	2 dagen rond splitsing	100 dagen na splitsing	3 jaar ná splitsing
Aantal stijgers	21	26	14	27	34	30
Aantal dalers	9	4	16	33	26	27
Gemiddeld Rendement (%)	10,8	4,2	-0,9	-0,4	1,6	-1,0
Standaarddeviatie(%)	21,4	4,0	13,4	3,7	25,0	63,8

Bron: Bewerking van data afkomstig van Thomson Financial Datastream

De resultaten² voor de koersontwikkeling zijn weer-gegeven in tabel 3.

In de 100 dagen vóór de aankondiging van de split-sing stijgt bij de meeste bedrijven de koers behoor-lijk. 21 fondsen laten een stijging zien. De gemiddel-de koersverandering bij de 30 fondsen blijkt 10,8% te zijn. In de twee dagen rond de aankondiging is het beeld extremer. Maar liefst 87% van de fondsen maakt in deze korte periode een stijging door. De gemiddelde relatieve koersstijging bedraagt 4,2% in deze twee dagen. Beide gemiddelde koersstijgingen zijn statistisch significant. In de periode tussen aan-kondiging en splitsing beweegt de koers vervolgens nauwelijks meer. Het rendement is licht negatief en er zijn iets meer dalers dan stijgers. Ditzelfde beeld

bestaat ook in de twee dagen rond de splitsing. De feitelijke effectuering van de splitsing zelf zorgt dus voor geen enkel effect meer. Ook in de periode na de splitsing, zowel op de korte termijn als op de lange termijn, laat een gesplitst aandeel geen significant afwijkend koersverloop zien van het beursgemiddel-de.

Het koersverloop rond de aankondiging wordt in figuur 5 geïllustreerd. Er wordt hierbij gebruik gemaakt van dagelijkse slotkoersen in de 100 dagen voor en na de aankondiging die gecorrigeerd zijn voor de markttrend. Vervolgens worden de dagrende-menten bij elkaar opgeteld tot het cumulatieve dag-rendement.

Figuur 5. Cumulatief dagrendement van een aandeel in de 200 dagen rond een aankondiging



De stijging van de koers tot de aankondiging is goed te zien in deze figuur, net als de stijging rond de aankondigingsdatum. Al vrij snel is er van deze laatste stijging weinig meer over.

Conclusie

We hebben in dit artikel voor de Nederlandse markt onderzocht in welke mate aandelensplitsingen karakteristieken vertonen die door de literatuur zijn gesuggereerd.

Het eerste facet betreft de invloed van een split op de handelsomzet. Deze blijkt niet significant te zijn veranderd na een splitsing. Ook bleek er geen significante invloed te zijn van de splitsfactor. Daarmee

blijkt een belangrijk doel dat door ondernemingen zelf dikwijls wordt genoemd, niet te worden verwezenlijkt. Deze conclusie is in lijn met een commentaar over Heineken en Sligro in het Financieel Dagblad van 21 december 2004 naar aanleiding van de splitsing van het aandeel Accell.

Ten tweede is er gekeken naar de ontwikkeling van de winst per aandeel van de splitsende bedrijven. Opmerkelijk is dat deze bedrijven zowel vóór als ná de splitsing een slechtere winstontwikkeling laten zien dan de *benchmark*. De relatieve winstgroei is weliswaar met vier procentpunt verbeterd na een splitsing, maar deze verbetering is niet significant. De relatie tussen de winstontwikkeling en de koers

Appendix. Lijst van gebruikte splitsingen (links) en de verandering van de handelsomzet: niet-logaritmische percentages (rechts)

Fonds	Jaar van splitsing	Omzetperc. vóór split	Omzetperc. ná split	Verschil	Fonds	Jaar van splitsing	Omzetperc. vóór split	Omzetperc. ná split	Verschil
ABN Amro	1997	6,60%	7,10%	6,30%	Heineken (1)	1998	3,30%	2,80%	-17,10%
Aegon (1)	1985	Geen gegevens			Heineken (2)	2001	2,80%	2,50%	-12,00%
Aegon (2)	1992	3,80%	3,00%	-20,50%	HunterDouglas	1997	0,40%	0,20%	-59,30%
Aegon (3)	1995	3,00%	3,90%	31,80%	IHC Caland	1993	0,40%	0,40%	2,10%
Aegon (4)	1998	3,80%	7,70%	101,60%	Imtech	1996	0,30%	0,20%	-44,30%
Aegon (5)	2000	7,70%	5,70%	-26,80%	ING (1)	1996	7,20%	11,40%	59,50%
Ahold (1)	1985	Geen gegevens			ING (2)	2001	11,20%	9,80%	-12,60%
Ahold (2)	1990	3,80%	3,10%	-18,20%	Koninklijke Olie (1)	1989	33,80%	21,60%	-36,10%
Ahold (3)	1993	3,00%	3,70%	21,90%	Koninklijke Olie (2)	1997	14,20%	12,70%	-10,90%
Ahold (4)	1997	3,50%	4,80%	35,50%	KLM	1984	Geen gegevens		
Akzo Nobel	1998	5,00%	2,70%	-45,20%	KPN	2000	5,80%	4,00%	-30,90%
ASML (1)	1997	0,90%	3,10%	225,50%	Van der Moolen (1)	1997	0,10%	0,30%	171,50%
ASML (2)	1998	1,50%	4,30%	183,70%	Van der Moolen (2)	2001	0,30%	0,30%	-13,50%
ASML (3)	2000	2,90%	5,10%	76,40%	Nedlloyd	1989	2,80%	2,80%	0,00%
BAM (1)	1989	0,10%	0,20%	8,40%	Numico (1)	1989	0,30%	0,80%	128,50%
BAM (2)	2000	0,00%	0,00%	71,60%	Numico (2)	1994	0,70%	1,60%	129,20%
Buhrmann (1)	1985	Geen gegevens			Numico (3)	1997	1,80%	1,70%	-6,90%
Buhrmann (2)	1988	2,00%	2,00%	-0,30%	Océ (1)	1990	1,00%	0,80%	-15,60%
CSM	1999	0,50%	0,20%	-65,30%	Océ (2)	1998	1,10%	0,40%	-61,50%
DSM	1999	1,50%	1,00%	-35,60%	Philips	2000	9,80%	13,00%	32,10%
Fortis (1)	1985	Geen gegevens			Randstad (1)	1995	0,20%	0,70%	268,50%
Fortis (2)	1996	1,70%	2,40%	42,00%	Randstad (2)	1997	0,60%	0,20%	-61,10%
Fortis (3)	1999	2,20%	3,20%	47,40%	Unilever (1)	1987	13,80%	12,10%	-12,60%
Getronics (1)	1988	0,40%	0,60%	80,80%	Unilever (2)	1997	8,00%	6,80%	-15,40%
Getronics (2)	1996	0,50%	1,00%	84,20%	VNU (1)	1987	Geen gegevens		
Getronics (2)	2000	1,50%	0,60%	-64,00%	VNU (2)	1996	2,00%	1,60%	-21,70%
Hagemeyer (1)	1993	0,40%	0,80%	113,70%	Wessanen	1993	2,00%	1,40%	-29,60%
Hagemeyer (2)	1995	0,80%	1,00%	33,60%	Wolters Kluwer (1)	1986	Geen gegevens		
Hagemeyer (3)	1997	1,00%	1,00%	3,10%	Wolters Kluwer (2)	1989	1,00%	1,70%	67,30%
Heijmans	1996	0,10%	0,10%	18,30%	Wolters Kluwer (3)	1999	2,80%	1,80%	-34,50%

direct na de splitsing is ook onderzocht. Het lijkt dat naarmate de ex-split-koers lager is, de winst zich beter ontwikkelt, maar ook dit verband is niet significant. We constateren daarmee dat er in Nederland geen signaaleffect voor de winstontwikkeling kan worden vastgesteld.

