



Topics in

Corporate Finance

*Transactiemaatschappij en financiële markten:
op zoek naar een nieuwe balans*

ARNOUD W.A. BOOT

in cooperation with

Gieskes-Strijbis Foundation

NIBE
HET KENNISINSTITUUT
VAN DE
FINANCIËLE WERELD **SVV**



UNIVERSITEIT VAN AMSTERDAM
Amsterdam Center for Law & Economics

22

NUMBER

TOPICS IN CORPORATE FINANCE

**TRANSACTIEMAATSCHAPPIJ EN FINANCIËLE MARKTEN:
OP ZOEK NAAR EEN NIEUWE BALANS**

TOPICS IN CORPORATE FINANCE

**TRANSACTIEMAATSCHAPPIJ EN FINANCIËLE MARKTEN:
OP ZOEK NAAR EEN NIEUWE BALANS**

Arnoud W.A. Boot

ISBN-978-90-77859-13-1

© 2013, Amsterdam Center for Corporate Finance

All rights reserved

VOORWOORD

Voor u ligt een mogelijk controversiële publicatie die in essentie een vluchtige transactie-oriëntatie constateert in maatschappij en onderneming. De gedachtegang is dat in de laatste decennia de maatschappij geconfronteerd is met de ongrijpbaarheid van globalisering en flexibilisering, die zelf weer een grote impuls hebben gekregen door ontwikkelingen in informatietechnologie. De dynamiek is groter geworden en dat kan als bedreigend worden ervaren; zekerheden lijken weg te vallen. Tegelijkertijd is er een roep om vastigheid en binding. De *social fabric* van onze maatschappij – het bindend vermogen – staat volgens sommigen onder druk.

Een soortgelijke ontwikkeling lijkt zich ook voor ondernemingen te hebben voorgedaan. Ook voor hen zijn dankzij globalisering en de proliferatie van financiële markten – een product van informatietechnologie – de mogelijkheden steeds minder begrensd, zowel in de expansie van activiteiten en de mogelijkheden om daar verandering in aan te brengen, als in de financiering ervan. Maar ook voor ondernemingen kan dit tot extra onzekerheden leiden, bijvoorbeeld het gevaar van meer hype-gedreven kortetermijn-gedrag en uitholling van waardecreatie op de lange termijn. In hoeverre zijn deze zorgen terecht? En voorzover relevant, wat kan er aan worden gedaan?

In dit boekje staat vooral het ondernemingsperspectief centraal met als hoofdvraag hoe het financiële marktdenken van invloed is op het gedrag van ondernemingen. Tegelijkertijd wordt er echter ook een brug geslagen naar het maatschappelijke perspectief. Ingegaan wordt op de grotere transactie-oriëntatie die mogelijk zowel ondernemingen als de maatschappij is gaan kenmerken.

Als Amsterdam Center for Corporate Finance hopen wij met deze publicatie een vruchtbare bijdrage te leveren aan het maatschappelijk debat. Wij zijn erkentelijk voor de financiële ondersteuning van deze publicatie door het Gieskies-Strijbis Fonds.

Arnoud W.A. Boot
Director ACCF

December 2013

INHOUDSOPGAVE

Voorwoord	v
Inhoudsopgave	vii
Inleiding	1
1 Transactiemaatschappij en onderneming	3
1.1 Inleiding	3
1.2 Het circus rond financiële markten	3
1.3 Afrekenbaar op korte termijn	5
1.4 De ontwortelde transactiemaatschappij	6
1.5 Omgaan met wispelturigheid	8
2 De onderneming en de druk van financiële markten	11
2.1 Inleiding	11
2.2 Beoordeling van het concept ‘maximalisatie van aandeelhouderswaarde’	13
2.3 De donkere kant van maximalisatie van aandeelhouderswaarde	16
2.4 De wereld op zijn kop: de aandelenkoers als input van beleid	19
2.5 Corporate finance-denken en interne aansturing	23
2.6 Belang van mandaat voor het management	28
2.7 Conclusies	29
3 Aandeleninkoop: waardecreatie of machogedrag (samen met Kees Cools)	31
3.1 Inleiding	31
3.2 Aandeleninkoop en de theorie van de financieringsleer	33
3.3 Inkoop van aandelen als signaal of commitment	35
3.4 Boekhoudkundige drogredekenen	37
3.5 De casus KPN	38
3.6 Een bijzonder geval: aandeleninkoop in de financiële sector	39
3.7 Conclusies	41
Referenties	43
Over de auteur	45
Eerdere publicaties in de reeks <i>Topics in Corporate Finance</i>	47

INLEIDING

Onder de noemer van de globalisering voltrekken zich fundamentele veranderingen in de wereldeconomie. De dynamiek is de afgelopen decennia enorm gegroeid. Nemen we bijvoorbeeld de samenstelling van de S&P 500 Index van grootste Amerikaanse ondernemingen, dan zien we daarin tot de jaren negentig van de vorige eeuw een relatief grote stabiliteit; dezelfde ondernemingen domineerden jaar in jaar uit. Vanaf het midden van de jaren negentig vinden echter grote verschuivingen plaats. Om zich te kunnen handhaven, moeten bedrijven zich continu aanpassen – ze splitsen zich op, outsourcen activiteiten naar verre landen en lijken vaak permanent verwickeld in reorganisaties. Ontwikkelingen in informatietechnologie spelen een belangrijke rol in deze dynamiek. Informatietechnologie heeft het mogelijk gemaakt ondernemingsactiviteiten op te splitsen, makkelijker grensoverschrijdend te opereren en de toegang tot financiering vereenvoudigd (merk op dat financiële markten het ultieme product zijn van informatietechnologie). Meer in het algemeen heeft informatietechnologie de dynamiek en de snelheid van veranderingen sterk verhoogd.

Met deze groeiende dynamiek lijken onze mogelijkheden om de economische ontwikkelingen te beïnvloeden te zijn gedaald. De Sociaal-Economische Raad spreekt in een advies over globalisering (SER, 2008) dan ook over een steeds grotere internationale verwevenheid en afhankelijkheid. Het grensoverschrijdende karakter van activiteiten maakt ze minder ‘grijpbaar’ voor nationale overheden. Ontwikkelingen hebben vaak ook een zichzelf versterkend karakter. De dynamiek dwingt bijvoorbeeld soms tot deregulering, maar diezelfde deregulering versterkt op haar beurt weer het veranderingsproces. Dit is zeker niet alleen maar negatief. Veranderen en vernieuwen voorkomen stilstand en verstarring. Daar tegenover staat het gevoel van ‘hijgerigheid’, het achter de hype aan rennen, en de ongrijpbaarheid van een continu veranderingsproces zonder dat iemand er controle op lijkt te hebben.

De samenleving kan het permanente veranderingsproces als *unheimisch* ervaren omdat deze nieuwe werkelijkheid nog geen fundament heeft in de maatschappelijke ordening. Dit klinkt wat abstract, maar is gemakkelijk te illustreren aan de weinig benijdenswaardige positie van toezichhouders in de financiële sector. Zie hoe moeilijk ze het wel niet hebben om de ontwikkelingen in de financiële sector bij te houden. Tegelijkertijd speelt de veelgenoemde individualisering een rol. De grote veranderingsprocessen lijken hand in hand te gaan met een grotere eigen verantwoordelijkheid. Als met individualisering zelfredzaamheid wordt bedoeld, dan kan dit gezien worden als een emancipatie van het individu, en worden toegejuicht. Maar er zit ook een negatieve perceptie omheen. Die veronderstelt dat eigenbelang gedrag uitlokt tegen de achtergrond van een soort individuele winst- en verliesrekening. Geen prestatie zonder dat duidelijk is hoe die het eigenbelang dient. Geen prestatie zonder tegenprestatie. Een soort transactiemaatschappij doemt op. Een dergelijke omgeving onderkent niet langer de meerwaarde van het collectief, waardoor het eigen- en het collectief belang ver uiteen kunnen gaan lopen. In plaats van saamhorigheid ontstaat er dan verdeeldheid en

vervreemding en de sociale cohesie komt onder druk te staan. Kortom, niet alleen de onderneming, maar mogelijk ook het individu wordt minder grijpbaar.

De individualisering gaat gepaard, of beter, wordt misschien wel aangewakkerd door de machteloosheid van de overheid. Die roept dat we moeten meedoen aan het internationale concurrentiespel, dat we geen keuze hebben omdat de concurrentie hard is en grensoverschrijdend. Gesteld wordt dat Nederland aantrekkelijk moet zijn als vestigingsplaats, en dat vraagt dan om flexibiliteit en steeds minder vastigheid. De overheid suggereert een onvermijdelijkheid van het internationale krachtenveld en wijst er daarbij op dat de nationale beleidsruimte zeer beperkt is. Maar tegelijkertijd kan deze (gesuggereerde) onvermijdelijkheid het gebrek aan sociale cohesie versterken. In de troonrede van 2013 kwam dit terug met een verwijzing naar de 'participatiesamenleving'. Iedereen moet zien te overleven in een steeds hardere wereld. Ook hier is sprake van een zichzelf versterkend proces: dat men zichzelf moet kunnen redden staat voorop en lijkt de individualisering te bevestigen.

In dit boekje staat het functioneren van ondernemingen centraal. Hoofdstuk 1 bespreekt in meer algemene termen de grotere hijgerigheid waar onderneming en maatschappij aan bloot staan, en dat dit aanzet tot een op de korte termijn gerichte transactie-oriëntatie. Hoofdstuk 2 gaat specifiek in op *corporate finance*, en in het bijzonder hoe het aandeelhoudersdenken van invloed is op het gedrag en de keuzes van ondernemingen. In hoeverre is er sprake van 'hijgerigheid' en een fixatie op de korte termijn? Staat het bindendvermogen van ondernemingen onder druk? Is er een afrekencultuur die haaks staat op samenwerken en het benutten van synergiën? En, zo ja, heeft het *corporate finance*-gedachtegoed hieraan bijgedragen? Een conclusie is dat ondernemingen zoekende zijn en weldegelijk zich geremd voelen in het nastreven van een meer waardecreërende langeretermijnstrategie.

Tenslotte gaat hoofdstuk 3 over een specifieke manifestatie van het aandeelhoudersdenken binnen ondernemingen, namelijk de toenemende populariteit van aandeleninkoop. Aandeleninkoop wordt soms gezien als een mogelijk opportunistische strategie om aandeelhouders tevreden te stellen. Ondernemingen geven hier bijvoorbeeld mee aan dat ze met minder eigen vermogen toekunnen, en dit zou dan weer als positief signaal kunnen worden gezien over de inschatting van het management over de toekomst. Vragen die centraal staan zijn: Hoe moet tegen dergelijke signalen worden aangekeken? Wat is er waardecreërend aan? En is het niet puur opportunistisch?

De rode draad door het gehele boekje is dat er een noodzaak is te komen tot een beter begrip over de kansen en bedreigingen van de meer flitsende wereld waarin we zijn terecht gekomen.

1 TRANSACTIEMAATSCHAPPIJ EN ONDERNEMING¹

1.1 INLEIDING

Een aantal jaren geleden was er een uitgever die werd overgenomen door een *private equity*-fonds. Het was een oude uitgeverij met een lange traditie. Het bedrijf was van vader op zoon overgegaan. Ooit was het een bloeiende en toonaangevende uitgeverij, maar inmiddels was de fut eruit. Het bedrijf draaide inefficiënt en er werden verliezen geleden. Er waren dus goede redenen voor de overname door het investeringsfonds. De investeerders schudden de boel flink op en de uitgever maakte na een tijdje weer winst. De investeerders maakten echter één cruciale fout. In de uitgeverij hing een oud schilderij aan de muur. Dat schilderij hing al in het bedrijf sinds de oprichting, generaties terug. Het was een mooi schilderij en de nieuwe investeerder besloot het kunstwerk te gelde te maken. Het schilderij werd verkocht. Vanaf dat moment ging het mis tussen de investeerder en de werknemers van de uitgeverij. Want het schilderij symboliseerde de eenheid van het bedrijf en het gevoel van verbondenheid van werknemers met het bedrijf. Het was het symbool van dat wat de onderneming bij elkaar hield. Het stond symbool voor de ziel van de onderneming, voor het bindend vermogen. Dat vermogen, die ziel, verdween toen de werknemers zagen dat de nieuwe eigenaren van het bedrijf zonder blikken of blozen het symbool van de eenheid te gelde maakten. Vanaf dat moment kwam de vraag op bij medewerkers: waarom werken we hier eigenlijk? Wat bindt ons nog aan dit bedrijf? Er ontstond wantrouwen tussen de werknemers en het bedrijf. Er was in wezen sprake van een ontmanteling van de bedrijfscultuur en de gedeelde waarden en normen.

1.2 HET CIRCUS ROND FINANCIËLE MARKTEN

Ondernemingen hebben de afgelopen jaren in toenemende mate te maken met de gekte en het circus rond financiële markten. Die gekte, dat circus bestaat uit vierentwintiguurs-media, financieel analisten en managementconsultants. Bij financiële instellingen zoals banken manifesteert de externe druk zich het meest duidelijk. Maar zij zijn zeker niet de enige instellingen die zich hebben overgeleverd aan de druk van de markt. Het geldt in beginsel voor elke onderneming die beursgenoteerd is. De druk uit zich in een gerichtheid op de korte termijn, op aandeelhouderswaardecreatie en op een sterke transactiegerichtheid. Wanneer dit alles te ver wordt doorgevoerd en de bedrijfsstrategie gaat beheersen, gaat dat ten koste van wat ik 'de ziel' of cultuur van de onderneming noem.

Waar komt die druk vandaan? Als we één ding moeten noemen dat de wereld de afgelopen twee tot drie decennia een ander aangezicht heeft gegeven, dan is het de onstuimige ontwikkeling van informatietechnologie. Dat geldt op velerlei vlakken, niet in de laatste plaats op het gebied van financiële markten. Informatietechnologie maakt het mogelijk dat veel mensen altijd en overal de ontwikkelingen op aandelenbeurzen kan

1 Interview van Tobias Reijngoud met Arnoud Boot. Overgenomen uit *Weten is meer dan meten*, Tobias Reijngoud, Uitgeverij Lias, 2012, p.118-131.

volgen en er in kan participeren. De zichtbaarheid en de invloed van financiële markten is voor een groot deel te danken aan het feit dat media er continu over berichten. En dat is op zichzelf weer een gevolg van de ontwikkeling van informatietechnologie.

Door informatietechnologie is de zichtbaarheid en de invloed van markten de afgelopen jaren sterk toegenomen. Die zichtbaarheid vertaalt zich in een overmatige druk op het bestuur van ondernemingen. Bestuurders van beursgenoteerde ondernemingen laten zich de afgelopen jaren steeds meer beïnvloeden door de wispelturigheid van financiële markten. Bestuurders hebben zich de zelfbeschikkingsmacht van de onderneming uit handen laten slaan en zijn steeds minder in staat en van zins om een eigen, langjarige bedrijfsstrategie te formuleren en daar aan vast te houden. In plaats daarvan zijn ze geneigd om hun oren te laten hangen naar de belangen van de aandeelhouder. Of beter gezegd: naar de door hen gepercipieerde belangen van de aandeelhouder, vertaald als: een hoog rendement op korte termijn. Het gaat hier inderdaad vaak om perceptie, want de meeste bestuurders komen nooit een aandeelhouder in levenden lijve tegen. Er is dus niet zozeer een rechtstreekse druk van aandeelhouders als wel een druk van het eerder genoemde circus rond financiële markten, bestaande uit media, consultants en analisten. Zij creëren rond markten en ondernemingen beelden en hypes: “Dat bedrijf doet het goed en heeft hoge rendementen, maar die ander is *out of touch* en blijft achter bij de concurrentie.”

Dit soort ‘analyses’ heeft vervolgens groot effect op de koersontwikkeling. Door hun snelheid, hijgerigheid en zichtbaarheid zijn financiële markten bij uitstek gevoelig voor hypes en modeverschijnselen. Handelaren hebben de neiging om achter elkaar aan te rennen en zo koersontwikkelingen razendsnel en soms dramatisch te versterken.

