

Analisten die werkzaam zijn voor de banken die een bedrijf naar de beurs hebben gebracht, geven vaker een koopadvies, zelden een verkoopadvies, en plakken een hoger koersdoel op het bedrijf dan niet-betrokken analisten.

Dat blijkt uit een inventarisatie van de VEB van meer dan 200 afgegeven analistenadviezen voor Nederlandse beursfondsen die in de laatste vijftien jaar naar de beurs zijn getrokken.

De zakenbanken die bedrijven naar de beurs begeleiden, komen vaak een maand later ook met een openbaar analistenadvies. Die analisten zouden bij het opstellen van hun advies geen enkele druk mogen voelen van de zakenbankiers die betrokken waren bij het vaststellen van de introductieprijs, en zich blaren op de tong hebben gepraat om de stukken aan beleggers te verkopen.

De analyse laat zien dat de zogenaamde Chinese muur, die de onafhankelijkheid van analisten moet waarborgen, vooral een concept is op papier. Door de veel positievere adviezen lijkt het erop dat analisten – bewust of onbewust – rekening houden met het feit dat hun werkgever eerder betrokken was bij de beursgang.

MEER KOOPADVIEZEN

Uit het onderzoek blijkt dat analisten die werken voor de begeleidende banken, na de beursgang de helft meer koopad-

viezen (75 procent van alle adviezen) afgeven dan analisten die voor niet-betrokken instellingen werkzaam zijn (50 procent van alle adviezen).

Enkele banken gaven in de laatste vijftien jaar zelfs nooit een houd- of verkoopadvies voor de aandelen van een bedrijf dat door de collega's bij de zakenbank naar de beurs werd gebracht.

Voorbeelden daarvan zijn de Britse zakenbank Barclays (betrokken bij 7 beursgangen in het onderzoek) en ING Bank (12 beursgangen).

Verkoopadviezen van analisten die werken voor de bij de beursgang betrokken banken zijn een zeldzaamheid: slechts één analist durfde het in de laatste vijftien jaar aan een verkapt verkoopadvies (in vaktermen *underperform*) te geven.

Het ging om een analist van het beurshuis van de Franse zakenbank Exane BNP Paribas, die minder optimistisch was gestemd over de vooruitzichten van verzekeraar NN vlak na de beursgang in 2014. In het algemeen durven de afhankelijke analisten niet verder te gaan dan een houd-advies.

Niet alleen gaven ze flink meer koopadviezen, ook mag het niet verrassend heten dat het gemiddelde koersdoel bij analisten werkzaam voor begeleidende banken meestal hoger ligt.

De koersdoelen van analisten die voor betrokken instellingen werken, zijn in 70 procent van de onderzochte gevallen hoger dan

DE CHINESE MUUR BINNEN BANKEN IS VOORAL EEN CONCEPT OP PAPIER



HET ONDERZOEK IN HET KORT

> In het algemeen hebben analisten de reputatie de wereld door een roze bril te zien. Verschillende onderzoeken laten zien dat het aantal koopaanbevelingen voor aandelen het aantal verkoopadviezen al snel met een factor vijf overstijgt. Een theorie hierachter is dat beursfondsen lage koersdoelen niet appreciëren, waardoor het risico bestaat dat ze banken die negatieve adviezen geven, niet zullen vragen voor lucratieve advieswerkzaamheden rondom overnames of kapitaaluitgiftes.

> De VEB vroeg zich af of dit ook omgekeerd werkt. Zijn analisten van banken die (lucratief) advieswerk hebben verricht rondom een beursgang daarna ook bovengemiddeld optimistisch over het aandeel na de beursgang? Een inventarisatie van meer dan 200 afgegeven analistenadviezen met betrekking tot beursfondsen die in de laatste vijftien jaar naar de beurs zijn getrokken, bevestigt dit.

> Deze betrokken analisten geven vaker een koopadvies, zelden een verkoopadvies, en de koersdoelen liggen gemiddeld substantieel hoger dan bij meer onafhankelijke analisten. Het is een indicatie dat de Chinese muur binnen banken – die ervoor moet zorgen dat de analisten adviezen kunnen geven zonder druk te voelen van de zakenbank – niet al te hoog is.

> In het onderzoek werd alleen gekeken naar de beursgangen waarbij zes maanden na dato ook niet-betrokken analisten hetzelfde aandeel volgen.

> Het is gegeven het evidente belangenconflict de vraag of het wenselijk is dat de analisten van begeleidende banken al een maand na de beursgang met adviezen kunnen komen.

BOVENGEMIDDELD VAAK KOOPADVIES NA BETROKKENHEID BIJ BEURSGANG

	WERKZAAM BIJ BETROKKEN BANK		WERKZAAM BIJ NIET-BETROKKEN BANK		RATIO
	aantal	percentage	aantal	percentage	
Kopen	91	74,6	52	49,5	1,51
Houden	30	24,6	34	32,4	0,76
Verkopen	1	0,8	19	18,1	0,05
Totaal	122	100	105	100	1,00

Ratio = het percentage van de betrokken banken gedeeld door het percentage van de niet-betrokken banken.

Bron: Bloomberg, VEB. Periode januari 2005 t/m augustus 2021.