Het derde onderzoekspunt is de koersontwikkeling rond een splitsing. Alleen in de honderd dagen vóór een aankondiging en in de twee dagen rond de aankondiging vindt er een koersstijging plaats. Dit laatste effect is al weer ongedaan gemaakt voordat de daadwerkelijke splitsing plaatsvindt. Daarna doen zich geen bijzondere koersbewegingen meer voor. De eindconclusie is dat splitsingen in Nederland geen voorspellende waarde hebben. Na een splitsing vinden voor de desbetreffende onderneming namelijk geen significante veranderingen plaats in aandelenkoers, beursomzet en winst per aandeel. Een splitsing is slechts een reactie op het koersverloop in het verleden. Redenen voor een splitsing zijn bijvoorbeeld het oplopen van de koers en de hiermee gepaard gaande aandacht van de pers. Na de aankondiging van de splitsing is er nog kortstondige extra belangstelling voor het aandeel, zoals blijkt uit een beperkte koersstijging. Al snel daarna verdwijnt dat effect.

Literatuur

- Baker, K.H., G.E. Powell, 'Further Evidence on Managerial Motives for Stock Splits', *Quarterly Journal of Business and Economics* 32 (no. 3, 1993) 20-30
- Desai, H., P. Jain, 'Long-Run Common Stock Returns following Stock Splits and Reverse Splits', *Journal of Business* 70 (no. 3, 1997) 409-433
- Fama, E.F., L. Fisher, M.C. Jensen en R. Roll, 'The adjustment of stock prices to new information', *International Economic Review* 10 (no.1, 1969) 1-21
- Grinblatt, M.S., R.W. Masulis, S. Titman, 'The valuation effects of stock splits and stock dividends', *Journal of Financial Economics* 13 (1984) 461-490
- Ikenberry, D., E. Stice en G. Rankine, 'What do stock splits really signal?', *Journal of Financial and Quantitative Finance* 3 (1996) 357-375
- Johnson, K.B., 'Stock splits and price change', *The Journal of Finance* 21 (no. 4, 1966) 675-686
- Kryzanowski, L., H. Zhang, 'Valuation effects of Canadian stock split announcements', *Economic Letters* 36 (1991) 317-322
- Kunz, R.M., *Stock splits in Switzerland: Much Ado about Nothing?* (2002)

Lakonishok, J., B. Lev, 'Stock Splits and Stock Dividends: Why, Who, and When?', *The Journal of Finance* 42 (no.4 1987), 913-932

Lamoureux, C.G., P. Poon, 'The market reaction to Stock Splits', *The Journal of Finance* 42 (no. 5, 1987) 1347-1370

McNichols, M. en A. Dravid, 'Stock Dividends, Stock Splits, and Signaling', *The Journal of Finance* 45, no.3 (1990) 857-879

Noten

- Om uiteenlopende redenen konden slechts 53 van de 60 splitsingen in aanmerking komen voor deze berekeningen (we hebben hier gekozen voor logaritmische verschillen teneinde symmetrie in de grafiek te krijgen tussen stijgers en dalers).
- Voor slechts 30 fondsen kon de exacte aankondigingsdatum worden vastgesteld. Voor drie fondsen kon het rendement na drie jaar (nog) niet worden berekend.

Een recept voor outperformance

Beleggers zijn op zoek naar rendement. Nederland kent al meer dan een miljoen particuliere beleggers en wereldwijd zijn talloze professionele beleggers actief op de kapitaalmarkten. Hierdoor is het behalen van extra rendement geen sinecure. Volgens Fama (1970), de grondlegger van de efficiënte markthypothese (EMH), is het behalen van systematisch buitengewoon rendement alleen mogelijk met voorwetenschap. Buitengewoon rendement is gedefinieerd als het rendement dat resteert ná risicocorrectie.

Na 15 jaar discussiëren en experimenteren ben ik tot een recept gekomen dat werkt. Het gerijpte beleggingsproces is logisch en consistent, en slaat een brug tussen theorie en praktijk. Het recept voor outperformance heeft de volgende ingrediënten:

- 1 de klassieke theorie (EMH) geeft een stijlvoorkoor voor *value*-aandelen;
- 2 de moderne theorie (*behavioral finance*) vult het aan met momentum strategieën;
- 3 fundamentele analyse (bottom up stockpicking) geeft een vleugje contrair;

4 en een top-down *value*-implementatie.

Beleggen is geen exacte wetenschap, maar wel een sociale wetenschap. Bij een wetenschap zijn zowel onderzoeksmethode als resultaten meetbaar en verifieerbaar. Deze bijdrage over outperformance begint dan ook met de EMH. Het sociale aspect komt tot uiting in het besef dat beleggers zich lang niet zo rationeel gedragen als de veronderstelde *homo economicus*. Daarom zijn in paragraaf 2, twee inzichten vanuit de *behavioral finance* van wezenlijk belang voor een begrip van anomalieën op finan-

**Drs Jeroen
Kakebeeke**
RBA¹,
senior vermogensbeheerder
aandelen bij
Interpolis
Pensioenen
Vermogensbeheer
te Zoetermeer.



ciële markten. Paragraaf drie handelt over de waarde van fundamentele aandelenanalyse om de toekomst te voorspellen en een contrair standpunt in te nemen. Complementair aan de bottom-up analyse is tenslotte in paragraaf vier een top-down DCF-model van het aandelenuniversum beschreven.

De EMH

De klassieke beleggingstheorie...

De efficiënte markthypothese (EMH) is het centrale startpunt van de discussie omtrent het behalen van outperformance. De EMH stelt dat de prijzen op financiële markten alle beschikbare informatie volledig weerspiegelen. Alleen nieuwe informatie heeft nog invloed op de aandelenkoersen, die daardoor onvoorspelbaar op en neer bewegen. Het is dus niet mogelijk om met een beleggingsstrategie buitengewoon rendement te behalen, waarbij buitengewoon is gedefinieerd als het rendement dat resteert ná risicocorrectie (immers, hoe hoger het risico, hoe hoger het geëist rendement). Overigens zijn er in de financieel-economische literatuur meerdere begrippen van risico, waardoor discussies over de efficiëntie van markten altijd blijven bestaan. In de praktijk wordt outperformance normaliter gedefinieerd als elk rendement boven de benchmark.

In navolging van Fama (1991) worden onderzoeken naar marktefficiëntie veelal in drie oplopende categorieën van informatiele efficiëntie ondergebracht:

- **voorspelbaarheid van rendementen:** historische informatie bevat geen voorspellende waarde voor toekomstige rendementen. Naast historische koerspatronen bevat de informatie dividendrendementen, handelsvolumes en diverse (prij)sratio's;
- **event studies:** alle publiekelijk beschikbare informatie, zoals winstcijfers en persberichten, is verwerkt in marktprijzen. Koersaanpassingen dienen onmiddellijk en volledig te zijn;
- **private information:** alle informatie, dus ook *inside information*, is verwerkt in marktprijzen. Dit zou betekenen dat managers geen buitengewoon rendement kunnen behalen door te handelen met voorkennis. Daarnaast valt hieronder de exclusieve informatie die de belegger

verkrijgt door het verrichten van (kostbaar) aandelenonderzoek.

...leidt tot een stijlvoorkeur voor value-aandelen

In onderstaande paragrafen komen enkele baanbrekende empirische resultaten aan de orde.

- **EMH en de voorspelbaarheid van rendementen**

Het voorspellen van rendementen blijkt te kunnen op basis van vroegere rendementen, dividendrendementen en diverse andere (prij)sratio's. Zo heeft Banz (1981) als eerste het size-effect aangetoond: ondernemingen met een relatief geringe marktkapitalisatie blijken een systematisch buitengewoon rendement te genereren. Levis (1989) meldt in zijn onderzoek dat aandelen met een lage koers-winstverhouding een jaarlijks overrendement van 7% hebben. Fama en French (1992) vinden consistent binnen verschillende decielen dat de ratio balanswaarde/marktwaarde de belangrijkste verklarende variabele is voor het te verwachten rendement van een aandeel, met daarnaast een rol voor het size-effect. Het verschil tussen het deciel met het laagste rendement (superlargecaps met een lage B/M) en het hoogste rendement (small cap en hoge B/M) is 10% per jaar. Dit value-effect is geen onomstreden bewijs, want het hogere rendement kan deels verklaard worden als proxy voor faillissementsrisico.