In de praktijk zijn er maar weinig beursgenoteerde bedrijven die de druk van financiële markten kunnen weerstaan. Het gevolg van die druk is een omkering van de werkelijkheid. In een ‘normale’ situatie is de aandelenkoers de resultante van de prestaties van het bedrijf en van de bedrijfsstrategie. Maar doordat financiële markten zo alom tegenwoordig zijn en de ontwikkelingen daar worden opgeklopt en opgezweept door media en analisten, wordt de aandelenkoers juist bepalend voor de strategie en daarmee van de prestatie. De koers wordt een doel op zich en wordt beschouwd als input voor de bedrijfsstrategie, in plaats van een uitkomst ervan. Door deze omkering kan de strategie van een bedrijf heen en weer vliegen, bijna letterlijk afhankelijk van de dagkoers op de beurs.

Familiebedrijven ontspringen de dans niet

Overigens speelt de druk van financiële markten niet alleen bij beursgenoteerde ondernemingen, hoewel ze wel midden in de storm staan en de druk het meest pregnant zullen voelen. Toch werkt diezelfde druk, op een indirecte manier, ook bij de tegenhanger van de beursgenoteerde onderneming: het familiebedrijf. Want familiebedrijven hebben in de praktijk te maken met managementconsultants die de bedrijven binnenkomen met hun analyses en ‘inzichten’ op basis van ontwikkelingen op financiële markten. En voor je het weet, buigt ook een familiebedrijf mee met de hype en de mode van de dag.

1.3 AFREKENBAAR OP KORTE TERMIJN

De dominante aanwezigheid van financiële markten en daarmee van een gepercipieerd aandeelhoudersbelang veroorzaakt de neiging om ondernemingen *afrekenbaar* te maken, bij voorkeur op kwartaalbasis. Want financiële markten willen duidelijkheid. Ze willen weten waar ze aan toe zijn. De druk van financiële markten heeft voor ondernemingen rare gevolgen. Als een bedrijf 'hot' is, dan krijgt het bijna blinde steun van de markt. Maar als de hype voorbij is, dan eisen markten extreme transparantie en afrekenbaarheid. Markten kunnen dan niet omgaan met grote ondoorzichtige eenheden, met bedrijven die een scala aan activiteiten ontplooien, een hele rij verschillende producten ontwikkelen en bestaan uit een grote hoeveelheid vestingen, *business units* en afdelingen. Van zo'n ondoorzichtig geheel kan je de *efficiency* en de prestatie immers maar moeilijk bepalen.

De druk op afrekenbaarheid leidt ertoe dat bedrijven zich gaan opdelen en opsplitsen in afzonderlijke onderdelen en *business units*. De bedrijfsprocessen worden bij voorkeur zodanig georganiseerd dat de verschillende onderdelen niets meer met elkaar te maken hebben. Of beter: daar waar ze wél met elkaar te maken hebben, wordt die samenwerking geformaliseerd door contracten. Want alleen dán is duidelijk wat de bijdrage is van de verschillende onderdelen aan het resultaat. Wanneer er immers sprake is van ongereglementeerde samenwerking of synergie, is de prestatie van elk afzonderlijk onderdeel niet te bepalen. Door samenwerking te formaliseren in de vorm van een contract, wordt het echter een transactie. Het is niet langer zozeer 'samen werken aan resultaat', als wel een financiële *deal* waar handtekeningen onder staan.

Risicoprofiel

Informatietechnologie maakt het voor ondernemingen mogelijk om toe te geven aan de hypes van financiële markten. Door informatietechnologie zijn onderdelen van bedrijven gemakkelijker te verkopen en kunnen bedrijven hun profiel dus snel veranderen. Informatietechnologie heeft markten gecreëerd voor bedrijfsonderdelen. Ondernemingen zijn daardoor 'veranderbaarder' geworden. Voor financiële instellingen geldt dit in de meest extreme zin: door het innemen van bepaalde posities op financiële markten kan binnen een paar uur het risicoprofiel van de instelling dramatisch worden veranderd.

Veel ondernemingen zijn sinds de jaren negentig het zogenaamde *value based management* gaan invoeren. Dat komt neer op het vertalen van iets externs als aandeelhouderswaardecreatie naar de iets interns: de organisatievorm van de onderneming. ABN AMRO in de jaren voorafgaand aan de kredietcrisis, is het schoolvoorbeeld van een ver doorgevoerde afrekenbaarheid en opsplitsbaarheid. De bank werd opgedeeld in een aantal *strategic business units* (SBU's). Die onderdelen werden zodanig gedefinieerd dat ze weinig tot niets meer met elkaar te maken hadden: er was geen sprake meer van verbinding en synergie. Zo konden de eenheden keihard worden afgerekend op hun prestatie en rendement.

Deze strategie maakt een onderneming letterlijk splitsbaar. Immers, als een bedrijf alleen nog bestaat uit losse onderdelen die niets meer met elkaar te maken hebben, is er

ook geen enkele reden meer waarom ze in naam onderdeel uit zouden moeten maken van één bedrijf. Je kunt de eenheden net zo goed verkopen. En je kunt andere eenheden van andere bedrijven kopen, al naar gelang de wind waait. Je kunt met andere woorden gaan kwartetten met de onderneming. Daarmee is de onderneming als eenheid verdwenen. De ziel, de gezamenlijke bedrijfscultuur, is weg.

Uiteindelijk komt het erop neer dat door de prominente aanwezigheid van financiële markten, markten voor alles zijn gecreëerd. Alles is verhandelbaar en verkoopbaar. Nergens is nog vaste grond onder de voeten.

Een onderneming is een samenwerkingsverband tussen mensen en bedrijfsonderdelen. Precies dát maakt een onderneming tot onderneming en maakt het totaal van de onderneming meer dan de som van de afzonderlijke delen. Maar wanneer een bedrijf volledig splitsbaar is gemaakt en wanneer bovendien de strategie van het bestuur afhankelijk is van de wispelturige financiële markten, blijft er van het samenwerkingsverband niet veel over. Het is funest voor de samenwerking tussen medewerkers en bedrijfsonderdelen wanneer elke dag ter discussie staat of zij nog wel samen verder zullen gaan. Het gevoel van verbondenheid gaat verloren, evenals de bereidheid emotioneel te investeren in het bedrijf en in de eigen kennisontwikkeling voor zover die verbonden is met de behoefte van het bedrijf. In een extreem geval blijft alleen het individualisme over en is het totaal van de onderneming niets meer dan de som der delen.

Van spaghetti naar asperges

Opsplitsen van een bedrijf in verschillende onderdelen hoeft zeker niet in alle gevallen slecht te zijn. Toen Cor Boonstra in 1996 topman werd van Philips, had hij het gevoel dat van hem werd gevraagd om een bord spaghetti aan te sturen.² Philips was in de ogen van de nieuwe topman een onontwarbare kluwen van onderdelen, afdelingen en mensen. Dat maakte het ten enen male onmogelijk om onderdelen en mensen aan te spreken op verantwoordelijkheden en prestatie. Boonstra sprak de ambitie uit het bedrijf te hervormen tot een bord asperges: allemaal keurig in het gelid. We moeten Boonstra gelijk geven: een onontwarbare kluwen is onwerkbaar. Het kan in sommige gevallen inderdaad nuttig zijn om eerst eens wat orde in de chaos te scheppen. Het punt is alleen dat een bedrijf daarin kan doorschieten, onder druk van financiële markten, en dat zo de onderlinge verbindingen in een bedrijf verdwijnen. Een bedrijf is meer dan een bord asperges.

1.4 DE ONTWORTELDE TRANSACTIEMAATSCHAPPIJ

De oren laten hangen naar financiële markten, het opsplitsbaar maken van bedrijven en het opdoeken van de ziel van de onderneming: het zijn allemaal uitingen van hetzelfde. Namelijk: van een ver doorgevoerde transactiegerichtheid. Markten zijn natuurlijk sowieso transactiegericht: ze bestaan bij de gratie van handel. Het opsplitsbaar maken van een onderneming door die op te delen in losse, op zichzelf staande onderdelen, is ook

² 'Timmer ontwaart geen spoor van kritiek bij zijn opvolger Boonstra', in *De Volkskrant* 28 januari 1997.

een vorm van transactiedenken. Immers, de losse onderdelen werken alleen nog samen op basis van een onderling contract. Samenwerken wordt daarmee dus een transactie. En: een bedrijf dat alleen nog bestaat uit een serie losse onderdelen, kan die onderdelen los gaan verhandelen, verkopen en aantrekken.

De transactiefocus in het bedrijfsleven staat niet op zichzelf. We zien het overal, het is een teken van deze tijd. We leven in een transactiemaatschappij waarin het begrip ‘binding’ steeds minder van waarde is. In de periode van de verzuiling waren burgers geworteld in hun gemeenschap, in hun geloof, in hun zuil. Die worteling is grotendeels verdwenen in onze postmoderne, geïndividualiseerde samenleving. Wanneer individualisatie doorschiet, ontstaat berekenend gedrag. Individuen voelen zich dan niet meer in eerste instantie verbonden en geworteld in een bepaald sociaal-maatschappelijk verband, maar vragen zich bij wijze van spreken bij elk sociaal contact af: “What’s in it for me?” Een sociaal contact wordt daarmee in eerste instantie een transactie, en is niet langer een relatie of een samenwerking.

In onze geïndividualiseerde transactiemaatschappij dreigen we in zekere zin *footloose* te worden. We ervaren bijna nooit meer een natuurlijke, vanzelfsprekende verbinding, met uitzondering van onze heel directe sociale omgeving: gezin, familie en intieme vrienden. Andere, brede, natuurlijke kaders zijn verdwenen. We zijn mondige burgers geworden die ‘waar voor ons geld willen’. Het verdwijnen van natuurlijke kaders zien we ook terug in het carrièrevolop van werknemers. Was het nog niet zo lang geleden vrij normaal dat je je hele leven voor één baas werkte, dat was verstarrend vaak, nu dreigt het andere extreem, een veel te losse binding. Die neiging bij werknemers wordt nog versterkt wanneer de *chief executive officer* (CEO) of directeur van het bedrijf waar ze werken, zelf slechts een beperkte band heeft met het bedrijf. Dat is het geval wanneer de baas zelf een arbeidscontract heeft dat wordt gedomineerd door financiële aspecten: bonussen. In de ogen van veel werknemers loopt zo’n baas eigenlijk rond met zijn individuele winst- en verliesrekening op zijn rug. Hij laadt de schijn op zich dat hij vertrekt als hij elders een dubbeltje meer kan verdienen. Zo’n baas heeft geen bindend vermogen. Zijn werknemers zullen niet snel geneigd zijn zich langjarig en loyaal te verbinden aan de baas en aan het bedrijf. Ze zullen niet snel een wezenlijk, ‘psychologisch’ contract aangaan met de onderneming. Hun verbinding gaat niet veel verder dan hun ‘papieren’ arbeidscontract.

De CEO als voetbaltrainer

CEO's gaan steeds meer lijken op voetbaltrainers. Zolang een voetbaltrainer goede resultaten boekt, wordt hij gevierd. Maar als het een paar wedstrijden achtereen tegenzit, is zijn krediet bij club en supporters snel verbruikt. Hoe goed hij het in het recente verleden ook deed, hij moet niet raar opkijken als hij na een paar verloren wedstrijden de laan uit wordt gestuurd. Dit patroon van pieken en dalen – alles of niets, je hebt momentum, of je hebt het niet – geldt ook steeds meer voor CEO's en bestuurders van beursgenoteerde ondernemingen. Een bestuurder kan het in de ogen van de beurs en de analisten goed doen, maar hij is zijn krediet direct kwijt na een of twee matige kwartalen. Zo bezien wordt de bestuurder steeds meer een passant in plaats van iemand die wezenlijk en langjarig is verbonden met het bedrijf.

Individualisering en het verdwijnen van natuurlijke kaders is vanzelfsprekend niet per definitie slecht. Verre van dat. Want de oude, gebonden en stabiele samenleving kan verstikkend zijn en een rem zetten op de individuele ontwikkeling en ontplooiing. Waar het om gaat is dat individualisering kan doorschieten naar een excessieve focus op transactie en op berekenend gedrag. Een samenleving die op dit vlak is doorgeschoten, verliest haar bindend vermogen.

Mogelijk verkeert de samenleving momenteel in een overgangperiode. We hebben een stabiele, verzuilde situatie ingeruild voor een geïndividualiseerde transactiematenschap. Het is echter duidelijk dat de mens niet zonder binding en zonder wortels kán. De mens is immers primair een sociaal wezen dat zich verbonden wil voelen met anderen. Die menselijke behoefte zal betekenen dat we de komende jaren en decennia een zoektocht zullen zien naar nieuwe vormen van binding. Hoe die vormen eruit zien weet ik niet. Er zijn mensen die beweren dat sociale netwerken op internet het hiaat (gaan) vullen. Dat zou kunnen, we zullen zien. Onzekerheid over de richting van ontwikkelingen is nu eenmaal een eigenschap van een overgangstijd.

In dit verband is het interessant om te constateren dat ook steeds meer bedrijven zoeken naar manieren om hun medewerkers te binden en om een bredere verankering te zoeken. De laatste jaren heeft dat bij veel – misschien wel bij vrijwel alle – ondernemingen geleid tot het formuleren van missies, visies en *core values*. In dit soort ontwikkelingen heb ik op zich weinig vertrouwen: het blijven vaak papieren exercities, ingegeven door managementconsultants. Anderzijds is het feit dat bedrijven op zoek zijn naar het formuleren van hun bindende vermogen, wel een teken aan de wand. Blijkbaar constateren ook ondernemingen en hun bestuurders dat er in een doorgeschoten transactiecultuur iets essentieels ontbreekt.

1.5 OMGAAN MET WISPELTURIGHEID

Terugkerend naar de druk die ondernemingen voelen van financiële markten en de neiging om mee te gaan met hun wispelturigheid is de vraag natuurlijk in hoeverre beursgenoteerde ondernemingen daaraan tegenwicht kunnen bieden. Om die vraag kort te beantwoorden: het kan, maar het is lastig. Bovendien is lang niet altijd op voorhand duidelijk of de strategie van een onderneming om tegenwicht te bieden, in de praktijk ook daadwerkelijk de beoogde werking zal hebben. Deze kanttekening geldt zeker vanwege het feit dat financiële markten nu eenmaal bestaan, dat ze erg wispelturig en bewegelijk zijn en het niet aannemelijk is dat het circus van media en analisten op korte termijn doorreist naar de volgende stad.

Toch is er wel een aantal concrete maatregelen te nemen dat kan helpen om de druk van financiële markten deels buiten de deur te kunnen houden. Ik noem er drie: een sterk bestuur, een sterke raad van commissarissen en een stabiele aandeelhoudersstructuur.

Ten eerste de rol van het bestuur van een onderneming. Het mag als een open deur klinken, maar het is van belang dat CEO en bestuur een ondernemingsstrategie ontwikkelen voor de lange termijn. Ze moeten niet hun oren laten hangen naar financiële

markten en al helemaal niet naar managementconsultants die zeggen dat ze ontwikkelingen in de markt analyseren en duiden. De meeste consultants zijn exponenten van het kortetermijndenken van financiële markten. Ze komen bedrijven binnen met verhalen over trends en ontwikkelingen die ze menen te zien op financiële markten en ze hebben adviezen over hoe op die trends in te spelen. Ze hebben een batterij aan modellen en *best practices* die het bestuur van ondernemingen moet overtuigen dat die er inderdaad het beste aan doet de consultantadviezen te volgen. Hun adviezen zijn over het algemeen afhankelijk van hypes en modeverschijnselen. Om bij het voorbeeld van de *best practice* te blijven: kort door de bocht gezegd komt een *best practice* in de praktijk vaak neer op het kopiëren van het gedrag van de concurrent. Als iedereen dat doet, gaat iedereen dezelfde kant op en mee in dezelfde hype. En vooral: het volgen van *best practices* is volledig in tegenspraak met het formuleren van een eigen strategie.

