

geven dat Amerikaanse dochter ABC over dit jaar in het rood zal eindigen.

Het geplaagde Imtech maakte het nog bonter. De technisch dienstverlener waarschuwde een maand voor de officiële kwartaalcijfers voor de vierde keer in vijf maanden voor tegenvallers. Hoge kosten, nieuwe verliezen op projecten en afschrijvingen zorgden ervoor dat Imtech "significante verliezen in het tweede kwartaal" moest boeken.

Naast Imtech en Wessanen kwamen onder meer bouwbedrijf Bam en PostNL met waarschuwingen, de aandelen daalden respectievelijk 20 en 11 procent.

Uit die schrikreacties blijkt steeds opnieuw dat beleggers verrast zijn door slecht nieuws. En dat terwijl winstwaarschuwing bepaald geen noviteit zijn op het Damrak: sinds de eeuwwisseling kregen beleggers honderden winstalarmen voor de kiezen.

PIJN EN VERLICHTING

Minder verrassend is de reactie van beurscommentatoren op extreme koersuitslagen na een winstwaarschuwing. Zij wijzen er graag op dat markten overdrijven. Dit zou betekenen dat beleggers kunnen profiteren door op de dag van een winstwaarschuwing aandelen (bij) te kopen. Maar is het wel zo dat beleggers altijd overdrijven?

Wij verzamelden alle winstwaarschuwingen van Nederlandse beursfondsen tussen 1999 en 2011 en analyseerden de koersrendementen.

Uit deze database van 108 (eerste) waarschuwingen blijkt allereerst dat een bedrijf op de dag van het winstalarm één tiende van zijn beurswaarde verliest.

Iets correcter geformuleerd:

het zogeheten abnormale rendement is min 9,5 procent. Dit is het rendement van het aandeel na een winstwaarschuwing gecorrigeerd voor marktfluctuaties en het risico van het aandeel. Stel dat een aandeel uit de AEX-index 11 procent verliest en de AEX-index op diezelfde dag 2 procent stijgt, dan is het abnormale rendement bij gelijk risico -13 procent (kijk voor verdere uitleg op pagina 13).

Maar daarmee is het leed nog niet geleden. Ook op de langere termijn blijft het aandeel onder druk staan. In de drie maanden na een winstwaarschuwing gaat een aandeel gemiddeld nog eens ruim 7 procent naar beneden. En ook na die periode blijft het kwakkelen, waardoor het verlies een jaar na de winstwaarschuwing ongeveer 8 procent bedraagt.

Uiteindelijk komt er een einde aan die negatieve rendementen. Een belegger die een jaar na de winstwaarschuwing de aandelen oppikt en de stukken twaalf maanden vasthoudt, behaalde gemiddeld een rendement van 14,5 procent, zo blijkt uit ons onderzoek. De koersklap en het herstel na een winstwaarschuwing worden ook gevonden in soortgelijke onderzoeken bij Britse en Amerikaanse bedrijven.

De uitkomsten laten zien dat een beleggingsstrategie waarin aandelen direct na een winstwaarschuwing worden verkocht – "short" gaan – maar na een jaar

**NEGATIEVE
RENDEMENTEN
ZIJN ZELDEN
EEUWIGDUREND**

WAT IS EEN WINSTWAARSCHUWING?

Met een winstwaarschuwing geeft een onderneming via een persbericht aan dat beleggers te hoge verwachtingen hebben van toekomstige winsten.

Wat is eigenlijk het belang van een topman om met slecht nieuws naar buiten te komen als dit zulke nare consequenties heeft voor de koers?

Daar zijn twee antwoorden op. Ten eerste is een beursfonds bij wet verplicht om koersgevoelige informatie met het beleggend publiek

te delen. Als een onderneming dit nalaat, kunnen toezichhouders hier een boete voor uitdelen. Bovendien kunnen beleggers een rechtszaak aanspannen als zij door de onderneming zijn misleid omdat de onderneming een te optimistisch toekomstbeeld schetste. Ten tweede laat onderzoek zien dat een goede reputatie bedrijven veel waard is. De vrije val na een winstwaarschuwing is niet prettig, maar op de langere termijn wordt openheid gewaardeerd. Vertrouwen komt te voet en gaat te paard.

weer worden aangekocht, voor een stevig rendement kan zorgen.

THEORIE

Dat beleggers op relatief eenvoudige wijze munt kunnen slaan uit een winstwaarschuwing is een flinke tegenvaller voor aanhangers van de zogeheten efficiënte markt. Volgens deze theorie zou de pijn van een winstwaarschuwing in één keer in de koers moeten worden verwerkt, een na-ijleffect en fors koersherstel passen niet in dat plaatje. Extra rendement dat niet verklaard kan worden door hoger risico – zoals de winstwaarschuwingstrategie – worden door economen weggezet als uitzondering op de regel.

In de laatste twee decennia nemen steeds meer economen afscheid van het idee dat markten efficiënt zijn. Gedragseconomen winnen aan populariteit. Deze school constateert dat mensen – en dus beleggers – informatie op een irrationele manier verwerken.

De economen Barbaris, Shleifer en Vishny hebben twee menselijke trekjes in een model op-