- **EMH en event studies**

Veel studies analyseren, nadat een bedrijf informatie openbaar maakt, de rendementen over een zeer korte periode. Bestudering van de rendementen over enkele dagen na een ondernemingsspecifieke gebeurtenis leidt meestal tot de conclusie dat binnen een dag de nieuwe informatie volledig door de markt verwerkt is. Voorbeelden hiervan zijn studies naar onverwachte dividendveranderingen (Asquith en Mullins, 1983), nieuwe aandelenemissies (Asquith en Mullins, 1986), aankondigingen van ontslagen (Kristensen, Lokere en Willeboordse 2001). Aandelensplitsingen vormen een aparte categorie, want gewone aandelensplitsingen hebben op de korte én lange termijn een positief effect. Daarentegen hebben *reverse splits* op de korte en lange termijn een negatief rendement (Desai en Jain, 1997).

- **EMH en private information**

Beleggingsfondsen genereren na aftrek van trans-

actie- en salariskosten geen buitengewoon rendement. Zowel in Amerika als in Nederland scoort 80% van de wereldwijd beleggende fondsen minder dan de MSCI-index². Soms lukt het ze wel om de gemaakte kosten terug te verdienen, een resultaat dat consistent is met de afgezwakte definitie van de EMH.

De aandelenadviezen van Amerikaanse brokers genereren buitengewoon rendement. De gemaakte kosten voor het verkrijgen van private informatie worden soms méér dan gecompenseerd door hogere rendementen. Dit is niet consistent met de (afgezwakte) definitie van de EMH. In Nederland kun je beter contrair aan gepubliceerde aandelenadviezen beleggen (Kakebeeke, 2004). Dat je op deze manier winst kunt maken baart opzien. De resultaten zijn niet consistent met de EMH, maar wel te verklaren op grond van economische theorie, zoals de *behavioral finance*.

Samenvattend is binnen het denkraam van de klassieke theorie buitengewoon rendement te behalen als je zogenaamde *value*-aandelen (zie ook Haugen, 1999) selecteert met:

- a een *hoge cash flow* ten opzichte van de marktwaarde
- b een *hoge winst* ten opzichte van de marktwaarde
- c een *hoge omzet* ten opzichte van de marktwaarde
- d een *hoge boekwaarde* ten opzichte van de marktwaarde
- e een *kleine marktkapitalisatie*
- f en handelen op basis van *aandelensplitsingen* vormt de *icing on the cake*.

Een particuliere belegger kan hier stoppen met lezen en een *value*-beleggingsfonds selecteren. Voor een professionele belegger is nog maar de eerste stap gezet. Bij het hanteren van een *value*-stijl zullen financiële consultants de rendementen langs een *value*-benchmark leggen. Dan zijn er vervolgstappen nodig om tot outperformance te komen.

Overigens moet m.i. een professionele vermogensbeheerder kunnen inspelen op wisselende beleggingsstijlen, al naar gelang de omstandigheden op financiële markten en de Juglar-cyclus in de reële economie. Zo beschreef ik in 1996 het fenomeen *crap-ralley* met aandelen die als supergroeiers te

bestempelen zijn: 'Koop cyclicals na een recessie. Het natuurlijke selectiemechanisme van de vrije markt scheidt automatisch de levensvatbare van de ten dode opgeschreven bedrijven. De overlevende cyclicals hebben zich als afgeslankte organismen aangepast aan hun dynamische omgeving. Ze zijn *leaner and meaner* dan gemiddeld en hun aandelprijs stijgt sneller dan gemiddeld.' Nota bene: het is niet toevallig dat de bioloog Darwin zijn *Survival of the Fittest* baseerde op de economische inzichten van Adam Smith' *Wealth of Nations* uit 1776.

Behavioral Finance

De moderne beleggingstheorie...

Economie en beleggingskunde zijn geen exacte wetenschappen. De mens is er als zachte factor bij betrokken. De *behavioral finance*, van onder andere Nobelprijswinnaar Kahneman (2000), concentreert zich op de beperkingen en irrationaliteit van beleggers in het algemeen en vermogensbeheerders in het bijzonder. Zo lijden beleggers aan hokjesgeest, zelfoverschatting, overoptimisme, kuddegedrag, en zijn ze risicomijdend in een winstsituatie en risicozoekend in een verliessituatie.

...leidt tot momentum strategieën

De Bondt en Thaler (1985 en 1987) hebben de *winner-losers* anomalie ontdekt. Aandelen die in een periode van 3 jaar het best presteren, *winner*s, blijven in de daaropvolgende periode juist slecht te renderen. Andersom geldt nog sterker dat *losers*, aandelen die eerst drie jaar slecht renderen, de daaropvolgende periode van drie jaar de markt outperformen. Op basis van een strategie waarin men *winner*s verkoopt (short gaat) en *losers* koopt, behaalde men een overrendement van 8% per jaar.

Financiële markten leiden aan overreactie en traagheid (Chan, Jegadeesh, Lakonishok, 1996). Ook op de korte termijn van enkele maanden kan een belegger meedrijven op het sentiment, alhoewel het lange termijn effect robuuster is. Winstverwachtingen van aandelenanalisten worden laat aangepast, zeker bij bedrijven met een slecht koersverloop. De markt hypt een goed bedrijf tot luchtkasteel en stigmatiseert een slecht bedrijf zodanig dat het de aandelen in de grond stampt. Beleggers verliezen geregeld de fundamentele

ondernemingswaarde uit het oog. Dit alles leidt ertoe dat regelmatig een hele kudde beleggers zijn oordeel moet wijzigen.

Naast de eerder genoemde onderzoeken worden de resultaten recentelijk bevestigd (Hogan c.s. (2003). Aandelenkoersen zijn op korte en lange termijn mean-reversing, ze tenderen naar het gemiddelde. Het gevolg is dat momentum strategieën buitengewoon rendement opleveren. Gebruik in aanvulling op de eerste value-selectie criteria daarom deze handelsstrategie:

- g op korte termijn (6 maanden) moet je *wINNERS* kopen en *losERS* verkopen
- h op lange termijn (3 jaar) moet je *losERS* kopen en *wINNERS* verkopen

Fundamentele analyse

De bottom-up stock-picking...

Fundamentele ondernemingswaardering maakt veronderstellingen kwantificeerbaar en legt de drivers van aandeelhouderswaarde bloot. De strategie van een bedrijf komt tot uiting in een waarderingsmodel aan de hand van:

- a operationele activiteiten: ontwikkelingen van omzet, kosten, winst en operational leverage;
- b *merger, acquisition and disposal*: overnames en deelverkoop zijn een natuurlijk fenomeen bij de levenscyclus van organisaties. Sirower (1997) heeft aangetoond dat de helft van de overnames niet succesvol is en waarde vernietigt. Deze overnames werden eufemistisch 'strategisch' genoemd;
- c *financial engineering*: de onderneming kan financiële titels uitgeven of terugkopen om de balans en winst per aandeel te managen, los van operationele activiteiten.

De meest gebruikte methode van ondernemingswaardering is het Discounted Cash Flow model. In mindere mate wordt het Dividend Discount model en Economic Value Added gehanteerd. Vaak zie je peer group vergelijkingen met onder andere: P/B, P/E, P/S, PE/G, EV/EBITDA, DCF, DDM, EVA, Sum-Of-The-Parts en industriespecifieke grondslagen (omzet of winst per werknemer of klant). Als de berekende waarde afwijkt van hetgeen beleggers op de financiële markten voor het bedrijf betalen, is het aandeel koop- of verkoopwaardig.

...leidt tot contraire beleggingen

Managementgoeroes Peters and Waterman schreven in 1982 de bestseller: *In search of excellence: lessons from America's best-run corporations*. Aan de hand van zes indicatoren selecteerden zij over de afgelopen 20 jaar de tien beste bedrijven.