Een goede bestuurder formuleert een langetermijnstrategie en houdt daar vervolgens aan vast, los van de ontwikkeling van de dagkoersen op de beurs. Vanzelfsprekend betekent 'vasthouden' niet 'verstarren'. Een goed bestuurder kijkt om zich heen en past zijn strategie wanneer nodig aan aan veranderende omstandigheden. Maar dat aanpassen moet met een zekere rust gebeuren. Want de strategie hoort een anker te zijn. Aanpassen ervan moet je niet van de ene op de andere dag doen, om vervolgens de derde dag wéér een andere kant op te gaan. Daarnaast kent een langetermijnstrategie uiteraard ook sub- en tussendoelen. Het gaat niet aan te zeggen: "We hebben een strategie voor de komende acht jaar, komt u maar terug als die periode voorbij is om te zien wat het geworden is." Vanzelfsprekend hoort ook een onderneming die zich laat leiden door een strategie, afrekenbaar te zijn. Afrekenbaarheid is een noodzakelijke kwaliteit, zolang het maar niet doorschiet in de korte termijn hijgerigheid die financiële markten vragen.

Pensioenfondsen

Lang vasthouden aan een strategie – hoe goed die ook is – brengt risico's met zich mee als hierdoor gedurende een langere periode de zichtbare resultaten achterblijven bij concurrenten die wél aan het hijgerige klimaat toegeven. Want toenemende druk van financiële markten kan voor een bedrijf uiteindelijk té dwingend worden. De kans bestaat dat dan uiteindelijk besluiten worden genomen die nog eens extra op gespannen voet staan met het belang van het bedrijf en de aandeelhouders. Een voorbeeld is de strategie van pensioenfondsen in de jaren '90. Er was een aantal fondsen dat snel meeboog met de wens van financiële markten om op korte termijn hoge rendementen te behalen door fors in aandelen te gaan. Zij hadden geen langetermijnstrategie maar gingen mee in het kortetermijndenken en belegden riskant – hype-gedreven – op financiële markten. Er waren echter andere fondsen die dat niet deden – althans: niet in eerste instantie. Zij hadden een rustigere strategie en gingen niet mee in de hypes van financiële markten. Gevolg was echter wel dat ze in toenemende mate bloot stonden aan kritiek van analisten, media en consultants. Hun rendementen bleven immers achter bij die van de concurrenten die wél meegingen met de hypes. Onder invloed van de kritiek besloten sommige van de behoudende fondsen vervolgens in een later stadium alsnog fors te gaan beleggen op aandelenmarkten. Gevolg: ze maakten maar slechts ten dele de opgang van de markt mee en des te meer de neergang. Ze stapten immers in op de top van de markt.

Een tweede manier om de druk van financiële markten deels te pareren is een krachtige raad van commissarissen die zich opstelt als het ‘geweten van de onderneming’. Een bestuurder kan immers nóg zo’n stabiele en sterke strategie hebben, als het twee kwartalen tegenzit – en dat gebeurt altijd wel een keer in de zoveel jaar – komt het bedrijf vaak alsnog onder druk van financiële markten. Op zo’n moment moet de raad van commissarissen opstaan en het bedrijf en de strategie ‘redden’. De raad van commissarissen moet dan de rust verschaffen en de bestuurder bij de les houden en voorkomen dat hij rare sprongen te gaan maken. Als ‘de markt’ ondanks dat uiteindelijk tóch te sceptisch is geworden over de bestuurder, zal hij moeten worden opgeofferd. Dat schept lucht waardoor het bedrijf wél kan vasthouden aan de strategie. Want een bestuurder kan, hoe vervelend en soms onterecht we dat ook vinden, alleen functioneren wanneer hij vertrouwen heeft van financiële markten. Is hij zijn momentum kwijt, dan is er over het algemeen geen houden meer aan. De bestuurder zal dan moeten vertrekken, want als dat niet gebeurt is er een grote kans dat hij de strategie meesleurt in zijn val. De raad van commissarissen is het aangewezen college om een leidende en ‘reddende’ rol te spelen in tijden van crisis.

Nu kunnen we sceptisch zijn over de kwaliteit van de raden van commissarissen. Wie cynisch is, kan zeggen: het is niks en het wordt niks. Voor een deel kan ik de cynici geen ongelijk geven. Kijk hoe slaperig de meeste commissarissen bij financiële instellingen in de aanloop naar de kredietcrisis zijn meegedreven op de hypes van financiële markten. Tot op zekere hoogte is cynisme over de raad van commissarissen dus terecht en moeten we er geen overdreven verwachtingen van hebben. Maar ondanks dat is de raad van commissarissen van belang, al zal het zijn rol bij veel bedrijven beter moeten invullen dan in het verleden vaak het geval was.

Daarnaast is het van belang te zoeken naar een zekere stabiliteit in de aandeelhouderssamenstelling. Dat is de derde en laatste belangrijke maatregel die bedrijven kunnen nemen om externe druk buiten de deur te houden. Een bedrijf dat erop stuurde om, naast kleine aandeelhouders, een beperkt aantal grote aandeelhouders aan zich te binden staat sowieso minder bloot aan financiële markten. Grote aandeelhouders zijn bijna per definitie institutionele beleggers zoals pensioenfondsen. Zij zijn in de praktijk meestal ook aandeelhouders voor een langere periode en kunnen zich ook verdiepen in het bedrijf. Dat helpt op zich weer om een langetermijnstrategie te ontwikkelen. Stabiliteit in de aandeelhoudersstructuur is al met al een belangrijke dam tegen al teveel wispelturigheid en instabiliteit.

Al dit soort maatregelen – langjarige strategie, sterke rol van commissarissen en een stabiele aandeelhoudersstructuur – zijn vanzelfsprekend geen garanties voor stabiliteit en het buiten de deur houden van de wispelturige financiële markten. Dé oplossing bestaat niet, daarvoor is de invloed van markten en het circus erom heen simpelweg te groot. Toch zijn het essentiële elementen die een deel van de oplossing kunnen bieden en ervoor kunnen zorgen dat ondernemingen zich minder *footloose* en onberekenbaar gaan gedragen, en in plaats daarvan zoeken naar een zekere stabiliteit en naar worteling.

2 DE ONDERNEMING EN DE DRUK VAN FINANCIËLE MARKTEN³

2.1 INLEIDING

Het krachtenveld waarin ondernemingen opereren lijkt de laatste decennia steeds meer bepaald te worden door de financiële markten en de vele daarin vertegenwoordigde partijen – de financiers zelf maar ook analisten, *credit rating*-bureaus, consultants, *investment bankers* en niet te vergeten de media. De ontwikkelingen op de beurs (en de aandelenkoersen) wedijveren met de weerberichten als gespreksthemata van de dag.

Deze fixatie op de beurs heeft een rondzoemend leger aan adviseurs op de been geholpen die zich met *corporate finance* bezighouden. De term *corporate finance* lijkt zich nogal onschuldig in het Nederlands te vertalen als de financiering van ondernemingen. Dit dekt de lading echter niet. Waar het *corporate finance*-denken voor staat is het bekijken en adviseren van de onderneming vanuit het perspectief van beleggers in de financiële markt, vooral vanuit het aandeelhoudersperspectief. Een manifestatie hiervan is een op het oog zware inzet op maximalisatie van aandeelhouderswaarde als de centrale doelstelling van de onderneming. Dit roept ogenblikkelijk de vraag op of maximalisatie van aandeelhouderswaarde wel de ‘juiste’ doelstelling voor de onderneming is. Hoe verhoudt deze zich tot de bredere *stakeholder*-georiënteerde doelstellingen die vooral in de continentale Europese verhoudingen vaak naar voren worden gebracht? Is dit werkelijk een tegenstelling of meer een onderwerp voor de *bühne*?

Dit hoofdstuk brengt een aantal essentiële ingrediënten van het *corporate finance*-denken voor het voetlicht. Het belangrijkste is misschien wel: hoe wordt gedacht vanuit het *corporate finance*-perspectief? Vooral: hoe wordt er naar een onderneming gekeken, en hoe wordt het beleid van een onderneming beoordeeld? En wat betekent dit voor het instrumentarium waarmee *corporate finance* werkt, wat zijn de gevolgen voor het ondernemingsbeleid en de interne aansturing van de onderneming?

Dit zijn belangrijke vragen omdat *corporate finance* primair vanuit de belegger naar de onderneming kijkt. In ieder geval is er sprake van een extern perspectief. Niet voor niets representeren externe partijen zoals aandeelhouders, analisten en consultants dit perspectief. Een terechte vraag is dan ook of er een spanningsveld zit tussen management dat concreet een onderneming bestuurt en deze externe, op *corporate finance* georiënteerde partijen. Deze vraag heeft aan belang gewonnen omdat die externe partijen zich in toenemende mate met het reilen en zeilen van ondernemingen lijken te bemoeien. Is er werkelijk sprake van verschillen in benadering? Dit is des te meer van belang omdat het *corporate finance*-gedachtegoed schijnbaar een bepaald succes heeft waardoor het ‘macht’ heeft verkregen en zelfs is vertaald in een instrumentarium voor de interne aansturing.

De interne aansturing van de onderneming lijkt op het eerste gezicht weinig te maken te hebben met aandeelhouders en *corporate finance*. *Corporate finance* gaat toch veel

3 Gebaseerd op *De ontwortelde onderneming: ondernemingen overgeleverd aan financiers?*, A.W.A. Boot, Koninklijke Van Gorkum B.V., tweede druk, 2010.

meer over het financieren van een onderneming, investeringsbeslissingen, het bepalen van de waarde van de onderneming en het doen van transacties, zoals *mergers* en *acquisitions*? De interne organisatie van een onderneming gaat over mensen en hoe zij komen tot optimale prestaties. Hoe leid je een organisatie en hoe zorg je dat een organisatie naar behoren presteert? Het zijn vakgebieden zoals sociologie en psychologie die geacht worden veel dichter bij de interne aansturing te staan. Het is zeker niet voor de hand liggend dat financieringsmensen (of financiers) daar verstand van hebben.

En als je denkt over belangrijke keuzes voor de onderneming, bijvoorbeeld welke markt te penetreren en op welke activiteiten wel of niet in te zetten, dan is dit een strategievraagstuk. Ook dit is niet het terrein waar de echte expertise van *corporate finance* ligt. Toch is één van de grote veranderingen in het ondernemen dat de *finance*-functie in toenemende mate invloed heeft gekregen op de organisatie en strategie van de onderneming. De *chief financial officer* (CFO) – toch *de* representant van de *finance*-functie – heeft via *value based management* en andere op financiële waarde sturende initiatieven een directe rol bij de interne aansturing gekregen. Deze focus op financieel kapitaal geeft meteen ook een van de fricties aan in het groeiende *finance*-perspectief op organisaties. Wordt menselijk kapitaal immers niet steeds belangrijker? En hoe verhoudt dit zich tot de nadruk op financieel capital dat via de *finance*-functie over de organisatie wordt uitgestrooid? Eenzelfde ontwikkeling heeft zich voorgedaan bij strategische vraagstukken. De *finance*-functie in organisaties is daar nauwer dan ooit bij betrokken. Keuzes van activiteiten worden nadrukkelijk (mede) gestuurd vanuit het *corporate finance*-perspectief.

In dit hoofdstuk komt allereerst de maximalisatie van aandeelhouderswaarde als doelstelling van de onderneming aan de orde. Een belangrijk gezichtspunt dat zal worden uitgewerkt is dat voor het ‘sturen op aandeelhouderswaarde’ als theoretisch concept veel te zeggen is. Hieraan ontleent het ook een bepaalde kracht. Maar complicaties in de praktijk – vooral informatiefrikties tussen onderneming en ‘buitenstaanders’ – maken het sturen op aandeelhouderswaarde buitengewoon lastig, en in wezen een recept voor allerlei ‘strategisch gemanipuleer’. Dit laatste is nogal voorzichtig verwoord. Het concept leidt namelijk in de praktijk vaak tot twijfelachtige gedragingen en resultaten. Een ervan is een sterk op de korte termijn gericht beleid. In de praktijk betekent dit dat aandeelhouderswaarde slechts met de grootst mogelijke omzichtigheid als sturingsmiddel kan worden gebruikt.

Vervolgens wordt een overzicht en beoordeling gegeven van managementtechnieken die zich richten op de interne aansturing en die zijn afgeleid van het aandeelhoudersdenken. De gevaren hiervan zijn mogelijk nog groter. De toepassing van het *corporate finance*-gedachtegoed binnen organisaties kan betekenen dat ondernemingen eigenlijk min of meer intern worden opgesplitst in afzonderlijke afrekenbare onderdelen. Dit is goed vanuit het oogpunt van het tegengaan van verspilling, maar heeft ook evidente nadelen. Het belangrijkste nadeel is dat de onderneming hierdoor als los zand uit elkaar kan vallen. Om afzonderlijke onderdelen optimaal afrekenbaar te maken wordt de onderneming namelijk bijna gedwongen om synergieën door te snijden. Hierdoor wordt het bindend vermogen van ondernemingen, en daarmee hun toegevoegde waarde aangetast. Het zal blijken dat de grootste problemen ontstaan bij het koppelen van belo-

ningsstructuren (remuneratie) aan interne aandeelhouderswaarde maatstaven, zoals *economic value added* (EVA).

Tenslotte komt als misschien wel meest fundamenteel aan de orde dat het leiden van een onderneming speelruimte – een mandaat – vereist. Een doorgeslagen aandeelhouders-denken kan dit aantasten.

2.2 BEOORDELING VAN HET CONCEPT ‘MAXIMALISATIE VAN AANDEELHOUDERS- WAARDE’

De keuze van de doelstelling van een onderneming speelt een belangrijke rol in discussies over *corporate governance*. Er wordt wel eens gezegd dat in de Angelsaksische wereld maximalisatie van de waarde voor de aandeelhouders centraal staat, terwijl in de continentaal-Europese context veeleer een institutionele doelstelling wordt nagestreefd. Deze institutionele doelstelling betreft dan het collectieve welzijn van de veelheid aan betrokkenen bij een onderneming. Dit wordt ook wel de *stakeholder*-benadering genoemd. Hierbij kan men denken aan aandeelhouders en andere financiers (zoals obligatiehouders en banken), maar ook aan bijvoorbeeld werknemers, toeleveringsbedrijven en afnemers. Sommigen suggereren dat de institutionele doelstelling gericht is op de continuïteit van de onderneming op de lange termijn, terwijl een exclusieve nadruk op de belangen van aandeelhouders een kortetermijnorientatie impliceert.

Belang van concurrentie

Hoewel deze doelstellingen erg verschillend lijken, is het maar de vraag of de verschillen daadwerkelijk zo groot zijn. Immers, een onderneming die opereert in een concurrerende markt zal bezien vanuit beide doelstellingen zo efficiënt mogelijk trachten te produceren en tijdig innovaties proberen te introduceren om koste wat kost een comparatief voordeel op de concurrentie te bewerkstelligen. Als er geen concurrentie is (en de levensvatbaarheid of continuïteit van de onderneming niet ter discussie staat) – bijvoorbeeld in het geval van een monopolie – dan lijkt het waarschijnlijker dat deze doelstellingen wel aanleiding kunnen geven tot mogelijke verschillen. Zo zouden bijvoorbeeld bij de institutionele (*stakeholder*-)doelstelling de salarissen van werknemers drastisch hoger kunnen liggen dan in het geval van de doelstelling die gericht is op maximalisatie van de welvaart van aandeelhouders. In een concurrerende markt is dit niet houdbaar. De te hoge salarissen zouden in een dergelijke concurrerende omgeving de continuïteit van de onderneming in gevaar kunnen brengen, vandaar de grotere overeenkomst in uitwerking van beide doelstellingen in het geval van concurrentie.

