

genomen in een poging om koers-effecten te verklaren, zoals die bij winstwaarschuwingen.

De economen veronderstellen in hun model dat beleggers conservatief zijn (*conservative bias*), en dat zij de neiging hebben de recentste informatie zwaar te wegen en te extrapoleren naar de toekomst (*representative bias*). Het laatste impliceert dat een bedrijf dat enkele kwartalen teleurstellende resultaten laat zien, dit ook in de toekomst zal blijven doen.

Bij een winstwaarschuwing werkt het volgens het model van Barbaris en consorten als volgt. Na een winstalarm weigeren conservatieve beleggers te geloven dat het echt zo slecht gaat met de onderneming als de winstwaarschuwing doet vermoeden, met als gevolg dat zij minder stukken verkopen dan een rationele belegger zou doen.

In de praktijk blijkt bijvoorbeeld dat het moeilijk is voor een analist om zijn visie op een bedrijf te wijzigen na een waarschuwing als hij beleggers eerder adviseerde de stukken te kopen.

Als beleggers eenmaal door krijgen dat de onderneming er echt niet goed voor staat, komt de representatieve bias langzaam naar boven. Daardoor trekken beleggers de kortetermijnproblemen door naar de verre toekomst en nemen zij afscheid van hun aandelen, met koersdruk tot gevolg.

Maar als het bedrijf weer

(structurele) verbetering laat zien, vliegt de koers omhoog.

EN PRAKTIJK

Vanuit de praktijk voert James Montier, hoofdstrateeg van vermogensbeheerder GMO, nog een andere menselijke zwakte op die het koerspatroon na een winstwaarschuwing kan verklaren: uitstelgedrag.

De Brit beschrijft dat zo in zijn boek *Value Investing*: "Als een winstwaarschuwing wordt uitgegeven, zoeken beleggers al snel naar excuses voor die gebeurtenis. Misschien bellen zij het bestuur van de onderneming, die waarschijnlijk graag zal bevestigen dat de tegenvaller een incident is, veroorzaakt door iets hogere voorraden of wat onverwachte margedruk. Dat zijn typisch zaken die een kwartaal later weer op orde kunnen zijn. De belegger loopt met rechte rug, tevreden richting de volgende winstwaarschuwing."

KRACHTTOER

Een goede belegger schakelt zijn emotie uit. Maar dat is niet eenvoudig bij een winstwaarschuwing.

Eerst moet een belegger afscheid nemen na een koersval van bijna 10 procent op de dag van de waarschuwing, en een jaar later – als alle andere beleggers wegrennen voor het aandeel vanwege negatieve publiciteit – moet hij of zij de stukken juist weer kopen.

Omdat maar weinig beleggers zo koelbloedig blijken, lijkt de strategie in de praktijk lastig uitvoerbaar. Montier verhelpt dit probleem door zich vooraf te committeren aan rationale handelsregels – verkopen na een winstwaarschuwing, maar na een jaar terugkopen – in de wetenschap dat hij moeite heeft om in *the heat of the moment* het hoofd koel te houden en rationeel te blijven.

"Hoewel stoppen met naden-

EEN GOEDE BELEGGER SCHAKELT ZIJN EMOTIE UIT. MAAR DAT IS NIET EENVOUDIG BIJ EEN WINSTWAARSCHUWING

ken vaak als gevaarlijk wordt gezien, is het de makkelijkste manier om te voorkomen dat emoties rationale beslissingen in de weg staan", aldus Montier.

POTJE POKER

Winstwaarschuwingen hebben niet altijd hetzelfde effect. De hiervoor genoemde koersdalingen zijn gemiddeldes. Kunnen beleggers informatie uit het bericht halen

waarin de winstwaarschuwing wordt aangekondigd, iets waaruit de conditie van de onderneming blijkt en iets prijsgeeft over toekomstige rendementen?

We sorteerden de winstwaarschuwingen in twee groepen: één groep met winstwaarschuwingen die gepaard gingen met serieuze maatregelen en één groep "normale" winstwaarschuwingen. Denk bij een serieuze maatregel bijvoorbeeld aan het vertrek van een bestuurder, rigoureuze kostenbesparingen of de aangekondigde verkoop van een (problematische) divisie.

Op de dag van de waarschuwing verschilt het negatieve rendement tussen de twee groepen nauwelijks: een min van ongeveer 9,5 procent. Echter, waar normale winstwaarschuwingen in de drie maanden na de waarschuwing slechts een kleine 4 procent inleveren, klapt het aandeel van de bedrijven die maatregelen nemen

Het onderzoek in een notendop

De VEB onderzocht de abnormale rendementen op de dag van en in de jaren na een winstwaarschuwing. Het onderzoek in een notendop:

- Op de dag van een winstwaarschuwing daalt een aandeel gemiddeld 9,5 procent.
- In het jaar daarna zakt het aandeel nog eens 8 procent weg. De aandelen van bedrijven die onverwacht waarschuwen (-10,5 procent) en maatregelen nemen (-15 procent) dalen het hardst. In de eerste drie maanden na de winstwaarschuwing wordt het grootste deel van het verlies gerealiseerd.
- Een jaar na de winstwaarschuwing veert het aandeel weer op met maar liefst 15 procent.
- Ander onderzoek laat soortgelijke

koerspatronen zien in Engeland en de Verenigde Staten. Er is wel een kanttekening: de analyse gaat uit van gemiddelde rendementen, maar de verdeling rondom het gemiddelde is breed. Het kan dus goed dat (sommige) aandelen stijgen in de maanden na een waarschuwing.

DE ECONOMEN VERONDERSTELLEN IN HUN MODEL DAT BELEGERS CONSERVATIEF ZIJN