Een vervolgonderzoek van Clayman (1987) toonde aan dat deze tien beste bedrijven slechter werden en dat de slechte bedrijven juist beter werden! In een competitieve wereld lijkt het onmogelijk om altijd de beste of slechtste te blijven, want alle indicatoren tenderen naar het gemiddelde. Het extrapoleren van cijfers is een verraderlijke valkuil. Laat daarom het verleden niet maatgevend zijn.

Fundamentele analyse kan een belegger zelfvertrouwen geven om contrair te handelen, maar leidt niet automatisch tot *value*-strategieën, getuige de TMT-hype. Contrair beleggen leidt vaak tot het verkopen van kwaliteitsbedrijven (groeiaandelen) en het kopen van waarde-aandelen. De vermogensbeheerder die contrair handelt en niet wordt begrepen door de opdrachtgever, loopt een risico eerder ontslagen te worden bij underperformance. Keynes verwoordde het in 1936 aldus: *'Worldly wisdom teaches that it is better for reputation to fail conventionally than to succeed unconventionally.'*

Dit persoonlijke risico kan vermogensbeheerders er toe aanzetten om dan maar in groei te beleggen, een angstvlucht naar zogenaamde kwaliteitsbedrijven. De horizon van een concurrentievoordeel van kwaliteitsbedrijven wordt systematisch overschat. Oppervlakkig gezien is het aandelenrisico van laag gewaardeerde bedrijven hoger, maar bij *value*-aandelen zijn de risico's al meer dan voldoende ingeprijsd. Bovendien worden de herstructureringen van slechte bedrijven onderschat.

Bedrijven kennen dus ook een *reversion to the mean* als het gaat om operationele winst. Beleggers betaalden in 1982 de hoofdprijs voor het mandje met tien *America's best-run corporations*. De kwaliteitsaandelen werden dubbel gestraft: allereerst een lagere winst per aandeel en daarbovenop een lagere koers/winst verhouding. Dit combineert logisch met de *wINNERS-losERS* anomalie van DeBondt en Thaler. Daaruit volgt dat een belegger met een strategie waarbij kwaliteitsbedrijven – te dure aandelen – worden aangekocht, afstevent op een systematische underperformance.

Top down implementatie value-stijl

De *value*-stijl implementeer ik middels mijn eenvoudige DCF-waarderingsmodel van het universum. Het model geeft naast een eerste screening op vreemde waarderingsmodellen ook een helicopterview op de hele aandelenmarkt en is een hulpmiddel bij sectorkeuzes. Het probeert consistentie af te dwingen tussen macro, meso en micro-niveaus.

De tegenstelling *value* versus *growth* is geboren uit de wetenschap, omdat die strategieën zich aan de uitersten van een continuüm bevinden. De pure *value*-benadering selecteert enkel op hoge ratio's als B/P, CF/P of E/P. Dat doet de werkelijkheid geen recht. Daarom wordt *value* in combinatie met groeiverwachtingen gezien.

De DCF analyse verdisconteert toekomstige cash flows met de gemiddelde vermogenskostenvoet. De input van het model wordt gevormd door driejarige cash flow taxaties en een geschatte groei-voet voor meerdere jaren daarna. De cash flows per aandeel kunnen komen van sell side analisten of volgen uit eigen aandelenonderzoek. De geschatte groei voor de jaren daarna tendert in principe naar een laag gemiddelde, omdat concurrentievoor- of nadelen van tijdelijke aard zijn. Daarmee wijkt het model af van consensus en creëert het een voorkeur voor *value* ten koste van groeiaandelen.

In afwijking op de traditionele DCF-methode houdt het model voor alle bedrijven een gelijke gemiddelde vermogenskostenvoet (WACC) aan. De theorie die de WACC precies uitrekent geeft een schijnzekerheid, want de WACC is zelden stationair en vaak *mean reversion*. Allereerst kunnen beta's uit het verleden, berekend over de afgelopen 36 of 60 maanden, flink afwijken van toekomstige beta's. Daarnaast hebben scherp gefinancierde bedrijven volgens de theorie een kostenvoordeel, en ruim gefinancierde bedrijven een kostennadeel. Maar dat lijkt een kortzichtige gedachte. We hebben maar al te vaak gezien dat scherp gefinancierde bedrijven een hoger risico kennen en geremd worden in de uitvoering van hun strategie. En bedrijven met een geldoverschot kunnen aandeelhouders tevreden stellen met een dividendverhoging, aandeleninkoop of overname, waardoor hun verhouding tussen vreemd en eigen vermogen gunstiger wordt.

Conclusie

De beleggingstheorieën van de efficiënte markthypothese (EMH) en *behavioral finance* leiden tot een strategie die *value*-aandelen en momentum combineert. Beleggen volgens consensus geeft geen out-performance. Fundamentele analyse helpt om af te wijken van de heersende opinie en contrair handelen brengt resultaat.

Als *value*-aanhanger moet ik de lezer nog een waarschuwing meegeven. Beleggingstijlen kennen in zekere mate ook *mean reversion*. Bedenk dat voor elk van de afgelopen vier jaren *value* al out-performance heeft laten zien. 2005 zou best eens een jaar van de groeiaandelen kunnen zijn. Jaja, beleggen blijft mensenwerk en is geen sinecure.

Literatuurlijst

- Asquith, P. and D.W. Mullins (1983), The impact of initiating dividend payments on shareholders' wealth, *Journal of Business*, p.77-96.
- Asquith, P. and D.W. Mullins (1986), Equity issues and offering dilution, *Journal of Financial Economics*, p.61-89.
- Banz, R.W. (1981), The relationship between return and market value of common stocks, *Journal of Financial Economics*, p.129-156.
- Chan, L.K.C., N. Jegadeesh, J. Lakonishok (1996), Momentum Strategies, *Journal of Finance*, p.713-735.
- Clayman, M. (1987), In search of excellence: The investor's viewpoint, *Financial Analysts Journal*, May-June, p.54-63.
- De Bondt, W.F.M., and R.H. Thaler (1985), Does the Stock Market Overreact?, *Journal of Finance*, p.793-805.
- De Bondt, W.F.M., and R.H. Thaler (1987), Further Evidence on Investor Overreaction and Stock Market Seasonality, *Journal of Finance*, p.557-581.
- Desai, H. and P.C. Jain (1997), Long-Run Common Stock Returns Following Stock Splits and Reverse Splits, *Journal of Business*, July, p.409-433.
- Fama, E.F. (1970), Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, *Journal of Finance*, p.383-417.
- Fama, E.F. (1991), Efficient Capital Markets: II, *Journal of Finance*, No. 5, December, p.1575-1617.
- Fama, E.F. and K. French (1992), The Cross Section of Expected Stock Returns, *Journal of Finance*, p.427-466.
- Haugen R.A., 1999, The New Finance, The Case Against Efficient Markets, *Prentice Hall*.
- Haugen R.A., 1999, The Inefficient Stock Market, What Pays Off and Why, *Prentice Hall*.

- Hogan, S., R. Jarrow, M. Teo and M. Warachka (2003), Testing Market Efficiency using Statistical Arbitrage with Applications to Momentum and Value Strategies, *Working Paper*.
- Kahneman, D., A. Tversky (2000), Choices, Values and Frames, *Cambridge University Press*.
- Kakebeeke, J. (2004), Onafhankelijke banken geven betere aandelenadviezen, *VBA Journaal*, Voorjaar Nr.1, p.21-26.
- Kristensen, J., M. Lokere en J. Willeboordse (2001), Market Reaction on Corporate Layoffs, *Working Paper EUR*.
- Levis, M. (1989) Market Size, PE Ratios, Dividend Yield and Share Prices: The UK Evidence. A Reappraisal of the Efficiency of Financial Markets, *Springer-Verlag*.
- Sirover M.L. (1997), The Synergy Trap: How Companies Lose the Acquisition Game, *Free Press*.

Noten

1. De auteur schrijft dit stuk op persoonlijke titel en dankt Dirk de Jong en een anonieme referent voor het leveren van waardevolle opmerkingen.
2. Persbericht www.morningstar.nl, 18 december 2004.