Het bovenstaande geeft overigens iets heel belangrijks aan. In discussies over *corporate governance* ligt vaak de nadruk op formele structuren en bevoegdheden – bijvoorbeeld, wat zijn de rechten van aandeelhouders, is er een onafhankelijke raad van commissarissen en hoe zit het met het stemrecht op aandelen? Maar in de praktijk is de concurrentie die een onderneming ervaart in haar productmarkten veruit het belangrijkste *governance*-mechanisme. Die concurrentie houdt haar scherp en valt moeilijk te imiteren met allerlei (formele) toezichtstructuren.

Een bredere doelstelling dan aandeelhouderswaarde?

Hoe logisch voor sommigen een exclusief op aandeelhouderswaarde gerichte doelstelling ook mag zijn, meer edelmoedige – *corporate social responsibility*-achtige motieven – kunnen volgens anderen evenzeer passen bij een onderneming. Merk allereerst op dat dergelijke motieven niet per definitie op gespannen voet staan met het aandeelhoudersdenken. Het kan namelijk zo zijn dat de onderneming grote voordelen naar zich toe kan halen door zich edelmoedig te gedragen, en dit zou zeer wel in het belang van aandeelhouders kunnen zijn. Hier zit zeker een kern van waarheid in. Als Shell na de negatieve publiciteit rond the Brent Spar-operatie (het boorplatform dat niet in de oceaan mocht worden afgezonken) duidelijk maakt aan haar mensen dat Shell zich meer dan ooit op de acceptatie in haar omgeving moet richten – dat er een *license to operate* moet worden verdiend – zit dit volledig op één lijn met de doelstelling van maximalisatie van de aandeelhouderswaarde. In de context van werknemers valt een vergelijkbaar argument aan te voeren. Door werknemers goed te behandelen en bijvoorbeeld goede opleidingsmogelijkheden te bieden wordt de onderneming aantrekkelijker op de arbeidsmarkt. Dit zal ongetwijfeld goed zijn voor de aandeelhouders. Zo wordt duidelijk dat wat goed is voor aandeelhouders vaak samenvalt met de belangen van de andere *stakeholders*.

De echte vraag over *social responsibility* en de *stakeholder*-benadering luidt: kan een bredere doelstelling die ten koste gaat van aandeelhouders – dus aandeelhouderswaarde doet verminderen – toch de voorkeur verdienen? Milton Friedman was hier heel duidelijk over in een van zijn fameuze uitspraken: “The social responsibility of business is to increase profits” (Friedman, 1970). Neen dus. Friedman vond dit volstrekt onwenselijk en eigenlijk ook frauduleus. In zijn gedachtegang was het management op deze manier ‘mooi weer aan het spelen’ met het geld van de eigenaren (aandeelhouders) die nota bene het management hebben aangesteld. Voor zover het management goede doelen wil ondersteunen – dus bijvoorbeeld andere *stakeholders* iets toeschuiven wat niet in het belang van aandeelhouderswaarde zou zijn – moeten ze dat volgens Friedman doen uit hun eigen financiële middelen.

Michael Jensen (2001) is hierover even duidelijk. Hij koppelt de onwenselijkheid van een bredere doelstelling aan de onduidelijkheid die hiermee wordt gecreëerd. ‘Accountable to many is accountable to none’ is zijn credo. De bredere doelstelling maakt het bijna onmogelijk om het management scherp af te rekenen op zijn prestaties. Het management kan zijn falen verdoezelen door zich te verschuilen achter de bredere doelstelling.

Dus toch aandeelhouderswaarde?

Op zich zijn deze zorgen terecht. Een heldere en eenduidige doelstelling is – mits haalbaar en niet schadelijk – te prefereren boven een meer bredere doelstelling. Het maakt de aansturing en afrekening daarop gemakkelijker. Maar toch wringt er iets. In essentie is dit namelijk een pragmatisch argument. Friedman, die redeneert vanuit de plicht van het management om de eigenaar te dienen, heeft in wezen een tautologische redenering: de onderneming is van de eigenaren (de aandeelhouders) en dus moet de aandeelhouders-

waarde worden gemaximaliseerd. We komen echter niet veel verder met een dergelijke stellingname. Het leidt tot frustrerende discussies met vragen zoals: waarom mag een eendags-aandeelhouder zich meer ‘eigenaar’ voelen dan een werknemer die er al 20 jaar werkt? Hier is geen bevredigend antwoord op te geven. Het is nu eenmaal zo (de tautologische redenering volgend).

Deze weg hoeft ook niet gevolgd te worden. De noodzaak van aandeelhoudersinvloed en de aandeelhouder centraal stellen in de *governance*-structuur hoeft niet ideologisch gerechtvaardigd te worden. Het ligt meer voor de hand om te verwijzen naar de grotere wetgevende en contractuele bescherming van werknemers en crediteuren in vergelijking tot aandeelhouders. De vaak zeer gedetailleerde contracten (arbeidscontract respectievelijk leenovereenkomst) en uitgebreide wetgeving (arbeidsrecht en de bescherming van crediteuren in de faillissementswet) steken nadrukkelijk af tegen de zeer indirecte, en weinig afdwingbare specificering van het contract van aandeelhouders. Aandeelhouders hebben inherent aan hun positie als *residual claimants* geen directe juridisch afdwingbare claim.⁴

Met andere woorden, aandeelhouders hebben gezien hun achtergestelde positie de minste bescherming. Hun residuele claim op het resultaat van de onderneming betekent dat zij pas hun compensatie ontvangen nadat alle andere partijen – waaronder werknemers en crediteuren – zijn voorzien. Deze residuele claim is min of meer de uitlaatklep van de onderneming. Als het iets beter of iets slechter met de onderneming gaat dan is er een onmiddellijk effect op de waarde van de residuele claim. Ongetwijfeld is er bij majeure veranderingen ook een effect op de positie van werknemers en crediteuren, maar zij liggen in de tweede linie; zij kennen een mate van bescherming die aandeelhouders niet hebben.

Vanuit dit contractuele perspectief is de doelstelling maximalisatie van aandeelhouderwaarde dus beter te verdedigen. De residuele claim geeft een goed houvast voor het meten van de prestaties van de onderneming, en aandeelhouders komt dus invloed toe om deze waarde te beïnvloeden. Aandeelhouders als *residual claimant* verdienen invloed in het *corporate governance*-kader ter compensatie van de bescheiden contractuele en wetgevende bescherming.

Het voorgaande betekent niet dat werknemers en crediteuren volledig beschermd zijn. Dat zijn ze niet. Hun contracten zijn completer dan die van aandeelhouders, maar niet helemaal volledig. Dit geeft meteen aan dat er onder bepaalde omstandigheden conflicten mogelijk zijn. Het meest voor de hand liggende conflict ligt op de loer als een onderneming in zwaar weer zit. Voor aandeelhouders die de ondergang van de onderneming morgen verwachten zou dit reden kunnen zijn om ‘vandaag’ extra risico te nemen – niet gegokt is mis gegokt. In hun achterhoofd hebben ze dan de gedachte dat ze zonder risico te nemen morgen waarschijnlijk toch niets krijgen. Aandeelhouders staan immers achteraan. Risico nemen kan – net als een gokje in Las Vegas – zorgen voor een onwaarschijnlijke *turn around*. Uiteraard is een dergelijk gokgedrag niet waarde maximerend voor de onderneming als geheel. Iemand betaalt hiervoor. Dit zijn de verschaffers

4 Dit is een ietwat absolute formulering, maar de lezer proeft als het goed is de wat *unheimische* en misschien wel afhankelijkke positie van aandeelhouders.

van vreemd vermogen: zonder het gokken was er nog iets voor hen over, na het gokken meestal niet.⁵

Het belang van financiële markten

Wat is er positief aan financiële markten? Het is natuurlijk een soort wonder dat de financiële markt er in slaagt zo ongeveer elke seconde te bepalen hoeveel een aandeel waard is. Eerder is genoemd dat er toch sprake is van een bepaald rapportcijfer. Dit heeft hoe dan ook enige waarde. De zichtbare waardering in de markt onderwerpt ondernemingen aan een vorm van marktdiscipline, en geeft mogelijk ook richting aan. Een onderneming ziet op elk moment hoe haar prestaties en toekomstperspectief door de markt worden getaxeed.

In de financiële markten vindt een continue evaluatie plaats van het ondernemingsbeleid door een groot aantal beleggers. Ten gevolge hiervan reflecteert de beurskoers van een onderneming op elk moment de geaggregeerde informatie en opinies van beleggers met betrekking tot de vooruitzichten van de onderneming en de verwachtingen over het ondernemingsbeleid. Voor zover deze informatie niet volledig bekend is bij het management heeft de beurskoers derhalve een belangrijke feedback-rol die de beslissingen van het management aan een toets onderwerpt. Hiermee worden ook prijssignalen afgegeven die de allocatie van vermogen in de economie kunnen verbeteren (Allen, 1993). Dit klinkt wat abstract maar voor diegenen die echt op de markt vertrouwen biedt het feit dat de aandelenkoersen van ondernemingen in een bepaalde bedrijfstak gaan oplopen waardevolle informatie over hoe 'de markt' aankijkt tegen de toekomstperspectieven van die bedrijfstak. Aangenomen dat deze informatie inderdaad juist is zal dit extra investeringen in deze richting uitlokken en dus de allocatie van kapitaal in de economie positief beïnvloeden. Dergelijke prijssignalen zijn met name van belang voor ondernemingen in bedrijfstakken waarin nieuwe informatie doorlopend beschikbaar komt maar snel veroudert. De voorspoedige ontwikkeling van de Nasdaq-aandelenmarkt in de Verenigde Staten wordt hier vaak aan toegeschreven.

2.3 DE DONKERE KANT VAN MAXIMALISATIE VAN AANDEELHOUDERSWAARDE

Maximalisatie van aandeelhouderswaarde kan conceptueel dus worden verdedigd. De uitwerking van deze doelstelling kan in de praktijk echter zeer negatief uitwerken.

Maar eerst, waarom is het conceptueel sterk en goed te verdedigen? Vaak wordt toch gezegd dat deze doelstelling een kortetermijnnoriëntatie uitlokt? Waarom is deze kritiek in principe onjuist, althans vanuit de *corporate finance*-theorie bekeken? Aandeelhouderswaarde is een concept dat wel degelijk in de toekomst kijkt. Het is namelijk (in financieringsjargon) de gedisconteerde waarde van alle toekomstige kasstromen. Waardevernietigend kortetermijngedrag, bijvoorbeeld de keuze zinvolle uitgaven aan *research and development* te verminderen om zodoende de kasstroom ('winst') in de komende periode te vergroten, is niet gewenst vanuit het perspectief van aandeelhouderswaarde. De sterk negatieve repercussies voor de kasstromen in de verdere toekomst worden daarin immers meegenomen. Aandeelhouderswaarde is er dus niet mee geholpen.

⁵ Het tijdig aanvragen van faillissement of surseance is van groot belang om aandeelhouders deze speelruimte te ontnemen.

Informatieproblemen gooien roet in het eten...

De praktijk is echter weerbarstiger. In het geval van een beursgenoteerde onderneming is er vaak een grote afstand tussen onderneming en aandeelhouders. Er zijn dan informatieproblemen tussen onderneming en buitenwereld te verwachten. Het gedrag van het management kan bijvoorbeeld moeilijk te observeren zijn. Management kan dan proberen zaken beter voor te spiegelen dan ze in werkelijkheid zijn. Zo kan zij 'stiekem' met investeringen rommelen; lagere investeringen laten immers de kasstroom stijgen. Als dit niet observeerbaar is, lijkt de onderneming het beter te doen dan de werkelijke situatie. Sturen op aandeelhouderswaarde kan dit type gedrag uitlokken.

De informatieproblemen tussen insiders (management) en outsiders (analisten, aandeelhouders, etc.) hebben niet te verwaarlozen effecten die de doelstelling van maximalisatie van aandeelhouderswaarde in een kwaad daglicht kunnen stellen. Management kan door de informatiefriktie geneigd zijn om allerlei kostbare signalen af te geven aan de financiële markt. Het gaat dan vaak om kortetermijnacties die snel scoren bij de markt; bijvoorbeeld een extra hoog dividend waarvan de markt denkt dat dit alleen wordt toegekend bij goede toekomstverwachtingen. Of door aandelen in te kopen, iets dat besproken wordt in hoofdstuk 3.

Met dit soort gedrag komt de vermeende kortetermijnnoriëntatie van aandeelhouders om de hoek kijken. Management en/of de buitenstaanders hebben mogelijk belang bij kortetermijnacties omdat deze minder onderhevig zijn aan informatieproblemen en sneller resultaat kunnen laten zien. Het kan zijn dat buitenstaanders dit zelfs letterlijk afdwingen, gedacht vanuit waardemaximalisatie. Als zij bijvoorbeeld de kwaliteiten van het management niet voldoende kunnen inschatten zullen zij eerder de voorkeur geven aan meer voorspelbare beslissingen. Deze beslissingen zijn vaak georiënteerd op de korte termijn. Zeker als het management weinig reputatie heeft bij de aandeelhouders, zullen zij het management geen ruimte willen geven voor een beleid dat meer georiënteerd is op de lange termijn.

De logica hiervan is (nog) groter dan het lijkt. Een voorbeeld vanuit de universitaire wereld kan dit verduidelijken. Nieuw wetenschappelijk personeel in de Amerikaanse omgeving kan na 6 jaar een vaste aanstelling krijgen (*tenure*) als zij tot genoeg goede publicaties is gekomen. Vaak wordt opgemerkt dat dit meer fundamenteel langetermijnonderzoek ontmoedigt omdat dit niet snel genoeg tot publicaties leidt. Hier zit zeker een kern van waarheid in. Het probleem is echter dat als de *tenure*-periode verlengd wordt, juist de minder getalenteerde onderzoekers hiervan profiteren. Waarom? Als ik weet dat ik minder kans maak op het verkrijgen van voldoende goede publicaties dan probeer ik me 'te verbergen' door voor echt fundamenteel langetermijnonderzoek te gaan. Dan wordt pas heel laat duidelijk dat ik geen talent (en dus geen succes) heb.

Omdat de mindere onderzoekers sneller kunnen worden ontmaskerd (en ontslagen) met een kortere *tenure*-periode wordt het meer kortetermijnkarakter voor lief genomen. Dus de kortere *tenure*-periode biedt een selectievoordeel, en dit kan de inefficiënties van het meer op de korte termijn gerichte onderzoek domineren. Een alternatieve uitleg is dat de kortere *tenure*-periode betere prikkels inbouwt tot hard werken. In dit geval speelt niet het selectievoordeel, maar het voorkomen dat men het met een langere *tenure*-peri-

ode rustiger aan gaat doen. Dit type overwegingen is van groot belang voor de aansturing van organisaties. In het geval van informatieproblemen over de intrinsieke kwaliteit van een werknemer of zijn geleverde inspanningen kan het vaak beter zijn om een sterker kortetermijnbeleid af te dwingen. De Amerikaanse econoom Jeremy Stein spreekt in dit kader over *investor myopia* (Stein, 1989). Ook de Amerikaanse praktijk om te sturen op kwartaalrapportages zou op deze manier kunnen worden uitgelegd. Per kwartaal moet men laten zien dat men goed heeft gescoord. Dit kan goed zijn als scherp afrekeningsmechanisme dat aanzet tot meer inspanningen en sneller ontslag van minder capabele werknemers, maar het kan ook ten koste gaan van het opbouwen van langetermijn-relaties met klanten. Ook kan het het aanboren van nieuwe markten ontmoedigen, omdat dit zich pas op termijn terug verdient.

Een andere bedreiging: manipulatie

Het initiatief tot kortetermijnbeleid kan ook van het management zelf uitgaan. De eerder besproken manipulatie van kasstromen is daarvan een voorbeeld. Het management kiest dan 'stiekem' zelf om zaken meer in te vullen op de korte termijn, om zodoende hogere kasstromen te kunnen laten zien, zonder er bij te vertellen dat die verhoogd zijn ten koste van later in de tijd te realiseren kasstromen. Zeker als het voor de buitenwereld niet evident is dat een bepaalde invulling van het beleid meer is georiënteerd op de korte termijn, kan de verhoging van kasstromen worden geïnterpreteerd als goed nieuws over de toestand van de onderneming.

