

'Irrationaliteit verdrijven met rationaliteit'

Eind april 2010 kondigde de Rotterdam School of Management (RSM) van de Erasmus Universiteit aan dat Duff & Phelps, wereldwijd dienstverlener op het gebied van financiële analyse en investment banking, een nieuwe leerstoel *Business Analysis & Valuation* gaat sponsoren. Een gesprek met Erik Peek over de achtergronden.

TEKST BERT BAKKER | BEELD SIMONE VAN ES

Erik Peek is aangesteld om bij RSM als hoogleraar de relaties tussen financiële markten en financiële rapportages te bestuderen. Hij is mede-auteur van het standaardwerk *Business Analysis and Valuation: IFRS Edition*. Het is de bedoeling dat Peek onder meer onderzoek gaat doen naar de zogeheten *European Risk Premium*, een verzameling van gegevens en analyses om - vooral niet-Europese - investeerders te helpen specifiek-Europese risico's in te schatten en nauwkeuriger te prijzen. Dat zou het makkelijker maken de vermogenskostenvoet te bepalen voor bedrijfswaarderingen, investeringsbeslissingen, haalbaarheidsstudies en andere financiële beslissingen binnen de onderneming.

Is er voor Duff & Phelps alleen een rol als sponsor of gaat de samenwerking met RSM verder?

Peek: "Ja, dat laatste is zeker de bedoeling. We denken erover bijeenkomsten te organiseren waarbij professionals, waaronder die van Duff & Phelps, en wetenschappers kennis uitwisselen. Professionals moeten kunnen profiteren van fundamenteel onderzoek, en wetenschappers van praktische ervaringen."

BLANCO

Gaat u zich naast dat onderzoek naar de European Risk Premium ook op ander onderzoek concentreren?

"Ja. Eén gepland onderzoek richt zich bijvoorbeeld op de vraag wat het nut is van de huidige vrij beschikbare accounting informatie bij de waardebeoordeling van credit default swaps, c.q. die van leningportefeuilles. Een ander onderzoek

kijkt naar wat investeerders in eigen en vreemd vermogen aan bruikbare extra informatie krijgen dankzij de recent ingevoerde richtlijnen IFRS 7 en 9, en hoe een koppeling te maken met specifieke behoeften op dit vlak. Een derde thema betreft onderzoek naar het effect van de frequentie waarmee bedrijven cijfers publiceren op hun vermogenskosten. Je kunt je bijvoorbeeld afvragen of het publiceren van kwartaalcijfers niet ten koste gaat van andere informatie."

Heeft u verwachtingen ten aanzien van de resultaten van die onderzoeken?

"Nee, ik begin er in principe blanco aan. Maar in het algemeen ga je er wel van uit dat als regelgeving bedrijven dwingt meer informatie te geven, het makkelijker wordt de toekomstige kasstromen in te schatten, en daarmee de waarde van vermogenstitels. Over Sarbanes-Oxley wordt wel gezegd dat het weinig heeft gedaan om de huidige crisis te voorkomen, maar er zijn wel degelijk indicaties dat beleggers dankzij SOx betere informatie krijgen. En zeker, het lijkt erop dat de wet van de afnemende meeropbrengsten ook op accountinginformatie van toepassing is. Maar tegelijkertijd geloof ik dat beleggers wel degelijk geholpen zijn door de introductie van het principe dat balansposten zoveel mogelijk worden gewaardeerd op basis van actuele waardes of benaderingen daarvan. Als de IASB daar weer van zou afstappen dat zou ik dat zeer betreuren. Je verliest gewoon informatie als je teruggaat naar historische kostprijzen."

PSYCHOLOGIE

Is er een reden dat u een duidelijk accent

legt op informatievervalsing die van belang is voor de waardering van vreemd vermogens-titels; dus zeg maar genoteerde leningen?

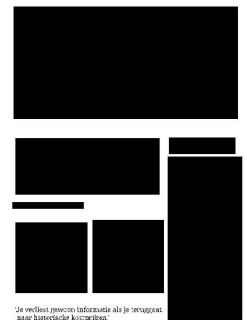
"Ja. Wat van belang is bij identificatie van en rapportage over kredietrisico's is veel minder onderzocht. Daar denk ik dat onderzoek meer waarde toevoegt. Naar de waardering van aandelen is al heel veel onderzoek gedaan."

Sommigen menen dat al die extra informatie over markwaardes de volatilitéit van genoteerde titels alleen maar versterkt heeft. Terwijl het idee van maximale transparantie juist is dat beleggers hun gedrag op feiten kunnen baseren in plaats van op sentiment.

"Ik begrijp die observatie en ik zie ook wel dat markten, zeker op de korte termijn, nog steeds door irrationeel gedrag kunnen worden gestuurd. Psychologie heeft invloed op markten, maar de rationele kant biedt, denk ik, meer handvatten om te begrijpen wat er gebeurt. Ik hou vast aan het idee dat irrationaliteit alleen met rationaliteit te bestrijden is. Banken bijvoorbeeld zouden meer informatie kunnen en moeten geven over risico's die zij in hun krediet- en beleggingsportefeuilles lopen. Met mijn onderzoek hoop ik nu juist aan te tonen dat beleggers daar behoefte aan hebben, maar vooral: welke info voor hen wel en welke niet relevant is."

BRAAK TERREIN

De recente crisis herinnerde beleggers eraan dat statistisch schijnbaar irrelevante gebeurtenissen grote gevolgen hebben. Maar de IJslandse vulkaanuitbarstingen en de gevolgen daarvan voor de waarde van aandelen van luchtvaart-



maatschappijen zijn ook een voorbeeld. Is het, zolang heel onwaarschijnlijke gebeurtenissen zoveel impact hebben, niet een illusie te denken dat extra inspanning in de taxatie van risico's wezenlijk bijdraagt aan betere waarderingen?

“Opeenstapelingen van toevalligheden hebben op het niveau van individuele ondernemingen soms grote impact. Maar op het meer geagregeerde niveau van een portefeuille ligt dat toch anders. Ik zie het als mijn taak als wetenschapper om te onderzoeken welk soort informatie helpt om kredietrisico's beter in beeld te krijgen. Ik weet dat daar nog veel terrein braak ligt.” □

Erik Peek en RSM

Erik Peek behaalde zijn doctorandustitel in

bedrijfseconomie aan de Universiteit van Tilburg in 1996. In 2001 promoveerde hij in accountancy aan de Vrije Universiteit van Amsterdam. Vóór de Rotterdam School of Management was Peek werkzaam als visiting associate professor aan de Wharton School van de Universiteit van Pennsylvania en associate professor aan de Universiteit van Maastricht. Bij de RSM is hij nu hoogleraar binnen de vakgroep Accounting & Control, waar zijn onderzoeksactiviteiten zullen aansluiten bij die van de vakgroep naar financiële rapportage, verslaggevingsbeleid en het functioneren van financiële markten. Peek zal de vakken *financial analysis* en *advanced financial statement analysis* gaan doceren; beide vallen onder de MScMA in Finance & Investments en MScBA in de curricula van Accounting & Control.



Erik Peek: 'Je kunt je afvragen of het publiceren van kwartaalcijfers niet ten koste gaat van andere informatie.'

'Ik zie het als mijn taak om te onderzoeken welk soort informatie helpt om kredietrisico's beter in beeld te krijgen.'

'Je verliest gewoon informatie als je teruggaat naar historische kostprijzen.'