Superioriteit aandelen wordt overschat

Dirk de Jong, zelfstandig adviseur voor financiële instellingen (reacties op deze bijdragen kunnen worden gericht aan midi@dirkdejong.nl)

Het totale rendement van aandelen overtreft dat van obligaties op de langere termijn aanzienlijk, maar de vraag hoe betrouwbaar het verleden is, krijgt nauwelijks aandacht. In deze bijdrage wordt een antwoord op deze vraag gegeven. Daarnaast komt de vraag aan de orde wat van de toekomst verwacht mag worden als niet de historische lijnen worden doorgetrokken.

Op dit moment verwachten pensioenfondsen in de VS van aandelen een totale opbrengst van ruim 8% en van (staats)obligaties van rond de 4%. In Nederland wordt, afgeremd door de toezichhouders, van aandelen een extra rendement van aandelen van 3% verwacht. In de wandelgangen gaat men er overigens vanuit dat hogere percentages gerealiseerd zullen worden. De verwachtingen liggen daarmee niet ver van het tussen 1900 en 2003 gerealiseerde extra rendement (VS 4,6 en Ned 3,8 %).

Verleden

Aandelen bewijzen hun kracht op de langere termijn en het is dus begrijpelijk dat historische cijfers worden gebruikt om verwachtingen voor de toekomst te onderbouwen. Zeker ook met dank aan "Triumph of the Optimists" van Dimson, Marsh en Staunton (Princeton University Press 2002) zijn er nu voor veel markten reeksen beschikbaar die tot 1900 terug gaan. Het impliciete argument is: hoe langer de reeks met hoe meer overtuiging geëxtrapoleerd mag worden. Hierbij wordt echter voorbij gegaan aan de volgende kanttekeningen die bij deze lange reeksen gemaakt moeten worden.

In de eerste plaats zijn dergelijke reeksen alleen maar beschikbaar van markten die de gehele periode bestaan hebben. De geschiedenis laat zien dat dit lang niet alle markten zijn. Markten die in 1900 samen ongeveer 10% van de totale marktkapitalisatie voor hun rekening namen hebben de finish niet gehaald. Het betreft hier ondermeer markten in Oost-Europa en Zuid Amerika.

Verder is het rendement van obligaties veel lager geweest dan voor de toekomst minimaal verlangd wordt. Zo lag in Nederland tussen 1900 en 2003 het jaarlijkse rendement van obligaties slechts 1,2% boven de inflatie (in de VS 1,9%). Voor de toekomst wordt doorgaans een rendement van 2,5% boven de inflatie verlangd. De te lage performance van obligaties in het verleden heeft de outperformance van aandelen voor Nederland met 1,3% en in de VS met 0,6% verhoogd.

Dan wordt er bij het vaststellen van de totale opbrengst van aandelen van uitgegaan dat de dividenden volledig en onmiddellijk worden herbelegd. Voor de individuele belegger is dit een haalbare strategie, maar voor het collectief van de beleggers niet. Immers alle beleggers samen bezitten op ieder moment de gehele markt en het collectief kan het dividend dus niet herbeleggen. Voor het collectief is maximaal haalbaar de ontwikkeling van de totale marktkapitalisatie plus een lager rendement op de ontvangen dividenden. Dit reduceert het rendement met ongeveer 0,5 %.

Tenslotte is het zo dat in het begin van de 19e eeuw aandelen niet werden gezien als een papier met waardepotentieel. Beleggers redeneerden heel simpel: buy low and sell high en profiteer ondertussen van het hoge dividend rendement. Beleggers vertrouwden ondernemingen niet al te veel en verlangden een hoog vast dividend en hoopten dat de aandelen hun waarde niet zouden verliezen. Aandelen waren doorgaans ook preferent. In 1900 was het divi-

dend rendement 4% en de lange rente 2%, een beter beginjaar is haast niet denkbaar.

Duidelijk is dat van de gerealiseerde outperformance (in NL 3,8 en in de VS 4,6%) een flink stuk te danken is geweest aan toevalligheden (survivorship bias, rerating van aandelen, te lage performance obligaties) of puur praktisch niet haalbaar is (herbelegging-fictie). Voor dit alles corrigeren, reduceert het extra rendement tot rond de 2,5%

Toekomst

Als simpelweg extrapoleren dus niet mag, wint de vraag aan belang wat reële verwachtingen voor de toekomst zijn (op een termijn van 30 jaar en langer en voor aandelen wereldwijd). Op een dergelijke termijn is de ontwikkeling van de winst bijna alles bepalend. Alleen het waarderingniveau op het beginpunt is nog van belang. Op dat punt in de toekomst zal de waardering van aandelen ten opzichte van andere beleggingsklassen, gegeven de winstgroei, vast te houden (sustainable) moeten zijn. In die evenwichtsituatie zullen ook de Return On Invested Capital (ROIC) en the Cost of Capital (WACC) aan elkaar gelijk zijn.

In de financiële wereld bestaat overeenstemming over het feit dat binnen het GDP de winstquote op de lange termijn constant is en dus dat de groei van winst en GDP aan elkaar gelijk zijn. GDP groei heeft twee componenten: productiviteit en bevolkingsgroei. De toename van de productiviteit ligt historisch tussen de 1,6 en 1,9% en dat lijkt ook voor de toekomst het maximaal haalbare. De bevolkingsgroei daalt en zal wereldwijd de komende decennia nog maar net boven de 1% liggen (in de OECD landen 0,5%). Dit betekent voor de lange termijn een (reële) groei van het wereldwijde GDP en van de totale winst van ergens in de buurt van de 3%.

Een punt van zorg voor wat betreft deze 3% is dat de winstgroei van beursgenoteerde ondernemingen in de VS in de 20e eeuw ongeveer 1,5 % is geweest en daarmee ver is achtergebleven bij de groei van het reële GDP van 3,3 %. Mogelijke verklaringen zijn dat de winst is afgeroomd door oprichters en werknemers (winstbonussen), het rendement op de ingehouden winst laag was of dat de hardste groeiers niet beursgenoteerd zijn. Op basis van deze cijfers zou het verdedigbaar zijn om als uitgangspunt een lager cijfer dan 3% te nemen.

Uitgaande van de 3% laten waardingsmodellen zien dat bij een dergelijke (reële) winstgroei een koers/winstverhouding van 20 vast te houden is. De hierbij behorende outperformance is 2,5%. Aangezien de koers/winstverhouding (van de wereld) zich nu vlak bij de 20 bevindt, is gegeven dit model, de markt nu fair geprijsd. Dit betekent dat vanaf het huidige niveau de outperformance van aandelen ten opzichte van (10-jarige obligaties) op 2,5% per jaar zal uitkomen. Niet toevallig evenveel als het geschoonde cijfer voor de afgelopen 100 jaar, maar wel veel minder dan de markt verwacht.

Tot slot. Bij dergelijke rendementen (en bij de huidige dividend payout ratio) is de duration van aandelen rond de 50. Een extrapolatie van de huidige yieldcurve van (bedrijfs)obligaties naar diezelfde 50 komt uit op een reël rendement van eveneens 5%! Dit leidt tot de volgende prikkelende gedachte: is het extra rendement niet uitsluitend het resultaat van de langere looptijd en zou het dus niet beter zijn om aandelen te beschouwen als zeer hoge duration effecten in plaats van een totaal andere asset klasse?

Bijdrage vanuit de commissie Investment Performance Measurement

Vernieuwde Performance Presentatie Standaarden (GIPS 2006)

In een gemeenschappelijk persbericht van VBA en CFA Institute is in februari van dit jaar melding gemaakt van het verschijnen van een nieuwe versie van de Global Investment Performance Standards (GIPS). Deze nieuwe standaard, die de presentatie betreft van beleggingsresultaten van vermogensbeheerders aan hun potentiële cliënten, geldt per 1 januari 2006. Minstens zo belangrijk is dat het nieuwe GIPS wereldwijd in 25 landen de lokale standaarden vervangt, waardoor werkelijk sprake is van één mondiale standaard. Dit heeft consequenties voor vermogensbeheerders die zich hebben geconformeerd aan één of meer van de standaarden VBA-PPS 2003, AIMR-PPS en GIPS 1999. In Nederland verdwijnen de VBA Performance Presentatie Standaarden 2003.