Uit informatieproblemen komt de neiging voort om signalen af te geven om percepties aan de andere kant te beïnvloeden. Dit is, zoals eerder is gebleken, niet kosteloos. De kern is dat de combinatie van het bestaan van informatieproblemen en sturing (en dus afrekening) op aandeelhouderswaarde zich dreigt te vertalen in een op de korte termijn georiënteerd beleid. In het ergste geval kan het aanzetten tot manipulatie. Een variant hierop is een mogelijk extreme transactie-oriëntatie bij het management. Transacties leiden vaak sneller tot een zichtbaar resultaat dan het meer op organische groei leiden van een bedrijf. En juist met dit soort machogedrag kan getracht worden de markt te bespelen. Zonder informatieproblemen heeft dergelijk gedrag veel minder zin omdat dan alles zichtbaar (en te doorzien) is.

De conclusie lijkt gerechtvaardigd dat maximalisatie van aandeelhouderswaarde weliswaar als *concept* goed te verdedigen is, maar in zijn uitwerking grote problemen oplevert. Door informatieproblemen kan het aanzetten tot meer op de korte termijn georiënteerde beslissingen. De kritische lezer zou kunnen opmerken dat dit niet zo hoeft te zijn.

Het afgeven van winstverwachtingen en manipulatie

Een gangbare praktijk is dat aandeelhouders en analisten ('de markt') management vragen winstverwachtingen af te geven. Een reden kan zijn dat de markt de toekomst van de onderneming minder goed kan inschatten dan de ondernemer. Zij vraagt de ondernemer om de informatiekloof te verminderen met het afgeven van winstverwachtingen. Dit kan (en zeker kon) zich in grote populariteit verheugen, maar is niet zonder negatieve gevolgen die erg op manipulatie lijken.

Het 'spel' van winstverwachtingen komt er in essentie op neer dat het management koste wat kost de afgegeven winstverwachting moet halen, omdat het hierin tekortschieten als buitengewoon slecht nieuws wordt ervaren. De geloofwaardigheid van de verwachting, en dus ook het vertrouwen van de markt in het functioneren van de onderneming, is afhankelijk van het al dan niet halen van de winstverwachtingen. De markt verwacht dat het management er alles aan zal doen om aan de afgegeven winstverwachting te voldoen. De markt zal het heel zwaar afstraffen als het management dit nalaat. Dit afstraffen kan inderdaad rationeel zijn, zelfs op een manier dat het slechts net niet voldoen aan verwachtingen betekent dat de beurskoers instort.

Hoe werkt dit mechanisme? Gegeven de rekbaarheid van accounting-grootheden, weet de markt dat het management enige speelruimte heeft om toch aan de afgegeven winstverwachtingen te voldoen als de 'echte' winst tegenvalt. De markt weet dit, en kan dan bij het niet voldoen aan de winstverwachtingen maar tot één conclusie komen: het moet wel heel slecht met de onderneming gaan als ze ondanks het kunnen opentrekken van al die 'accounting-laatjes' toch niet aan de verwachting kan voldoen! Dit is een soort wederzijds 'verwachtingenspel' dat geheel wordt veroorzaakt door de informatiekloof. Het is niet moeilijk om in te zien dat een dergelijk 'spel' vroeg of laat tot manipulatie kan leiden.

Als de betrokken bestuurders zouden worden afgerekend op de langetermijnresultaten dan zou deze vertekening niet nodig zijn. Hier kunnen twee dingen tegenin worden gebracht. Ten eerste, zoals Keynes heeft opgemerkt, "in the long run we are all dead", ofwel – iets minder extreem – het is onmogelijk om de beloning alleen aan de lange termijn te koppelen. Het vereist dat iedereen op zijn plaats blijft zitten, en dat dus niemand tussentijds opstapt. Dit laatste is onmogelijk af te dwingen, voor zover het al geen andere negatieve bijeffecten zou hebben. Als tweede argument kan worden verwezen naar de markt die zelf meer op korte termijn gerichte beslissingen wil als hiermee het management sneller kan worden beoordeeld. Deze opmerkingen laten onverlet dat het ontwerp van beloningscontracten van groot belang is, en dat het helpt als contracten meer op de lange termijn zijn georiënteerd.

2.4 DE WERELD OP ZIJN KOP: DE AANDELENKOERS ALS INPUT VAN BELEID

Managers hebben zich verre van ongevoelig getoond voor het verloop van de beurskoers. Sturen op de beurskoers, en hier strategische beslissingen aan koppelen, is niet ongebruikelijk. Onder druk van consultants en analisten wordt vaak overgegaan tot drastische acties, bijvoorbeeld overnames om groei te verwezenlijken en zodoende de

beurskoers positief te beïnvloeden. Zo kan een lage beurskoers gezien worden als een teken dat de markt verwacht dat de onderneming een achterblijvende, winstgevende groei zal kennen. Immers, hoe beter de groeivoorzichten, hoe hoger de aandelenkoers. Ondernemingen worden in die omstandigheden opgejaagd om 'op zoek te gaan' naar groei. Meestal zijn dit overnames, organische groei vereist immers tijd. Er is weinig fantasie voor nodig om in te zien dat dit grote risico's met zich mee brengt. Gezochte groei is immers meestal niet de beste! Zo laten ondernemingen zich 'gek maken' door de financiële markten.

Paradoxaal genoeg leidt een te hoge beurskoers vaak tot hetzelfde recept. De consultants of analisten komen dan de onderneming bezoeken met de opmerking dat de ondernemingsplannen tekortschieten, slechts een deel, zeg 70% van de beurskoers kan worden verklaard uit wat de onderneming op stapel heeft staan. Hun advies is dan voorstelbaar: "De markt verwacht veel meer van u, u moet op zoek naar groei." Juist dit zelfde advies, maar dan voor het omgekeerde probleem, moet alarmbellen doen rinkelen. De consultants gebruiken een hoge beurskoers letterlijk om juist succesvolle bedrijven 'over de kling te jagen'. Een kloof tussen marktverwachtingen (gereflecteerd in de aandelenkoers) en het werkelijke perspectief van de onderneming heeft dus grote consequenties.

Een interessant voorbeeld kan worden ontleend aan Ahold. Ahold was een bedrijf met een buitengewoon hoge koerswinstverhouding eind jaren negentig. Consultants en het management van Ahold zelf speelden hier op in, en het sturen hierop werd één van de redenen voor de grote problemen die toen bij dat bedrijf ontstonden. Hieronder wordt dit verder uitgewerkt mede aan de hand van een voorbeeld.

Sturen op koers-winstverhoudingen

Om de perikelen die speelden bij Ahold beter te kunnen uitleggen, wordt hieronder een eenvoudig voorbeeld geconstrueerd. We gaan uit van een onderneming (vooralsnog met de naam STAR) die 100% met eigen vermogen is gefinancierd. Later zal blijken dat hetgeen STAR gaat overkomen illustratief is voor de casus Ahold.

We onderscheiden twee situaties. De eerste is zonder groei. Stel de winst (kasstroom) van STAR is 50 euro, zonder groei. De disconteringsvoet is 10%. De waarde van STAR zonder groei (neem aan dat de kasstroom van 50 euro tot in het oneindige jaarlijks wordt ontvangen) is dan gelijk aan $50/0,1 = 500$ euro; de jaarlijkse kasstroom van 50 euro gedeeld door de disconteringsvoet 0,1 (ofwel 10%). Deze verkorte formule geldt alleen voor het disconteren van gelijke bedragen die jaarlijks tot in het oneindige worden ontvangen. Merk op dat de koers-winstverhouding gelijk is aan $500/50 = 10$; de winst is immers 50 euro, gelijk aan de kasstroom.

De tweede situatie is dat nu wel groei mogelijk is. Stel dat de enige groei voortkomt uit tien geplande overnames die elk een waarde van 100 euro creëren voor STAR. Dus elke overname levert 100 euro meer op dan dat die kost. Dit wordt ook wel de netto constante waarde (NCW) van de overnames genoemd. De positieve NCW is belangrijk: groei zonder dat er een positieve NCW wordt gerealiseerd is waarde vernietigen! Aangezien de markt weet dat deze overnames in het verschiet liggen is de marktwaarde van STAR geen 500 euro maar 500 euro + ruwweg 10×100 euro, dus 1500 euro (de veronderstelling is

schijnbaar dat de overnames snel zullen plaatsvinden, anders zouden de 10 x 100 euro enige discontering behoeven). De koers-winstverhouding is dan $1500/50 = 30$. Merk op dat de huidige winst of kasstroom de toekomstige overnames nog niet reflecteert, maar de koers van het aandeel wel. De markt weet in dit voorbeeld namelijk alles over deze overnames, en weet dus zeker dat deze overnames eraan komen.

Stel dat elk van deze overnames een kasstroom ('winst') per jaar oplevert van 30 euro en dat weer voor altijd. Bij een disconteringsvoet van 0,1 is elk van de overnames van STAR 300 euro waard, namelijk: $30/0,1$. Aangezien de winsttoevoeging van 30 euro mede wordt veroorzaakt door de unieke *skill* van STAR en mogelijke synergieën hoeft STAR maar 200 euro te betalen voor elke overname. Vandaar dat de NCW per overname 100 euro is, zoals eerder aangenomen ($300 - 200$).

Stel dat de overnames in een hele korte periode plaatsvinden, zodat we disconteren tussen de momenten van overnames kunnen negeren. Kies het moment net na vijf gerealiseerde overnames, en neem aan dat alles volgens plan verloopt; er is dus geen goed noch slecht nieuws te melden. Iedereen weet dat er vijf overnames zijn geweest, en er nog vijf moeten volgen. De vijf voltooide overnames zijn gefinancierd door 5 x 200 euro aan nieuw aandelenkapitaal uit te geven. De waarde van de oude aandelen van STAR zijn nog steeds 1500 euro bij elkaar (de waarde van de 'oude' aandelen is onveranderd 1500 euro omdat er noch goed noch slecht nieuws is te melden). De nieuwe aandelen zijn 5 x 200 = 1000 euro waard, dus STAR als geheel is 2500 euro waard. De winst is nu $50 + 5 \times 30$ (de al gerealiseerde overnames) = 200 euro. De gerealiseerde vijf overnames dragen dus bij aan de winst.

De koers-winstverhouding is nu $2500/200 = 12,5$. De koers-winstverhouding is dus afgenomen, en wel gezakt van 30 (net voor het realiseren van de eerste overname) naar 12,5. Dit komt doordat vijf van de tien overnames hebben plaatsgevonden en deze al 'bijdragen' aan de winst. De nog te realiseren groei is dus afgenomen. Dit is geen slecht nieuws, alles loopt immers volgens plan. De oude aandeelhouders zijn er dan ook niet op achteruit gegaan; hun aandelen zijn nog steeds 1500 euro waard.

Nadat ook de laatste vijf overnames zijn voltooid geldt dat er nog een keer vijf maal 200 euro aan nieuw aandelenkapitaal is bijgekomen, de waarde van STAR is dan 3500 euro. De totale winst is nu 200 euro plus nogmaals $5 \times 30 = 350$ euro. De koers-winstverhouding is dan $3500/350 = 10$. Dit is precies wat het moet zijn: de koers-winstverhouding die geldt als er geen groei (meer) is; zie hierboven in de eerste situatie toen er geen groei was.

Waar het in de praktijk vaak fout loopt, en het bij Ahold rond de eeuwwisseling ook fout ging (zoals aangegeven staat STAR hier model voor Ahold), is dat bestuurders gaan sturen op de koers-winstverhouding. Als na vijf overnames de koers-winstverhouding is teruggelopen van 30 naar 12,5 en men dit als achteruitgang ziet, en om een of andere reden ervan overtuigd is dat de oude verhouding van 30 moet worden 'behouden' dan kan dit alleen maar als er weer extra nieuwe groei wordt gevonden, en wel winstgevendende groei (dus groei met positieve NCW). Een dergelijke zoektocht naar groei is gevaarlijk. Immers de 'makkelijke' groei (de 10 acquisities) is al gevonden; het vinden van nog meer lucratieve overnames is lastig. In het geval van Ahold betekende dit dat men ging

zoeken buiten wat men oorspronkelijk verstandig vond. Er werden acquisities gezocht in Spanje en Argentinië, landen die men in een eerder stadium als minder attractief had gekarakteriseerd. Ook ging men buiten de eigen *core-business* met de overname van U.S. Foodservice, een niet-supermarkt bedrijf, en later een blok aan het been voor Ahold.

Om na de eerste vijf overnames de markt te overtuigen van voldoende verdere lucratieve groei om al doende de koers-winstverhouding van 30 te behouden (in plaats van de inmiddels teruggelopen koerswinstverhouding van 12,5) moet heel veel extra groei worden gevonden. Naast de nog te ondernemen groei van vijf overnames met een NCW van 100 euro elk, moeten maar liefst 35 van dergelijke nieuwe overname mogelijkheden gevonden worden. Dit kan als volgt worden aangetoond. Er moet gelden (na de eerste 5 overnames), $30 = \text{Koers (K)} / \text{winst (W)} = ?/200$. Dus $K = 6000$ euro. De koers na 5 overnames (met nog 5 te gaan) was 2500 euro. Daar moet dus maar liefst een extra 3500 euro in NCW bij komen om aan 6000 euro te komen. Voor die 3500 euro moet dus nieuwe groei worden gevonden; en dat zijn 35 nieuwe, even lucratieve overnames. Met de 5 overnames die nog in de pijplijn zaten, is er dan dus een groei perspectief nodig van 40 overnames.

Dit soort fixatie op koers-winstverhoudingen kan niet anders dan op een gegeven moment vastlopen. Steeds meer groei moet worden gevonden, en ook nog eens in een versneld tempo (zie de 3500 euro aan NCW die moet worden gevonden om de koers-winstverhouding op 30 te houden nadat de eerste 5 overnames met een totale NCW van ('slechts') 500 euro hadden plaatsgevonden). De neiging is dan sterk om overnames te doen buiten de eigen sector dan wel in nieuwe geografische gebieden. In het geval van Ahold liep dit vast op onder meer U.S. Foodservice en de tegenvallende resultaten in Spanje en Argentinië (inderdaad precies die landen waar Ahold oorspronkelijk niet naar toe wilde).

Wat kunnen wij hieruit concluderen? Het is mooi om winstgevende groei te kennen, en ja, dat vertaalt zich in hoge aandelenkoersen. Wie wil dat niet? Maar de consequentie van het hebben van groeimogelijkheden is dat zodra je er invulling aan hebt gegeven de koers-winstverhouding daalt. Dit is echter helemaal niet erg. De koers-winstverhouding daalt immers niet omdat de aandelenkoers is gezakt (de teller) maar omdat de winst is gestegen (de noemer). Er is dus geen sprake van slecht nieuws; de aandelenkoers is op niveau gebleven.

Treadmill-effect

De in de beurskoers verdisconteerde verwachtingen kunnen ook leiden tot het zogenaamde *treadmill*-effect. Dit effect behelst dat een onderneming die de markt weet te verrassen een stijgende aandelenkoers kent (de verwachtingen zijn immers overtroffen), maar veelal ook nog eens aanzet tot nog hogere verwachtingen. De markt verwacht als het ware dat de onderneming de markt positief blijft verrassen. De aandelenkoers gaat – hierop anticiperend – nog eens extra omhoog. Het gevolg is dat je daarna alleen nog een verdere stijging van de aandelenkoers kunt bereiken als je die verwachtingen weer ziet te overstijgen. Dit 'spel' van alsmaar hogere verwachtingen is wat onder het *treadmill*-effect wordt verstaan. Op een gegeven moment valt dit niet meer vol te houden en als

je in de tussentijd hieraan invulling hebt proberen te geven kan dat tot onverantwoorde strategieën hebben geleid.

