

LENGTH: 1091 words

Geen Amerikaanse governance-toestanden

DATELINE: RODERICK

MUNSTERS, RENE MAATMAN EN GEERT RAAIJMAKERS

We moeten niet op een Amerikaanse manier alles met regels afdichten. Compliance is geen doel op zich. En aandeelhouders die zich voor langere tijd aan een onderneming binden, moeten extra rendement krijgen.

Modernisering van de governance van ondernemingen was hoognodig en voltrekt zich in hoog tempo. Het risico bestaat echter dat de balans doorslaat. Europa heeft steeds een governance-systeem gehad dat is gebaseerd op onderling vertrouwen en loyaliteit. Betere verantwoording en transparantie versterken dat systeem. Maar laten we zorgen niet het kind met het badwater weg te gooien in een blinde vlucht naar een Amerikaans, louter regel- en sanctiegedreven systeem dat de meesten net als wij, op de man af gevraagd, eigenlijk ook niet willen.

Ondanks het streven naar een eigen Europees systeem, is het Amerikaanse model kennelijk dominant en sluipt het er bij ons in. Compliance aan steeds meer gedetailleerde regels wordt een gegeven. Toezichthouders treden op de voorgrond en een beloningsspiraal lijkt ook in Europa onvermijdelijk. Van een goed functionerende aandeelhoudersdemocratie komt nog niet veel terecht.

Sommige institutionele beleggers hebben tegenstrijdige belangen. Portefeuillemanagers van institutionele beleggers worden in de regel afgerekend op kortetermijnrendementen.

Ook het uitlenen van aandelen speelt een rol. Voor institutionele beleggers levert dat extra rendement op en het draagt bij aan efficiënte prijsvorming op de markt. Nadeel is echter dat het soms wordt misbruikt door partijen die stemmen willen kopen om de uitkomst van een aandeelhoudersvergadering te beïnvloeden. Ook leidt een kosten-batenafweging tot terughoudendheid bij institutionele beleggers; het kost geld om aandeelhoudersrechten deskundig en geïnformeerd te gebruiken.

Dat is anders voor hedge funds en private equity-fondsen. Zij beleggen in slechts enkele ondernemingen om op korte of middellange termijn winst te maken. De laatste tijd krijgen zij in de media geregeld de zwarte piet. Naar onze mening behoeft dit beeld nuancering.

Hedge funds proberen geld te verdienen met het opsporen van inefficiënte prijsvorming op de beurs, waaronder ondernemingen die beslissingen nemen of juist nalaten tegen de wens van de markt in. Zij zetten bedrijven onder druk om efficiëntieverhogende maatregelen te nemen, zoals splitsing van het bedrijf omdat de som der delen meer bedraagt dan het geheel, uitkering van een superdividend of de inkoop van eigen aandelen als de onderneming geen duidelijke strategie en bestemming heeft voor ruime kasmiddelen.

Private equity-fondsen die ondernemingen van de beurs halen, hebben een andere strategie. Zij helpen te reorganiseren en herfinancieren om zodoende waardegroei tot stand te brengen. Dit betekent vaak een verhoging van de schuldenlast van de onderneming omdat de kosten van vreemd vermogen doorgaans lager zijn dan van eigen vermogen. Dat private equity-fondsen ondernemingen zo zouden dwingen onverantwoorde risico's te nemen, is overtrokken. Zij hebben er geen belang bij dat een onderneming in financieringsproblemen komt.

Het optreden van hedge funds en private equity-fondsen heeft positieve effecten voor aandeelhouders en ondernemingen, ook al zijn ze uit op korte- of middellangetermijnwinst. Zij hebben een disciplinerende invloed. Dit bevordert de concurrentiekracht waarmee alle bij de onderneming betrokken belangen worden gediend. Net als bij de compliance-regels zit de kunst echter in de beperking: we moeten ervoor waken door te schieten naar een verharding van het klimaat waar wantrouwen het uitgangspunt is en waar slechts ruimte is voor risicomijdend gedrag, claims en sancties, uitsluitend gedreven vanuit kortetermijngerichtheid.

Onder die druk verdwijnen de voordelen van een beursnotering uit het zicht en kiezen steeds meer beursgenoteerde bedrijven voor 'going private'. Dat is niet in het belang van ondernemingen die behoefte hebben aan verschillende financieringskanalen en ook niet van aandeelhouders die gebaat zijn bij een ruim en gediversifieerd aanbod van beursgenoteerde ondernemingen.

Beter is het een klimaat te scheppen waarin goede governance de beursonderneming aanspoort tot innovatief ondernemen. Ondernemingen moeten risico's nemen om op lange termijn waarde te kunnen creëren. Dat vereist realiteitszin over het effect van regels en toezicht.

De neiging om op een Amerikaanse manier alles met regels af te dichten is blijkbaar moeilijk te weerstaan. Een verscherping en modernisering van het systeem was nodig, maar compliance is geen doel op zich.

Wat de kortetermijngerichtheid betreft, moeten we kritisch volgen welke ontwikkelingen positief zijn en waar die hun doel voorbijschieten. Wij menen dat institutionele beleggers deze factoren dienen te betrekken in hun beleggingsbeleid, ook in beslissingen om te investeren in hedge funds en private equity. Maar er is meer nodig.

Er moet een balans komen tussen kortetermijnbelangen van de markt en een langetermijnstrategie gericht op duurzame groei. Institutionele beleggers moeten zich bezinnen op het uitlenen van aandelen door criteria te ontwikkelen om korte- en langetermijnbelangen af te wegen. Verder moeten zij nadenken over de beloning van hun portefeuillemanagers om daarin meer langetermijnaspecten en corporate governance-factoren te betrekken.

Rob Pieterse, voorzitter van de Vereniging van Effecten Uitgevende Ondernemingen, bepleitte in Optiek van 21 februari meer stemrecht voor aandeelhouders die bereid zijn een lock-up op hun aandelen te accepteren. Wij zijn geen voorstander van het doorbreken van de evenredigheid tussen stemrecht en kapitaalbreng. Toch leven bij ons vergelijkbare gedachten.

Wie aandeelhouders vraagt om zich voor langere tijd aan een onderneming te binden, vraagt hun meer risico te nemen. Omdat risico en rendement communicerende vaten zijn, dient die lock-up beloond te worden met een extra risicopremie, bijvoorbeeld in de vorm van extra dividend. Dit geeft meteen een financiële prikkel om meer betrokken te zijn bij de onderneming en aandeelhoudersrechten uit te oefenen. Omgekeerd geeft het de onderneming een stabiele aandeelhoudersbasis en de gelegenheid om de balans tussen korte en lange termijn te vinden. Dat is een stap voorwaarts naar langetermijnwaardegroei met degelijke checks en balances en een intensieve monitoring door institutionele beleggers.

Roderick Munsters, Rene Maatman en Geert Raaijmakers werken bij ABP Vermogensbeheer.

LOAD-DATE: February 28, 2006

LANGUAGE: Dutch / Nederlands

PUB-TYPE: PAPER

Copyright 2006 Het Financieele Dagblad