Historie

Het idee voor het opstellen van ethische regels voor het presenteren van beleggingsresultaten (performance) aan potentiële cliënten (prospects) is geboren in de Verenigde Staten in de jaren tachtig van de vorige eeuw. Na de verschijning van enkele losse artikelen werd onder de vlag van de Financial Analyst Federation (FAF) een commissie gevormd, die in 1987 een schets voor een performance presentatie standaard publiceerde in de Financial Analysts Journal. De FAF is feitelijk een voorloper van het Association for Investment Management and Research¹ (AIMR) dat het initiatief om te komen tot Performance Presentation Standards overnam. De eerste versie van AIMR-PPS verscheen in 1993. Deze regels beoogden zelfregulatie binnen de Amerikaanse vermogensbeheermarkt, om vergelijkbaarheid van beleggingsresultaten van verschillende vermogensbeheerders mogelijk te maken. Eén van de meest fundamentele uitgangspunten is dat de performance wordt gepresenteerd van een composite, een mandje met vergelijkbare portefeuilles waarvan het gewogen gemiddelde rendement wordt getoond. Zo wordt cherry picking, het selectief kiezen van een goed ogende portefeuille, tegen gegaan.

Door richtlijnen die ingrepen op zaken zoals het Amerikaanse belastingstelsel was AIMR-PPS echter minder geschikt voor toepassing in andere landen. Desondanks hielden sommige Nederlandse, in Amerika actieve, vermogensbeheerders zich uit concurrentieoverwegingen aan deze standaarden.

Naar het voorbeeld van AIMR heeft in Nederland de VBA het initiatief genomen voor performance presentatie standaarden. Dit mondde in 1998 uit in de VBA-PPS 1998. Inmiddels zijn de standaarden uitgegroeid tot een zeer succesvol instrument bij de aanstelling van vermogensbeheerders. Illustratief voor het succes is dat de vraag of de vermogensbeheerder voldoet aan de presentatiestandaarden niet meer weg te denken is uit de zogenaamde *requests for proposal*. Het voldoen aan de standaarden is in de praktijk een selectie-criterium geworden. Daarnaast is inmiddels sprake van een tweetal verwijzigingen in de Nederlandse regelgeving naar VBA-PPS. Namelijk in de aanwijzingen kwartaalrapportage beleggingen pensioenfondsen en in de aanwijzingen van het verbond van bedrijfstakpensioenfondsen in het

kader van de vrijstellingsregeling wet Bpf (Z-score) van ZSW.

Het idee van nationale en van elkaar verschillende standaarden in deze zeer internationaal georiënteerde bedrijfstak kon vanzelfsprekend geen lang leven beschoren zijn. Gefaciliteerd door AIMR zagen in 1999 en een wereldwijde performance presentatie standaard en het Investment Performance Council (IPC) het daglicht. De standaard kreeg de naam 'Global Investment Performance Standards' of kortweg 'GIPS'. Het IPC is het besluitvormende orgaan achter GIPS.

GIPS 1999 werd om tactische redenen gepositioneerd als een laagdrempelige standaard. Door de milde eisen was GIPS voor veel vermogensbeheerders in veel landen een haalbare en dus acceptabele standaard. Inmiddels hebben zich 25 landen geconformeerd aan GIPS. Onderstaande figuur geeft een overzicht. GIPS was ten opzichte van VBA-PPS 1998 met betrekking tot bepaalde aspecten een stap terug. Zo ontbraken in GIPS regels voor beleggingen in onroerend goed. Het belang van één wereldwijde standaard was echter voor VBA de reden om toch aan te sluiten bij GIPS. GIPS werd door de VBA in Nederland uitgebracht als een vertaling onder de naam VBA-PPS 2003. De Verenigde Staten hielden vast aan de striktere eigen regels. Zij maakten gebruik van de mogelijkheid

van het opstellen van een "country version of GIPS", waarmee zij enerzijds wél het belang van één wereldwijde standaard onderstreepten maar anderzijds vast konden houden aan de strengere regels die lokaal reeds golden. AIMR-PPS bleef dus bestaan. Ook andere landen, waaronder het Verenigd Koninkrijk (UK-IPS) en Zwitserland (SPPS) hielden een afwijkende lokale 'country version of GIPS' overeind. Stuk voor stuk had elk land een begrijpelijke reden voor hun keuze om af te wijken. De verschillende namen en soms minieme verschillen leidden tot verwarring binnen de bedrijfstak, waar 1 januari 2006 gelukkig een einde aan komt.

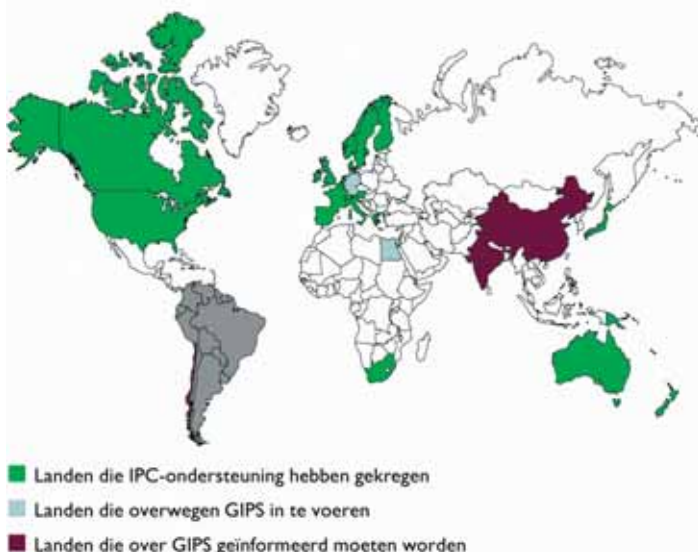
Belang van GIPS 2006

In twee opzichten is het nieuwe GIPS belangrijk. Ten eerste zijn de eisen opgeschroefd, zodat vermogensbeheerders die claimen te voldoen aan de standaarden zich per 1 januari 2006 aan de nieuwe eisen moeten houden. De standaard wordt nu niet meer aangeduid als laagdrempelig maar als "best practice". Daarnaast is er nu de doorbraak met betrekking tot de diverse afwijkende nationale standaarden. In totaal 25 landen erkennen GIPS als de mondiale standaard. AIMR-PPS, UK-IPS, SPPS, VBA-PPS en andere lokale standaarden worden overboord gezet.

De meeste veranderingen ten opzichte van GIPS 1999 komen niet als een verrassing. Sinds 1999 zijn het IPC en haar werkgroepen bezig met het naar een hoger plan tillen van GIPS. Er zijn tussentijdse besluiten genomen die zijn vastgelegd in de zogenaamde 'Guidance Statements' en 'Provisions'. Het nieuwe GIPS is voor een groot deel de smeltmelting van het oude GIPS en die tussentijdse besluiten.

Trekt men echter het vergelijk met GIPS 1999 dan zijn de veranderingen behoorlijk groot. Er zijn nieuwe hoofdstukken voor beleggingen in onroerend goed en private equity, nieuwe bepalingen inzake fees, advertenti richtlijnen, een hoofdstuk met fundamentele bepalingen, etc. Aangescherpte eisen zijn er bijvoorbeeld op het vlak van de definitie van het bedrijf of bedrijfsonderdeel (in GIPS-terminologie is dit de "firm") dat claimt in compliance te zijn en documentatie waar een prospect recht op inzage in heeft.

STATUS INVOERING GIPS



Een opmerkelijk punt betreft de besluitvorming over het onderwerp verificatie. Het idee van verificatie is dat vermogensbeheerders die claimen compliant te zijn dit door een deskundige onafhankelijke partij laten controleren. Hoewel velen er rekening mee hielden dat dit verplicht zou worden gesteld, is dit niet gebeurd. Verificatie wordt wel sterk aanbevolen. Later zal het IPC evalueren in hoeverre de noodzaak bestaat om verificatie verplicht te stellen vanaf 2010.