Kern van het probleem is dat de aandelenkoers (of koers-winstverhouding) input van het beleid is geworden. Ondernemingen laten zich dan opjagen en uit evenwicht brengen. Dit gebeurt vaak sluipenderwijs. In de voorbeelden hierboven is het proces overduidelijk. In veel gevallen zal sprake zijn van een veel meer impliciete beïnvloeding, bijvoorbeeld via het aanwakkeren van de angst om achter te blijven als een concurrent beter scoort op de beurs.

2.5 CORPORATE FINANCE-DENKEN EN INTERNE AANSTURING

De interne aansturing is van groot belang omdat er niet alleen belangenconflicten en afstemmingsproblemen kunnen bestaan tussen insiders en outsiders (manager versus aandeelhouders bijvoorbeeld) maar juist ook binnen de onderneming.

In een overzichtelijke kleine onderneming met leiding en eigendom in één hand is de noodzaak voor het meten van de *performance* minder groot. De betrokkenen worden immers vaak onmiddellijk geconfronteerd met hun eigen falen of succes. In een wat grotere en meer complexe onderneming is dit niet het geval. Managers kunnen in een dergelijke complexe omgeving een beleid kiezen dat niet in het belang is van de organisatie als geheel. De complexiteit zorgt er voor dat dit niet evident is. Mede hierdoor kunnen ze het eigen disfunctioneren beter verbergen of de schuld van falen makkelijker op anderen afschuiven. Hoe dan ook, in een meer complexe organisatie is het bepalen van ieders bijdrage aan het geheel lastig. De aansturing van dergelijke organisaties is buitengewoon belangrijk.

Het topmanagement van een onderneming met meerdere *business units* heeft twee belangrijke managementuitdagingen. De eerste is de optimale aansturing en ontwikkeling van de *business units* (dus eigenlijk het operationele management). De tweede is het strategische vraagstuk van de optimale samenstelling en omvang van de activiteiten van de onderneming. Op corporate niveau wordt dit laatste ook wel het portfoliomanagement van de onderneming genoemd. Voor dit portfoliomanagement is het cruciaal om de toegevoegde waarde van de verschillende *business units* voor de onderneming te kunnen bepalen. De aansturing van de *business units* zelf vereist duidelijke *performance*-criteria voor het management van de *business units* om te komen tot een zo groot mogelijke toegevoegde waarde. En binnen de *business units* is voor de aansturing weer vereist dat de toegevoegde waarde van ieders activiteiten wordt bepaald (en beoordeeld) om ervoor te zorgen dat iedere medewerker optimaal bijdraagt aan de toegevoegde waarde van het geheel.

Deze 'bijna-piramide' van toegevoegde waarden is de gedachte achter bijvoorbeeld Stern Stewart's *economic value added* (EVA) en McKinsey & Company's *Economic Profit*. Een belangrijk onderscheidend kenmerk van deze concepten is dat alleen (aandeelhouders)waarde wordt gecreëerd als het rendement op een activiteit uitstijgt boven het geëiste rendement op het in die activiteit opgeslagen vermogen. Dit wordt wel aangeduid met *value based*

management en is de kern van het *corporate finance*-denken.⁶ De kosten van vermogen – beter, de *opportunity cost of capital* – moeten expliciet in rekening worden gebracht om te kunnen bepalen of een activiteit waarde creëert. Merk op dat hiermee een belangrijke correctie plaatsvindt op het meer traditionele accounting-denken, vooral op het gangbare winstbegrip. Het belangrijkste is dat accounting-grootheden het kapitaalbeslag van een onderneming niet in beschouwing nemen. De prestaties van een onderneming worden uitgedrukt in een winstcijfer dat los staat van de in de onderneming vastgelegde financiële middelen, althans voor wat het eigen vermogen betreft. EVA of *Economic Profit* corrigeren hiervoor door op het resultaat van de onderneming de *opportunity cost* van het totale vermogensbeslag in mindering te brengen.

Conceptueel is hier weinig mis mee. Het is in principe juist dat beoordeeld moet worden of (delen van) de onderneming daadwerkelijk een rendement realiseren dat een voldoende compensatie biedt voor het daarin opgesloten kapitaalbeslag. Hoewel kritiek mogelijk is op de concrete uitwerking, is de notie van *opportunity cost* van fundamenteel belang. De kern van het economisch denken is namelijk het bewerkstelligen van een optimale allocatie van schaarse middelen. De uitwerking hiervan is dat het vermogen dat in een bepaalde activiteit zit opgeslagen op een alternatieve wijze gebruikt had kunnen worden. De misgelopen revenuen door niet voor deze alternatieve aanwending te kiezen (de *opportunity cost*) moeten expliciet in beschouwing worden genomen, dus in mindering worden gebracht bij de waardebeoordeling. Het verwerken van de kosten van het eigen vermogen in EVA of *Economic Profit* is hiervan een voorbeeld.

Door EVA of *Economic Profit* te gebruiken kunnen organisaties komen tot een betere allocatie van vermogen binnen de onderneming omdat duidelijk is waar een rendement wordt gemaakt dat boven de kostenvoet van vermogen uitgaat. In die betekenis is het een hulpmiddel bij het corporate portfoliomanagement. Het helpt om te komen tot een optimale samenstelling van de activiteiten van de onderneming. Het kan er ook voor zorgen dat een organisatie bepaalde activiteiten niet kunstmatig subsidieert. Een belangrijk gezichtspunt hierbij is dat voor elke activiteit, in principe, een eigen minimum geëist rendement geldt. Het geëiste rendement is de vermogenskostenvoet die geldt voor de desbetreffende activiteit. Elke activiteit heeft dus in principe zijn eigen geëiste rendement. Activiteiten met een hoog risicoprofiel zouden anders kunnen profiteren van de lagere vermogenskostenvoet die geldt voor de onderneming als geheel.

Corporate finance-perspectief op de spanningen binnen de organisatie

Een mooi voorbeeld van conflicten tussen afzonderlijke activiteiten binnen een onderneming biedt de Britse *merchant bank* Barings. Op 26 februari 1995 ging Barings failliet door transacties van Nick Leeson. Deze handelaar verloor in een zeer kort tijdsbestek ongeveer 600 miljoen Britse ponden, meer dan het totale eigen vermogen van de bank. Leeson handelde voor Barings Futures in Singapore in onder meer opties en *futures*. Zijn

6 Dit is niet veel anders dan de normale netto contante waardeberekening bij een investering: een investering moet alleen worden overwogen als de netto contante waarde positief is. Is dit het geval, dan is het verwachte rendement hoger dan het geëiste rendement. De disconteringsvoet is in de netto contante waardeberekening het (minimaal) geëiste rendement, ofwel de *opportunity cost of capital*.

voornaamste opdracht was om op basis van geringe prijsverschillen tussen de beurzen van Osaka en Singapore arbitragewinsten te behalen.

Bij velen staat alleen de afloop en vragen over de periode daaraan voorafgaand op het netvlies. Hoe kon het bijvoorbeeld dat toen verliezen gingen ontstaan dit onopgemerkt bleef? Dit zijn zeer legitieme vragen die vraagtekens doen plaatsen bij de effectiviteit van de interne controle. Hierbij speelt ook een onderliggend machtsvraagstuk een belangrijke rol. Leeson zorgde enige tijd voor een forse bijdrage aan de winst. Hij verwierf hiermee macht. Dit leidt vaak tot verstoringen in de organisatie, bijvoorbeeld als dergelijke gepercipieerde hoogvliegers zaken naar hun hand kunnen zetten, wat soms zelfs betekent dat de 'lastige' risicomanagementafdeling buitenspel kan worden gezet.

Een ander voorbeeld biedt de kredietcrisis van 2007-2010. Hierin stonden *structured finance*-(securitisatie-)afdelingen centraal. Deze afdelingen verdienden goud geld met het verpakken en doorverkopen van hypotheeklen. Wat gebeurde er intern in een bank toen deze 'verpakkingsafdelingen' zo succesvol werden? Inderdaad, de betrokkenen werden gezien als 'sterren'. Hun macht groeide navenant.

Het mechanisme van 'macht' heeft via verschillende kanalen grote en mogelijk zelfs destructieve invloed. Macht betekent dat leidende posities in de betreffende bank worden verworven. Hierdoor komen de transactie-georiënteerde bankiers letterlijk aan de macht en kunnen zaken uit evenwicht raken. Zo plaatste ABN AMRO eind jaren negentig zijn op transacties gerichte *wholesale*-afdeling bovenaan in de pikorde. Door de beurs hausse in de jaren negentig was hier goud geld verdiend. Maar toen deze over was bleek ABN AMRO veel minder goed in deze activiteit dan gedacht. ABN AMRO kon moeilijk bijsturen – *wholesale* gerichte hoogvliegers waren immers gepromoveerd tot de hoogste bestuurslagen en niet geschikt voor de 'saaiere' relatiegeoriënteerde *commercial banking*-activiteit.

Dealmakers versus relatiebankiers – het fundament van de kredietcrisis⁷

Wie het bankwezen tot een jaar of twintig geleden bekeek, zag een nogal saaie en voorspelbare sector. Een gemiddelde bank gedroeg zich bijna als een overheidsministerie, met vergelijkbare hiërarchie en functies. De bancaire business had veelal een duidelijke relatie-oriëntatie. Klanten waren misschien wel levenslang klant, en klanten affakken van de concurrent was not done. Financiële markten, zeker op het Europese continent, speelden een relatief ondergeschikte rol. Financiering liep via de bankbalans. Emissies op de kapitaalmarkten waren beperkt. Het overnamespel bestond amper. Deze voorspelbare omgeving is de laatste decennia ingeruild voor een heel wat dynamischer omgeving met een belangrijke rol voor transacties en financiële markten. Overnames, emissies op de kapitaalmarkten, allerlei structured finance-activiteiten (bijvoorbeeld het ‘verpakken’ en doorverkopen van hypotheek via securitisatie) en handel voor eigen rekening door banken (proprietary trading) hebben de overhand gekregen.

Het is een zichzelf versterkend proces. Transacties en de hoge transactiegerelateerde beloningen (bonussen) oefenen een grote aantrekkingskracht uit op ‘the best and the brightest’. Maar transacties zijn per definitie gerelateerd aan de korte termijn. Als een deal doorgaat is de beloning binnen. Wat er later gebeurt, is het probleem van een ander. Opportunisme ligt hier op de loer. De beurshausse is er vandaag, morgen misschien niet meer. Dus is de vraag: hoe kunnen we vandaag zo snel mogelijk profiteren? Dit ligt heel anders in het relatiegeoriënteerde bankieren. Hier worden zorgvuldig relaties opgebouwd met klanten, gedurende een lange tijd. Het tijdselement speelt dus een belangrijke rol bij relaties. Daarom hebben relatiegeoriënteerde bankiers per definitie een veel groter belang bij een sterkere langetermijnoriëntatie. De spanning is ook mooi zichtbaar bij de zorgen waaraan banken onderhevig zijn. Zij moeten in het belang van de klant adviseren, maar hebben evident een eigen commercieel belang dat hiervan af kan wijken. Het lijkt wel heel lastig om deze te verenigen met de transactie-oriëntatie.

Waar deze invalshoek tekortschiet is dat er ook een *corporate finance*-probleem speelt. De handelsactiviteit in Singapore was puur *deal-driven* (transactie-oriëntatie) met substantieel risico en conform de *corporate finance*-theorie past hierbij een hoog geëist rendement. Barings UK was echter een zeer traditionele relatiegeoriënteerde bank in Londen. Hier stonden behoedzaamheid en voorspelbaarheid voorop, en was een dienovereenkomstig lager geëist rendement op zijn plaats. Dit fundamentele verschil in het risicoprofiel van activiteiten kan grote problemen veroorzaken. De handelsactiviteiten hebben namelijk een hoger risico in vergelijking met de traditionele bankactiviteiten in Londen. Zonder adequate interne doorberekening van financieringskosten worden de handelsactiviteiten ‘gesubsidieerd’ door de relatiegeoriënteerde activiteiten met een laag risico. De *finding*-kosten van de bank als geheel zijn namelijk een gewogen gemiddelde van de lage en hoge *finding*-kosten van de activiteiten.

Dit is wat *corporate finance* tracht op te lossen door wel de juiste interne kostenvoeten van vermogen toe te rekenen. De verwerking van de kosten van het vermogensbeslag in de EVA en *Economic Profit* benaderingen - en meer in het algemeen *value based manage-*

⁷ Uit: ‘Dealmakers aan de macht’, A.W.A. Boot, *Het Financieele Dagblad*, 13 mei 2008, p. 9.

ment - zijn hier voorbeelden van.⁸ Belangrijk om in te zien is dat als dit niet gebeurt het machtsvraagstuk groter wordt. Door de kruislingse subsidiëring ontstaat namelijk een soort *free-riding* probleem. De riskantere activiteit lijkt winstgevender dan die in het echt is, wint dienovereenkomstig aan macht, en groeit hierdoor extra snel. Tegelijkertijd straffen te hoge *funding*-kosten de minder riskante activiteit af, en tasten zo de groei van deze activiteit aan. Het totale effect is dat de wisselwerking tussen de verschillende activiteiten in de organisatie destructief kan zijn. In het voorbeeld van Barings is het mogelijk dat de winstgevendheid van de handelsactiviteit louter en alleen gedreven werd door een verkeerde interne doorberekening van *funding*-kosten. Het resultaat is dan dat de organisatie als geheel uit balans wordt gebracht. Waardecreërende activiteiten (de traditionele bankactiviteiten in Londen) zijn ingeruild voor waardevernietigende activiteiten (*trading*), en hiermee is het bestaansrecht van de organisatie als geheel aangetast.

Kanttekeningen bij het corporate finance-perspectief binnen ondernemingen

Het voorbeeld van Barings is een buitengewoon specifiek voorbeeld, maar het laat twee dingen zien die van groot belang zijn. Ten eerste dat het combineren van activiteiten kan leiden tot spanningen en mogelijke belangentegenstellingen binnen organisaties. Dit speelt een belangrijke rol bij het bepalen van de optimale samenstelling van de activiteiten van ondernemingen. In de tweede plaats kan *corporate finance* (EVA, *value based management*, etc.) van nut zijn als sturingsinstrument. In het bovengenoemde voorbeeld kunnen *funding*-kosten worden doorberekend om te komen tot een betere bepaling van de toegevoegde waarde van de afzonderlijke activiteiten.

Dit is een positieve kijk op hoe *corporate finance* kan bijdragen aan het beter functioneren van een organisatie. De verschillende activiteiten worden met een juiste (eigen) kostenvoet van vermogen geconfronteerd om de toegevoegde waarde van elke activiteit afzonderlijk te bepalen. Dit voorkomt – in ieder geval ten dele – dat de activiteiten schadelijke effecten op elkaar hebben, zoals in het voorbeeld van Barings (het eerder genoemde *free-riding*).

