

Flitskapitaal

Durf-, zwerf- en flitskapitalisten zijn termen waarmee tegenwoordig op een nogal stigmatiserende wijze hedge funds worden aangeduid. Deze organisaties halen het nieuws met pogingen om meer controle te krijgen over het bestuur van ondernemingen. Waarom acteren deze funds zo agressief?

Hedge funds zien kansen om de waarde van ondernemingen te vergroten door bijvoorbeeld reorganisatie en splitsing. Als private investeerder wordt gezocht naar ondernemingen die op de beurs ondergewaardeerd zijn. Het doel is uiteindelijk verkoop met winst. Hedge funds zien mogelijkheden voor bedrijven die het zittende bestuur niet ziet of waar bestuurders niet op in willen/durven gaan. Kennelijk zijn er omstandigheden waardoor topmanagers een andere koers kiezen dan de investeerders door wie ze belaagd worden.

Shareholder value

Wat drijft een topmanager eigenlijk bij het maken van keuzes? Welnu, in de jaren '90 werd het concept 'shareholder value' vanuit Amerika naar Europa overgebracht. Dit concept was gebaseerd op het inzicht dat vooral besluiten op basis van kasstroomprojecties zouden leiden tot waardecreatie. Empirisch onderzoek leverde daarvoor het bewijs. Tegelijk werd aangetoond dat beslissingen op basis van accounting-achtige inzichten juist tot waardevernietiging hadden geleid. Toch kreeg het begrip shareholder value

bij beursanalisten en aandeelhouders een andere lading. Dat kwam omdat men het ging vereenzelvigen met de ontwikkeling van de beurskoers. De gedachte hierachter is dat de beurkoers de ultieme graadmeter is voor de waardeontwikkeling van een bedrijf. Over een lange termijn gereedeneerd is dit idee verdedigbaar. Alleen werden besluiten over aan- of verkoop van aandelen gekoppeld aan een steeds korter wordende horizon. Aandeelhouders en commissarissen vertaalden dit gedrag vervolgens in bonus- en optieregelingen voor het topmanagement die meer werden gekoppeld aan boekhoudkundige jaarresultaten en kortetermijnkoersontwikkeling.

Korte termijn

Managers zijn daardoor meer kortetermijngedrag gaan vertonen. Zij leven van kwartaal naar kwartaal en maken de toekomst daaraan steeds meer ondergeschikt. Zaken die niet direct rendement lijken op te leveren sneuvelen. Aandeelhouders vertonen hetzelfde gedrag. Steeds vaker wordt beleggen het hopen van fonds naar fonds om vooral maar te kunnen profiteren van de tijdelijke koersfluctuaties. Daarmee is naar mijn mening een te nerveuze zakenwereld ontstaan. Ook bij werknemers is iets vergelijkbaars gaande, die hooguit zeven jaar (vaak veel korter) op dezelfde plek willen blijven zitten alvorens van broodheer te wisselen. De trend gaat nog verder: hoog opgeleide professionals (ICT, finance en HRM) vestigen zich als zelfstandigen en verhuren zich voor korte perioden aan organisaties.

Bindingsangst

Zo ontstaat een beeld van stakeholders die een steeds kortere relatie met een onderneming aangaan. Het kernwoord hierin is binding of liever gezegd: het ontbreken daarvan. Binding is het gezamenlijk aangaan van commitment om een bepaald resultaat neer te zetten. Kern van binding is consensus over het doel, de weg ernaartoe en een zekere mate van duurzaamheid. Het is met name het laatste element dat ontbreekt.

Want was een onderneming tenslotte niet bedoeld als een duurzame samenwerking tussen stakeholders (aandeelhouders werknemers, banken en overheid) waarbij ieder zijn deel van de koek kreeg? Nu lijkt, zeker sinds de aanpassing van de structuurwetgeving en de introductie van Corporate Governance Code, de balans eenzijdig in de richting van de aandeelhouder door te slaan waarmee het kortetermijngedrag nog verder wordt versterkt.

Stakeholder value

Daarom wordt het tijd invulling te geven aan een ander maar verwant begrip: stakeholder value. Daarbij staat het langetermijnbelang van de onderneming voorop volgens het Rijnlandse model. Misschien dat we afkomen van de hypes en de wanen rondom kwartaalcijfers en dat we de wind uit de zeilen van de durfkapitalisten kunnen nemen als topmanagers de ruimte wordt geboden meer langetermijn-strategisch te kunnen sturen. Wellicht dat dan ook een halt toegeroepen kan worden aan het wereldwijde leger van anonieme beleggers die deelnemen zonder zich echt te willen binden en die naar mijn mening meer kwaad dan goed doen. Wij financiële professionals kunnen erin bijdragen deze ontwikkeling te keren door onze adviezen vooral te baseren op langetermijneffecten en te benadrukken welke beslissingen van nu tot waardevernietiging in de toekomst leiden. Het concept van shareholder value is, mits goed geïnterpreteerd, daarvoor nog steeds bruikbaar.



Auteur **R.J. (Rob) Uiterlinden RC** is directeur bij de unit World Class Finance van Atos Consulting. Hij schrijft deze column op persoonlijke titel.