Overzicht van wijzigingen

Wijzigingen hebben betrekking op vereisten en aanbevelingen. Het navolgende geeft een overzicht, waarbij wij ons beperken tot de wijzigingen in de vereisten. De opsomming volgt de hoofdstukindeling van het GIPS-boekje.

Fundamentals of Compliance

In de revised GIPS is een apart hoofdstuk gewijd aan de *Fundamentals of Compliance*. Deze grondbeginselen verduidelijken de “geest” van de GIPS standaarden en geven interpretatie aan hetgeen verwacht wordt van compliant firms. Het handelt hier onder andere om:

- De focus van de definitie van de firm is komen te liggen op de wijze waarop de vermogensbeheerder zich presenteert aan (potentiële) cliënten.
- Firms dienen hun “policies & procedures” betreffende de GIPS compliancy schriftelijk vast te leggen.
- Als het vermogensbeheer aan, door de firm te bepalen, derden wordt uitbesteed, dienen de behaalde beleggingsresultaten in een composite opgenomen te worden.
- Organisatorische wijzigingen bij een firm mogen niet leiden tot aanpassingen in historische compositeresultaten.
- Compliant firms dienen altijd een compliant presentatie af te geven. De keuze dit soms niet te doen is niet aanwezig. Daarnaast moet een complete lijst met composite-beschrijvingen beschikbaar zijn voor elke potentiële cliënt die er naar vraagt. In die lijst met compositebeschrijvingen dienen beëindigde composites nog minimaal 5 jaar te worden opgenomen.
- Firms dienen te voldoen aan alle eisen van de GIPS standaarden, inclusief herzieningen, aanvullingen, Guidance Statements, interpretatie en

uitleg gepubliceerd door CFA Institute en het Investment Performance Council .

Input Data

In het hoofdstuk input data zijn ter verduidelijking enige aanpassingen doorgevoerd ten aanzien van de formulering van de vereisten. Nieuwe eisen zijn:

- Vanaf 1 januari 2006 dienen voor alle composites dezelfde begin en eindejaars waarderingsdata te worden aangehouden.
- Vanaf 1 januari 2010 dienen portefeuilles minimaal gewaardeerd te worden op de dag van een grote externe cash flow alsmede op de laatste dag van de maand (of de laatste werkdag van de maand).

Calculation Methodology

Ook in dit hoofdstuk van GIPS zijn ter verduidelijking enige formuleringen aangepast. Nieuwe eisen zijn:

- Vanaf 1 januari 2006 dienen, bij de bepaling van compositerendementen op basis van een gewogen gemiddelde van portefeuillerendementen, de wegingen van de individuele portefeuilles minimaal op kwartaalbasis te worden vastgesteld. Vanaf 1 januari 2010 dient dit minimaal op maandbasis te gebeuren.
- Er is vastgelegd hoe omgegaan dient te worden met zogenaamde bundled of all-in fees, waarbij de cliënt één van tevoren bepaalde vergoeding betaalt voor het portefeuillebeheer en de transactiekosten. In de praktijk zijn beheervergoeding en transactiekosten vaak moeilijk te scheiden. De eis is dat de transactiekosten niet geschat mogen worden. Als de scheiding niet is te maken, dient de gehele bundled fee als transactiekosten te worden beschouwd.

Composite Construction

Ook in dit hoofdstuk van GIPS zijn ter verduidelijking enige formuleringen aangepast. Verder geldt dat de bestaande eis dat vanaf 1 januari 2005 carve-outs gemanaged dienen te worden met een eigen kasrekening is uitgesteld naar 1 januari 2010. Daarnaast is nu expliciet opgenomen dat de volledige composite definitie op aanvraag beschikbaar moet zijn.

Disclosures

In dit hoofdstuk zijn verschillende wijzigingen doorgevoerd. Het betreft hier niet alleen verduidelijkingen, maar ook weglatingen, aanpassingen en toevoegingen. Zo zijn de volgende aanbevelingen uit GIPS 1999 bevorderd tot eisen:

- Firms dienen op te nemen dat additionele informatie ten aanzien van de berekening en rapportage van rendementen op aanvraag beschikbaar is.
- Het opnemen van een tabel met beheervergoedingen voor het product.
- Het opnemen van gebeurtenissen die potentiële cliënten helpen bij het interpreteren van het performance track record.

De volgende disclosure-vereisten zijn nieuw:

- Voor de composite het percentage portefeuilles dat een bundled fee kent (indien van toepassing).
- De soorten fees die opgenomen zijn in de bundled fee (indien van toepassing).
- Indien bruto (gross-of-fees) rendementen gepresenteerd worden, de fees die in mindering gebracht zijn naast de directe transactiekosten.
- Indien netto (net-of-fees) rendementen gepresenteerd worden, de fees die in mindering gebracht zijn naast de beheerfee en de directe transactiekosten.
- Het gebruik van derden aan wie vermogensbeheer is uitbesteed, alsmede de periode waarvoor dit van toepassing was.
- De beschrijving van de composite.
- Herdefinienieringen van de firm (inclusief datum en reden).
- Herdefinienieringen van de composite (inclusief datum en reden). Veranderingen binnen composites kunnen niet met terugwerkende kracht worden toegepast.
- Veranderingen in de naam van de composite.
- Afwijkingen ten aanzien van het gebruik van waarderingen van de laatste dag van de maand (of de laatste werkdag van de maand).
- De gehanteerde dispersiemaatstaf.

Presentation and Reporting

Ook in dit hoofdstuk zijn verduidelijkingen doorgevoerd. Er zijn geen nieuwe vereisten.

Real Estate and Private Equity

Eerder gepubliceerde zogenaamde “provisions” betreffende onroerend goed en private equity zijn nu als hoofdstukken 6 en 7 opgenomen in de GIPS standaarden. Daarnaast zijn in appendix D de “GIPS Private Equity Valuation Principles” opgenomen. Deze bepalingen zijn van toepassing op de composites waarin beleggingen in onroerend goed en/of private equity voorkomen. In een aantal gevallen vervangen deze bepalingen de bepalingen inzake waardering, rendementberekening, -presentatie en -rapportage uit GIPS 1999.

Behalve de hoofdstukken ten aanzien van onroerend goed en private equity zijn tevens advertentierichtlijnen opgenomen in Appendix C van GIPS 2006. Deze richtlijnen zijn verplicht voor firms die hun GIPS compliancy claim opnemen in reclameuitingen.

Meer informatie

Meer Nederlandstalige informatie is later dit jaar beschikbaar wanneer de VBA de vertaling van GIPS 2006 uitbrengt. Meer Engelstalige informatie is beschikbaar op de website van het CFA Institute (www.cfainstitute.org). U treft daar naast GIPS 2006 ook zaken als een vergelijkingsmatrix tussen het oude en het nieuwe GIPS en een Q&A notitie aan.

drs. J. (Joël) van der Vorst is werkzaam als manager Asset Risk Management bij Ernst & Young Actuarissen BV. In deze hoedanigheid begeleidt hij GIPS implementaties en verificaties bij diverse vermogensbeheerders. Joël is lid van de VBA Commissie Investment Performance Measurement.

drs. C. (Corné) A.G.M. Reniers RBA is hoofd van Global Performance Measurement bij Robeco, voorzitter van de VBA-Commissie Investment Performance Measurement, de Nederlandse vertegenwoordiger in het European Investment Performance Council en lid van de Advisory Board van de Journal of Performance Measurement.

Noot

- 1 In mei 2004 heeft deze organisatie haar naam omgedoopt in CFA Institute.

Geef om vrijheid



**AMNESTY
International**

Support our fight for human rights

Ja, ik steun Amnesty International

We hopen op een bijdrage van € 4,50 per maand, maar u kunt al lid worden vanaf € 10,00 per jaar.

ik machtig Amnesty International

€ 4,50 per maand

anders, nl. € _____ per maand/jaar*

af te schrijven van mijn

rekeningnummer

Naam/voorletters m v

Straat _____

Postcode/woonplaats _____

Telefoonnummer _____

Geboortedatum _____

Datum _____

Handtekening _____

*Doorhalen wat niet van toepassing is.