De methodologie wringt echter op twee manieren. Een eerste frictie komt voort uit pogingen om het *corporate finance*-gedachtegoed via EVA en *value based management* te gebruiken om de beloning van managers te bepalen. De ervaringen hiermee zijn problematisch. Manipulatie ligt op de loer, bijvoorbeeld het korten op investeringen om huidige kasstromen positief te beïnvloeden (ten koste van de toekomst). Dit kan evident waardevernietiging betekenen. Het probleem is dat EVA suggereert op waarde te sturen (de ‘V’ staat immers voor *Value*), maar dit maar zeer ten dele doet. Ten principale stuurt EVA op de kasstroom in een bepaald jaar, en niet op een inschatting van alle toekomstige

8 In het bankwezen wordt hierbij verwezen naar begrippen zoals VAR en RAROC. VAR (*Value At Risk*) is een methodologie waarbij op basis van een inschatting van het mogelijke risico, een hoeveelheid eigen vermogen aan een activiteit wordt toegewezen die garandeert dat met een hoge zekerheid (in regelgeving zoals Basel II, geldt een kans van 99,97%)) dit eigen vermogen voldoende is om de mogelijke verliezen te dekken. RAROC staat voor *Risk-Adjusted Return On Capital*. Hiermee worden de gerealiseerde rendementen op de verschillende activiteiten gecorrigeerd voor de hoeveelheid risico waaraan deze activiteiten onderhevig zijn. Het is gerelateerd aan *value based management* omdat bij het toerekenen van *funding*-kosten (de *opportunity*-kosten van het vermogensbeslag) gekeken moet worden naar verschillen in risicoprofiel. In de VAR-methodologie wordt dit gedaan door een grotere hoeveelheid (duurder) eigen vermogen toe te wijzen.

kasstromen. Dit lokt ‘geschuif’ uit via bovenstaande kortingen op investeringen. Ook is door managers getracht het geïnvesteerd vermogen kunstmatig omlaag te brengen, bijvoorbeeld door *asset light*-strategieën te volgen waarbij essentiële vaste activa werden verkocht en vervolgens werden ‘teruggehuurd’ (*sale-and-lease-back constructies*). Hiermee wordt de aftrek voor vermogenskosten in de EVA-berekening verminderd. Anorexia-achtige organisaties zijn het resultaat. Er is weinig fantasie nodig om in te zien dat dit geen waarde creëert. Dergelijke vormen van verstoring en manipulatie zijn inherent aan dit type *performance* maatstaf.⁹

Nog fundamenteeler is een tweede frictie namelijk dat dit type *performance*-maatstaf haaks kan staan op de mogelijk toegevoegde waarde van ondernemingen als samenwerkingsverband. Met zal trachten verschillende activiteiten goed van elkaar te scheiden om ze zelfstandig te kunnen beoordelen. De financiële markt eist transparantie. Voor de interne organisatie betekent de gewenste transparantie dat bedrijfsonderdelen (werkmaatschappijen of divisies) een duidelijk eigen aansturing en plaats moeten hebben. Hierbij moeten operationele synergieën met andere bedrijfsonderdelen zo veel mogelijk worden doorgesneden om helderheid te krijgen over de *performance* van de afzonderlijke delen. Het nastreven van synergieën creëert immers dwarsverbanden, en dit vermindert transparantie en bemoeilijkt het eenduidig toewijzen van verantwoordelijkheid. De onderneming wordt dus in wezen opgedeeld, en wordt min of meer een verzameling afzonderlijk aangestuurde stukjes. Dit leidt ook tot een veel grotere transactie-oriëntatie. Een dergelijke ‘opgesplitste’ onderneming heeft immers weinig binding en is in wezen in delen verhandelbaar. Voor de onderneming als samenwerkingsverband lijkt dit zeer schadelijk.

2.6 BELANG VAN MANDAAT VOOR HET MANAGEMENT

Een onderneming leiden betekent dat er beslissingen genomen moeten worden in onzekerheid, en zonder dat iedereen dezelfde informatie heeft. Ook is het mogelijk dat informatie op verschillende manieren wordt geïnterpreteerd. Dit potentieel gebrek aan overeenstemming kan reden zijn voor aandeelhouders om het management te vervangen. Maar het kan juist ook betekenen dat het management enige speelruimte (‘mandaat’) moet krijgen voor een eigen beleid.

Juist bij meer ondernemende en innovatieve strategieën zijn meningsverschillen mogelijk. Een belangrijke reden hiervoor is dat het voor dergelijke beslissingen moeilijk is om van te voren consensus te bereiken. Dit komt zeker gedeeltelijk door het feit dat dergelijke beslissingen ‘uniek’ zijn, en dat er dus moeilijk op ervaringsgegevens kan worden afgegaan. Heeft het management geen mandaat dan is het maar de vraag of ze ooit dergelijke innovatieve en meer op de lange termijn georiënteerde beslissingen kan nemen. Als er wordt aangestuurd op een continue overeenstemming (*alignment*) met

9 Een ander belangrijke opmerking is dat EVA nadrukkelijk is gekoppeld aan de huidige activiteiten van de onderneming. Het is niet op voorhand duidelijk hoe EVA omgaat met potentiële groei in aanverwante business. In principe valt dit buiten de exercitie en zal er nadrukkelijk in moeten worden gebracht. Maar ook hier dreigen onderinvesteringen.

aandeelhouders, met te allen tijde de mogelijkheid voor aandeelhouders om terstond in te grijpen, dan is het, zeker in het geval van steeds wisselende aandeelhouders, voor een beursgenoteerde onderneming nagenoeg onmogelijk om vast te houden aan een bepaalde innovatieve strategie. Dan wordt het erg onwaarschijnlijk dat een dergelijke strategie ooit zal worden gekozen. De onderneming zou dan wel eens de voorkeur kunnen geven aan meer voorspelbare, minder innovatieve en vaak ook meer op de korte termijn georiënteerde acties. Dit soort acties leidt minder snel tot meningsverschillen en afstemmingsproblemen. Maar waardecreatie lijkt hier uiteindelijk niet mee gediend.¹⁰

Meer innovatieve, en dus meer ondernemende, keuzes vereisen enige speelruimte voor het management. Een beleid dat zich uitsluitend oriënteert op consensus is vaak niet ondernemend of innovatief. Dergelijke voor de hand liggende keuzes zijn immers niet uniek in de markt en dus naar alle waarschijnlijkheid onderhevig aan grote concurrentie, met dito lage toegevoegde waarde. Dit betekent dat het management van ondernemingen voldoende speelruimte moet hebben, dus een mandaat, om tot meer ondernemende keuzes te komen.

Deze nadruk op de noodzaak voor een mandaat is niet hetzelfde als de speelruimte die de markt weigert te geven aan management zonder reputatie. Zoals eerder is besproken is het volstrekt logisch dat de markt in een dergelijk geval geen speelruimte geeft. De markt verwacht verspilling, dus waarom zou ze daar ooit mee instemmen? De markt zal in die gevallen niet geneigd zijn veel ruimte te geven voor een meer op de lange termijn georiënteerd beleid. De bereidheid om in te stemmen met een langetermijnbeleid vereist vertrouwen in het management. Een management dat niet presteert zal dus niet veel ruimte krijgen voor innovatieve lange termijnstrategieën, zelfs als er overeenstemming is over de wenselijkheid van de strategieën. Bij weinig vertrouwen is er meestal een voorkeur voor een meer kortetermijnbeleid dat makkelijker in de gaten te houden is door de financiers. Dit betekent dat een dergelijk management moet verdwijnen.

2.7 CONCLUSIES

Het denken vanuit financiële markten – en het sturen op waardecreatie waar het *corporate finance*-perspectief voor staat – heeft sterk aan belang gewonnen. In principe is dit goed. Een kenmerk van een focus op waardecreatie is dat alle toekomstige kasstromen moeten worden meegenomen. Het gaat niet louter om de winst van vandaag maar om het gehele toekomstperspectief van de onderneming. Ook zorgt het waardecreatie-denken voor een veel betere bewustwording van de kosten van het kapitaalbeslag. Immers het in de onderneming opgeslagen vermogen zou ook voor iets anders kunnen worden gebruikt. Dus de *opportunity cost* wordt in beschouwing genomen. Het traditionele winstbegrip doet dit niet. Het in beschouwing nemen van vermogenskosten helpt ondernemingen om de juiste allocatiebeslissingen te nemen. De verschillende activiteiten moeten op zijn minst hun vermogenskostenvoet verdienen. Voor het management van een onderneming is dit een nuttig sturingselement om te komen tot de juiste keuzes en investeringsbeslissingen.

¹⁰ Dit betekent dat aandeelhouders dus tegen zichzelf in bescherming moeten worden genomen. Geen innovatieve strategieën kiezen of steeds weer wijzigen van strategie kan niet in hun belang zijn.

Deze positieve aspecten kunnen niet verhullen dat er ook reden is voor zorg.

De zorgen gaan niet (primair) over de doelstelling van de onderneming. Het aandeelhouderperspectief is conceptueel onder veel omstandigheden verenigbaar met een bredere *stakeholder*-oriëntatie. Maar geconstateerd is dat er slechts zelden een grotere discrepantie bestaat tussen theorie en praktijk. De focus op de aandelenkoers kan management uitnodigen de aandelenkoers te sturen. Er bestaan informatiefriecties: de buitenwereld heeft nooit de beschikking over alle relevante informatie, noch kent ze de precieze kwaliteiten van het management. Hierdoor kan het management geneigd zijn signalen af te geven over de *performance* van de onderneming.

Het belangrijkste gevaar is dat de aandelenkoers als input wordt gezien voor het beleid, in plaats van als uitkomst. Wij hebben laten zien dat sturen op de aandelenkoers tot (te) veel transacties zal leiden. Dit gaat ten koste van waardecreatie. En dit wordt vooral acuut als beloningen worden gekoppeld aan het aandeelhoudersperspectief. Op zich lijkt dit goed, de beloning wordt immers gekoppeld aan een belangrijke maatstaf van het functioneren van de onderneming (de aandelenkoers). Maar door de informatieproblemen gaat het spel van afgeven van signalen (en soms manipulatie) overheersen.

Het *corporate finance*-perspectief dwingt ook transparantie af. In de positieve betekenis leidt meer transparantie over het interne functioneren tot meer discipline en daarmee mogelijk tot betere prestaties. Maar er is ook een keerzijde. De wens tot transparantie kan zó ver gaan dat ondernemingen in wezen intern worden opgesplitst in afzonderlijk afrekenbare onderdelen. Hiermee dreigt een onderneming te verworden tot los zand. Om afzonderlijke onderdelen optimaal afrekenbaar te maken moeten synergieën haast wel worden doorgesneden. Hierdoor wordt het bindend vermogen van ondernemingen, en daarmee hun toegevoegde waarde, aangetast. Dit kan grote consequenties hebben voor de onderneming als samenwerkingsverband.

Dit raakt het mandaat van het management. Minder speelruimte voor het management kan disciplinerend werken ('er is minder ruimte voor verspilling'). Dit was tot voor kort de dominante invalshoek van *corporate finance*. Inmiddels weten we dat dat niet het hele antwoord is. Ondernemerschap vereist ook speelruimte, en dus mandaat.

3 AANDELENINKOOP: WAARDECREATIE OF MACHOGEDRAG¹¹

(Samen met Kees Cools)

3.1 INLEIDING

De populariteit van het terugkopen van aandelen door ondernemingen is weer gestaag stijgende. Nadat in de Verenigde Staten aandeleninkoop al decennia lang een standaard-financieringsinstrument was, vond in 1989 de eerste aandeleninkoop in Europa plaats, althans, in het Verenigd Koninkrijk (Cools en Vermaelen, 1991). Daarna is het verder de Noordzee overgewaaid en is het ook op het Europese vasteland toegevoegd aan het standaard-financieringsinstrumentarium van ondernemingen. Tussen 2000 en 2012 is het bedrag dat Nederlandse beursfondsen besteden aan aandeleninkoop vertienvoudigd, van 2 miljard euro in 2000 tot 20 miljard euro over heel 2011.

De moeilijke economische situatie van de afgelopen jaren leidde tot enige terughoudendheid, maar de remmen zijn (weer) los. Met name in de Verenigde Staten lijkt het wel dat analisten niets liever hebben dan dat ondernemingen op massale schaal permanent aandelen terugkopen. Bestuurders voelen zich – al dan niet gedwongen – geroepen hierop in te gaan. Voor Europa is de realiteit niet veel anders. Het Angelsaksische enthousiasme voor aandeleninkoop lijkt ook onze ondernemingen te infecteren. In eigen land startte in maart 2013 Ahold met de inkoop van aandelen ter waarde van 500 miljoen euro en ook bijvoorbeeld Nutreco en Reed Elsevier hebben rond diezelfde tijd aangekondigd aandelen te zullen inkopen, nadat Randstad een aandeleninkoopprogramma net had afgerond. Aan de andere kant van het Kanaal kondigde oliegi-gigant BP eind vorig jaar aan voor 4,7 miljard euro aandelen in te zullen kopen en bij de oosterburen kocht Siemens rond dezelfde tijd voor 1,1 miljard euro aandelen in.

Aandeleninkoop kan gezien worden als een manier om overvloedige kasmiddelen terug te geven aan beleggers of om puur de financiële *leverage* te verhogen. Zeker in het eerste geval lijkt het verdacht veel op het uitkeren van dividend. Er zijn echter aanzienlijke verschillen in de manier waarop beide instrumenten worden gebruikt. Dividendbeleid is er doorgaans op gericht een relatief stabiele stroom middelen naar beleggers te laten lopen, veelal proportioneel aan een afgevlakt gemiddelde van de geprognosticeerde winststroom. Doorgaans wordt tussen de 40% en 50% van de winst aan dividend uitgekeerd.

Aandeleninkoop is vaak agressiever en mogelijk wispelturiger dan dividenduitkeringen. Een belangrijke vraag is of het verschijnsel aandeleninkoop, en de grote aandacht hiervoor bij analisten en sommige beleggers, een voorbeeld is van hoe financiële markten beursgenoteerde ondernemingen onder druk kunnen zetten waardoor ondernemingen te scherp aan de wind gaan varen door hun kapitaalbasis – de solvabiliteit en ook liquiditeit – al te zeer uit te hollen. Zo kocht ING tot zelfs in het jaar 2008 aandelen in terwijl ze later in dat jaar – met nieuw aandelenkapitaal – gered moest worden door de Nederlandse overheid. De *leverage* liep in de aanloop tot de crisis van 2008 dusdanig sterk

11 Dit hoofdstuk volgt in grote lijn ons eerder in *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* (MAB) gepubliceerd artikel 'Aandeleninkoop en waardecreatie', A.W.A. Boot & K. Cools, 2013, p. 189-206.

op dat ING nog maar 1,5% eigen vermogen op de balans had staan. Meer recentelijk is KPN in de problemen gekomen na een jarenlange agressieve inkoop van aandelen. Op de casus KPN gaan wij in paragraaf 3.6 uitgebreid in.

Een belangrijke vraag is of aandeleninkoop ook maar iets met waardecreatie te maken heeft. Wat bepaalt de prestaties van een onderneming? Betreft dit niet de innovatieve kracht van een onderneming, het efficiënt en flexibel weten te voorzien in (en te anticiperen op) de behoeften van klanten, dus het bewerkstelligen van een superieure en competitieve positionering? Dergelijke vragen stellen is bijna hetzelfde als ze beantwoorden. De kern van ons antwoord zal zijn dat aandeleninkoop inderdaad weinig of geen waarde creëert, en dat het soms zelfs waarde kan vernietigen. Het kan soms zinnvolle druk zetten om effectiever te opereren, maar die druk kan ook te hoog worden. Waarde wordt ten enen male gecreëerd aan de linker kant van de balans, namelijk bij de activiteiten van de onderneming. De passivakant – dus de wijze van financiering van de onderneming – moet faciliterend zijn. Een onderneming die door een te scherpe financiering speelruimte verliest, en zich dus belemmerd ziet in haar activiteiten, raakt achterop, loopt te grote risico's, gaat mogelijk sturen op dagkoersen, en verliest dan de lange termijn uit het oog.

Waardecreatie, en dus ook aandeelhouderswaarde, heeft met de lange termijn te maken – het gaat namelijk over de contante waarde van toekomstige kasstromen. Aandeleninkoop is ten principale een kortetermijnactie die weinig innovatiekracht vraagt. Het is in wezen even complex als het beleggen op financiële markten, iets wat u en ik elke dag naar believen zouden kunnen doen. Analisten die suggereren dat aandeleninkoop tot een hogere aandelenkoers leidt moeten daarom met enige scepsis worden tegemoet getreden. Aandelen inkopen lijkt immers niet veel meer dan het verplaatsen van geld. Als tegen de juiste prijs aandelen worden ingekocht waarom zou dat geld opleveren, en voor wie?