Wij willen u graag informeren over de besteding van uw giften. Als u hier geen prijs op stelt, kunt u dit aangeven via onderstaand adres of telefoonnummer.

Stuur deze bon in een envelop naar: Amnesty International, Antwoordnummer 10840, 1000 RA Amsterdam, (postzegel mag, hoeft niet). Of bel (020) 626 44 36 of kijk op www.amnesty.nl

Vrijheid is voor u vanzelfsprekend.

In veel te veel landen is diezelfde vrijheid echter helemaal niet zo vanzelfsprekend. Nog steeds worden overal ter wereld dagelijks mensenrechten geschonden. Amnesty International doet er al meer dan 40 jaar alles aan om dat tegen te gaan. En met succes. Zo hebben na snelle acties talloze mensen hun vrijheid herkreten en hebben we vele martelingen kunnen voorkomen. Voor ons werk zijn we volledig afhankelijk van u. Er is al veel bereikt. Maar er moet helaas nog veel meer gebeuren. Steun Amnesty. Nú. Want ook vandaag rekenen er mensen op Amnesty die niet tot morgen kunnen wachten.

Het VBA Journaal is een wetenschappelijk blad met een praktijkgerichte lezerskring

Redactie adres:

VBA
Weteringschans 87e
1017 RZ Amsterdam
telefoon: 020-618 28 12
e-mail:
secretariaat@nvba.nl

Het VBA Journaal heeft een wetenschappelijke D-status. De redactie hecht aan deze status en stelt daarom eisen aan de inhoud en de stijl van te plaatsen artikelen. De lezers van het blad zijn de leden van de VBA-Beroepsvereniging van Beleggingsdeskundigen en andere professionals in de financiële wereld. Goed opgeleide beroepsbeoefenaren met een scherp oog voor de praktische aspecten van de geboden materie. Zowel de lezer met een meer theoretische inslag als de op toepassing gerichte lezer moeten aan hun trekken komen. Dit stelt hoge eisen aan toegankelijkheid en leesbaarheid van de artikelen.

De toegankelijkheid van artikelen is gebaat bij een aantal zaken:

- actief taalgebruik en korte zinnen;
- een korte, prikkelende titel die de lading dekt, eventueel met subtitel;
- een stimulerende samenvatting die de lezer vertelt waarom dit artikel voor hem relevant is en wat er in het artikel ruwweg mag worden verwacht.
- regelmatig gebruik van tussenkopjes ter ondersteuning van de structuur;
- vergelijkingen alleen als ze een toegevoegde waarde hebben;
- duidelijke conclusies;
- het gebruik van grafieken en tabellen vergroot de aantrekkelijkheid van een artikel. Maximale inzichtelijkheid wordt bereikt wanneer deze onafhankelijk van de tekst kunnen worden gelezen. Streef naar minimaal 1 grafiek of tabel per pagina;
- een beperkt gebruik van het aantal noten.

Beoordelingsprocedure

Een artikel wordt na ontvangst ter beoordeling toegezonden aan twee referenten. Komt het artikel voor plaatsing in aanmerking, dan kunnen, als de beoordelaars het nodig achten, enige ronden met vragen en suggesties ter verbetering volgen. Is het eindresultaat positief, dan wordt het artikel geplaatst. Na iedere redactievergadering – ongeveer een maand voor de verschijning van het Journaal – wordt u op de hoogte gebracht van de fase waarin uw artikel zich bevindt. De redactie streeft ernaar de periode tussen ontvangst en plaatsing van het artikel zo kort mogelijk te houden.

Praktische zaken

- De optimale omvang van een artikel is ongeveer 3000 woorden. Het maximale aantal woorden is 4000
Inclusief inleiding, tabellen en grafieken betekent dit, dat een artikel maximaal 5 pagina's in het VBA Journaal beslaat.
- Gebruik de spelling uit de Woordenlijst der Nederlandse Taal (het 'groene boekje').
Neem literatuurverwijzingen als volgt op in de tekst: Nillissen (1995, p. 13).
In de literatuurlijst: Nillissen, T. (1995), Towards a new Journal for Dutch Investment Professionals, VBA Journaal, elfde jaargang nr. 1, maart 1995, pp. 12-15.
- Geef noten aan met cijfers. Neem de noten aan het eind van de tekst, maar voor de literatuurlijst op.
- Indien u bij een revisie van een artikel hebt geprofiteerd van de opmerkingen van de (anonieme) referent(en), geef dit dan in een noot aan.

Voor uitgebreidere richtlijnen over het schrijven van toegankelijke artikelen hierbij enige literatuurverwijzingen:

- Grubben, E. en Vriens, J (1995), Professioneel Schrijven, handleiding bij het voorbereiden en schrijven van creatieve en effectieve teksten. Academic Service, Schoonhoven (najaar 1995, daarvoor via de redactie te verkrijgen).
- McCloskey, Donald, (1985), Economical Writing. Economic Enquiry, Vol. XXIV, April 1985.

Bestuur van de Vereniging

Dr. R.Th.H. Willemsen RBA, voorzitter
Mevr. S.H.C.M. van de Kamp-Vergeer RBA, secretaris
Drs. M.B.A. Sanders RBA, penningmeester
Drs. M. de Berg RBA
Drs. J.K.H. van Dam RBA
Mevr. Drs. A.M. Munnik RBA
Drs. W.L.M. Schapendonk RBA
Drs. C.M.H.G. de Vaan RBA
Mevr. R. van Wijk-Russchen RBA

Ballotagecommissie

Mevr. Drs. W.E. Nieuwenhuizen, voorzitter

Tuchtcommissie

Mr. G.St. Panjer, voorzitter

Kascommissie

Drs. R. Snoeker, voorzitter

Programmacommissie

Dhr. N.D. van Geest RBA, voorzitter

Commissie Regelgeving

Mevr. S.H.C.M. van de Kamp-Vergeer RBA, voorzitter

Accountingcommissie

Drs. J. Vis MBA, CMC, RV, voorzitter

Commissie Asset & Liability Management

Dhr. D. Wenting AAG, RBA, voorzitter

Commissie Beleggingsproces

Mevr. Drs. M. van Gils, voorzitter

Commissie Duurzaam Beleggen

Drs. M. de Berg RBA, voorzitter

Commissie Alternatieve Beleggingsvormen en -strategieën

Drs. W.B. ten Brinke, voorzitter

Commissie Tactische Asset Allocatie

Mevr. Drs. L.M. van Lieshout RBA, voorzitter

Commissie Onroerend Goed

Drs. R.J.E. Satumalaij RBA, voorzitter

Commissie Technische Analyse

Dhr. J.B. de Kempnaer, voorzitter

Commissie Investment Performance Measurement

Drs. C.A.G.M. Reniers RBA, voorzitter

VBA vertegenwoordiging in European Investment Performance Council

Drs. C.A.G.M. Reniers RBA

Dhr. R.A.F. van Eeuwijk MA, CFA

Dutch Commission on Bonds (DCB) en European Bond

Commission (EBC)

Drs. R.P.J.M. ter Horst RBA, voorzitter

Curatorium pd. Opleiding tot Financieel en Beleggingsanalist (VU)

Prof.Dr. R.A.H. van de Meer, voorzitter

Effas Board in Frankfurt

Dr. R.Th.H. Willemsen RBA

VBA vertegenwoordiging in de Raad voor de Jaarverslaggeving

Drs. W. Heineken RBA

VBA vertegenwoordiging in DSI

Dr. R.Th.H. Willemsen RBA

Seniorenconvent

Dhr. J. van der Vliet RA, voorzitter

Bovenstaande personen zijn bereikbaar via het secretariaat van de VBA.

Telefoon: 020 - 618 28 12

VBA-Beroepsvereniging
van Beleggingsdeskundigen
Weteringschans 87^e
1017 RZ Amsterdam
telefoon: 020 - 618 28 12