Toch hechten partijen in de financiële markten vaak grote waarde aan aandeleninkoop. Er staat druk op ondernemingen. Dit ontkennen zou naïef zijn. Ondernemingen, zeker als de ontwikkeling van de aandelenkoers op de beurs even tegenvalt, lijken vaak weinig weerstand te kunnen bieden aan die druk.

Alle reden dus om dit verschijnsel serieus te nemen. Zijn ondernemingen 'overgeleverd' aan de druk vanuit financiële markten? Het meer opportunistische karakter van aandeleninkoop en de pressie die ondernemingen hieromtrent ervaren, vormen in belangrijke mate de motivatie voor dit hoofdstuk.¹² Wij analyseren hoe tegen aandeleninkoop moet worden aangekeken. Wat zouden valide argumenten pro kunnen zijn, en waar is sprake van misconcepties? Deze analyse geeft ons ook de gelegenheid om de kerninzichten van de financieringstheorie, en de logica van het raamwerk van de financieringstheorie in het bijzonder, te schetsen. Wij zien veel misvattingen in de toepassing van de financieringstheorie in de praktijk.

¹² De mogelijk perverse interactie tussen financiële markten en onderneming komt nadrukkelijk naar voren in Cools (2009) en Boot (2010). In een door ons vijftien jaar geleden geschreven tweeluik hebben wij geanticiperd op het steeds meer gangbaar geworden verschijnsel van aandeleninkoop (*Het Financieele Dagblad*, 19 en 20 maart 1998). De daar gepresenteerde analyse is onderdeel van deze bijdrage.

De indeling van het artikel is als volgt. In paragraaf 3.2 staat het denkkader van de financieringstheorie centraal. Paragraaf 3.3 gaat in op de mogelijke signaalwerking en *commitment* die van aandeleninkoop kan uitgaan, en mogelijk de wenselijkheid van aandeleninkoop kan rationaliseren. Boekhoudkundige drogredeneringen worden besproken in paragraaf 3.4. Paragraaf 3.5 gaat over de casus KPN. In paragraaf 3.6 gaan wij specifiek in op de financiële sector omdat in deze sector aandeleninkoop een nog dominantere rol lijkt te spelen. De conclusies zijn opgenomen in paragraaf 3.7.

3.2 AANDELENINKOOP EN DE THEORIE VAN DE FINANCIERINGSLEER

Een veel gehoorde redenering in de huidige discussie over aandeleninkoop luidt dat door aandeleninkoop de winst per aandeel stijgt, zeker als de inkoop wordt gefinancierd met laag renderende kasmiddelen. Wij zullen laten zien dat deze constatering juist is. Het is de kern van het probleem. Een op zich juiste en simpele constatering die nota bene ook nog goed klinkt, de winst per aandeel stijgt, moet met een ingewikkelder verhaal worden ontkracht. U ziet de bestuurders en commissarissen al afdwalen. Hogere winst per aandeel is goed, wat zeuren we dan nog? Het helpt meestal wel iets als je er tegen inbrengt dat het inkopen van een aandeel tegen de juiste koers, het bedrijf zelf niet vooruit brengt. Je betaalt immers de juiste prijs voor een aandeel, dat geld verdwijnt uit de onderneming, hoe kan er dan meer overblijven voor de overblijvende aandeelhouders? Maar de winst per aandeel stijgt, dus heeft het toch zin...

Hoe op te boksen tegen dergelijke misvattingen? Hoe uit te leggen dat een hogere winst per aandeel nooit als zuivere maatstaf mag worden gebruikt? Hoe uit te leggen dat winst per aandeel, maar ook rendement op eigen vermogen, niets zegt over waarde zolang niet gelijktijdig rekening wordt gehouden met het risico waar de aandeelhouder aan bloot staat? En inderdaad, inkoop van aandelen verandert niet alleen de winst per aandeel maar ook het risico.

Ons antwoord is dus: in principe creëert aandeleninkoop geen aandeelhouderswaarde. In een ideale wereld zonder belastingen leidt schuiven met geld niet tot waardecreatie. Dat was de les die Nobelprijswinnaars Franco Modigliani en Merton Miller ons al ruim vijftig jaar geleden hebben geleerd. Immers, het risico van de onderneming stijgt als aandelen worden ingekocht, ongeacht of de inkoop met overtollige kasmiddelen of met vreemd vermogen wordt gefinancierd. Beleggers gaan dan een overeenkomstig hoger rendement op het resterende eigen vermogen eisen. Dus hoewel het lijkt alsof de onderneming waarde heeft gecreëerd door 'duur' eigen vermogen te vervangen door 'goedkoop' vreemd vermogen, verandert de waarde van de onderneming niet. De kostenvoeten van vermogen passen zich aan; in het bijzonder het eigen vermogen wordt duurder vanwege het hogere risico voor aandeelhouders.

Het idee achter deze abstracte redenering van Modigliani en Miller is niet anders dan het extra risico en mogelijk extra rendement dat een huiseigenaar op zijn 'eigen vermogen' tegemoet kan zien als hij zijn huis gedeeltelijk met een lening (hypotheek) financiert. Stel dat de waardeontwikkeling van een huis zich komend jaar bevindt tussen minus 10% en plus 30%, met een gemiddelde van 10%. Als een huiseigenaar zijn

huis voor 50% met een hypotheek financiert worden zijn risico en verwacht rendement aanzienlijk groter. In het geval de huizenprijs zakt met 10% gaat dit geheel ten koste van zijn 50% eigen middelen; de verplichtingen op de hypotheek blijven immers gelijk. Zijn eigen vermogen neemt af met maar liefst 20% in plaats van 10%!

Als de huizenprijs daarentegen stijgt met 10%, komt die volledige waardevermeerdering geheel ten goede aan de 50% eigen middelen van de huiseigenaar. Die stijgen dan met 20%. Kortom, de mogelijke waardeontwikkeling van de huizenprijs vertaalt zich nu in een rendement op zijn eigen geld dat loopt van minus 20% tot plus 60%, met een gemiddelde van plus 20% (iets minder na betaling van de hypotheekrente). Zijn verwacht rendement is door de gedeeltelijke financiering met vreemd vermogen dus toegenomen, maar hier tegenover staat aanzienlijk meer risico. De afweging tussen risico en rendement is het belangrijkste mechanisme dat de prijsvorming in financiële markten bepaalt. Meer vreemd vermogen vergroot het risico op het eigen vermogen, hetgeen de voordelen van een hoger verwacht rendement neutraliseert.

Maar hebben belastingen dan geen invloed? In principe wel. We weten van de financiering van ons eigen huis dat schulden maken wordt gesubsidieerd door de overheid – de aftrekbaarheid van rentebetalingen op hypotheekleningen vermindert de verschuldigde inkomstenbelasting. Als de inkoop van aandelen wordt gefinancierd door meer vreemd vermogen te nemen geldt in principe hetzelfde; dat vermindert de verschuldigde vennootschapsbelasting. Merk wel op dat het voordeel wat dan wordt toegeschreven aan aandeleninkoop louter veroorzaakt wordt door de fiscale bevoorrechtiging van vreemd vermogen. De nadruk op aandeleninkoop door analisten is echter meestal niet op het belastingvoordeel van financiering met vreemd vermogen gericht, zie bijvoorbeeld de druk op Microsoft en Google. Deze bedrijven hebben meer dan genoeg kasmiddelen om de aandeleninkoop te financieren en hoeven dus geen vreemd vermogen hiervoor aan te trekken.

Voorstanders van aandeleninkoop baseren zich vaak op een ander argument. Aandeleninkoop is volgens hen de aangewezen route om overtollige kasmiddelen kwijt te raken. En dat zou toch geld moeten opleveren. Laag renderende liquide middelen worden immers van de balans verwijderd en de aandeelhouders kunnen elders een hoger rendement (proberen te) realiseren.

Dit argument lijkt overtuigend, maar is in principe onjuist. Aandeleninkoop om overtollige, laag renderende kasmiddelen kwijt te raken creëert als zodanig geen waarde voor de aandeelhouders. Het wijzigt enkel de verhouding tussen risico en rendement. Beschouw het volgende om dit in te zien. De onderneming heeft eigenlijk twee activa: de ‘echte’ activa die de onderneming vormen – met gegeven het risico een bepaald verwacht en geëist rendement – en het potje kasmiddelen. De kasmiddelen kunnen gezien worden als een beleggingsfonds in veilige overheidsobligaties of bankdeposito’s met een dito laag verwacht en geëist rendement. Door in de onderneming te beleggen krijgt de belegger een combinatie van twee ‘activiteiten’: de veilige overheidsobligatie-activiteit en de ‘echte’ activiteit. De rendementseis van de belegger zal een gewogen gemiddelde van de twee zijn. Inderdaad is het verwacht rendement van de onderneming omlaag gebracht door het potje overheidsobligaties, maar hetzelfde geldt voor de rendementseis van beleggers.

Het verwijderen van de overheidsobligaties of bankdeposito's door hiermee aandelen terug te kopen zal dus geen waarde opleveren voor de aandeelhouder. Weliswaar gaat het gemiddelde rendement van de onderneming omhoog (de laag renderende obligaties verdwijnen), maar tegelijkertijd neemt het risico toe en stijgt dus de rendementseis van beleggers. IJzeren logica – er zijn geen *free lunches*.

We kunnen dit ook op een andere manier uitleggen. Mocht een belegger ontvreeden zijn over de laag renderende kasmiddelen bij een onderneming, dan kan hij daar zelf iets aan doen. Een eenvoudige oplossing voor de belegger is om zelf bij te lenen en deze middelen te gebruiken om extra aandelen in de onderneming te kopen. Met een dergelijke *homemade leverage* stelt de belegger – identiek aan ons voorbeeld over de huiseigenaar – zelf de gewenste (hogere) verhouding tussen risico en rendement samen. Met behulp van de lening wordt meer risico en een hoger verwacht rendement gecreëerd en het effect van de laag renderende opgehoopte kas tenietgedaan. Wat is dan nog de waarde van aandeleninkoop?¹³

3.3 INKOOP VAN AANDELEN ALS SIGNAAL OF COMMITMENT

In het voorgaande zijn we uitgegaan van een redelijk perfecte wereld. We hebben het niet gehad over mogelijke fricties tussen beleggers en onderneming en ook niet over een mogelijke informatievoorsprong die het management kan hebben ten opzichte van beleggers. Zodra we fricties en informatieproblemen introduceren kan een aandeleninkoop een andere rol vervullen. Normaliter zou je denken dat het agressief inkopen van aandelen in ieder geval betekent dat je niet echt op de rand van de afgrond staat, anders zou je het je niet kunnen veroorloven. Aandeleninkoop vermindert immers de flexibiliteit van de onderneming, hetzij door de afname van de liquide middelen, hetzij door de extra financiering van vreemd vermogen. Er is een buffer verdwenen waardoor snel handelen moeilijker wordt en ook financiële tegenvallers moeilijker kunnen worden opgevangen.

De bereidheid om deze nadelen als onderneming te accepteren is mogelijk eerder aanwezig bij sterkere ondernemingen dan bij zwakke broeders. Dit signaleringseffect zou aandeleninkoop *grosso modo* tot goed nieuws moeten bombarderen met een dito positief effect op de aandelenkoers. Een bijkomend (positief) effect is mogelijk dat de onderneming met de aandeleninkoop aangeeft dat zij de huidige aandelenkoers zeker niet te hoog vindt, anders zou zij tegen de huidige aandelenkoers aandelen te duur inkopen. Het is dan mogelijk niet verrassend dat de markt doorgaans licht positief reageert op een aandeleninkoop. Hierbij spelen kracht en imago van de onderneming een belangrijk rol. Merk echter op dat een dergelijke signaalwerking alleen relevant is doordat er informatieproblemen zijn tussen onderneming en buitenstaanders. Immers als iedereen op elk moment alles weet, of althans hetzelfde weet, zijn er geen signalen af te geven. Signalen bestaan bij de gratie van informatieverschillen.

Aandeleninkoop kan alleen een positief signaal zijn als slechtere ondernemingen

¹³ Natuurlijk zullen deze strategieën niet altijd kosteloos zijn, maar dat zijn cijfers achter de komma.

minder genegen zijn een aandeleninkoop te doen. Alleen dan kan uit een aandeleninkoop de conclusie worden getrokken dat gemiddeld sprake moet zijn van een sterkere onderneming, en dus dat er een positief signaal met de aandeleninkoop wordt afgegeven. Dat het ook in de praktijk zo zal werken is niet onwaarschijnlijk. Immers bedrijven die van zichzelf weten dat ze goed gaan presteren in de toekomst weten dat ze dan relatief gemakkelijk toegang zullen krijgen tot externe financiering. Ze kunnen zich dan nu een aandeleninkoop veroorloven. Dit geldt niet voor ondernemingen die problemen verwachten. Zij willen middelen achter de hand houden om enerzijds mogelijke verliezen op te vangen en anderzijds anticiperen zij op een moeilijker toegang tot de financiële markt in de toekomst. Zij kunnen zich niet veroorloven scherp aan de wind te varen.

In de praktijk zien we echter dat ondernemingen overmoedig zijn – machogedrag vertonen – en/of de beleggers voor de gek proberen te houden. Als aandeleninkoop een positieve signaalwerking heeft kunnen zwakkere ondernemingen geneigd zijn de markt (en zichzelf) voor de gek te houden en toch over te gaan tot aandeleninkoop. Door de gemiddeld positieve signaalwerking van aandeleninkoop zou daarmee op de korte termijn een positief koerseffect kunnen worden behaald. En dat terwijl het management weet dat dit beschadigend zal zijn voor de langere termijn, omdat het geld eigenlijk niet gemist kan worden. Een reden voor dergelijk gedrag kan zijn dat management verwacht promotie te hebben gemaakt of met pensioen te zijn tegen de tijd dat het slechte nieuws bekend wordt, of een beloningscontract heeft dat aanzet tot een dergelijk gedrag, bijvoorbeeld doordat zij op korte termijn kan *cashen* middels managementopties of verkoop van eigen aandelen.¹⁴

De kern van onze boodschap is dat de druk van de op korte termijn gerichte acteurs op de financiële markten groot is, maar bestuurders moeten zich door hen niet gek laten maken en terughoudend zijn met het inkopen van aandelen. Een recent onderzoek, gebaseerd op 4710 aandeleninkopen over een periode van 18 jaar, biedt een solide wetenschappelijke onderbouwing. Sheng-Syan Chen en Yanzhi Wang tonen aan (Chen en Wang, 2012) dat ondernemingen die zich financieel geen aandeleninkoop kunnen permitteren, maar zich toch daartoe laten verleiden, hun aandeelhouders opzadelen met negatieve rendementen. Ondernemingen met onvoldoende cash en/of te hoge *leverage* genereren in de vier jaar na een onverantwoorde aandeleninkoop een negatief rendement voor hun aandeelhouders van tussen de -1,4% en -6% per jaar. Bovendien blijkt de kans aanzienlijk dat dergelijke ondernemingen na de (onverantwoorde) aandeleninkoop in ernstige financiële problemen terechtkomen.

Het verraderlijke van de problematiek van aandeleninkoop is dat oorzaak en gevolg voortdurend door elkaar worden gegooid. Sterke ondernemingen kunnen zich veroorloven aandelen in te kopen, maar aandeleninkoop maakt een onderneming niet sterk. Dus hoewel het soms lijkt alsof inkoopoperaties ondernemingen succesvol maken, ligt de causaliteit omgekeerd. Hoogstens kunnen inkoopoperaties succes bestendigen door ondernemingen scherp te houden en zich niet te laten verleiden door de weelde van excessieve liquide middelen. En dit is dan misschien wel de meest overtuigende verde-

¹⁴ Zie ook Chan, Ikenberry, Lee en Wang (2010) over de potentiële misleiding verbonden aan aandeleninkoop.

diging van aandeleninkoop. Als sprake is van een excessieve hoeveelheid kasmiddelen op de balans kan het middels aandeleninkoop opofferen hiervan een *commitment* zijn om die middelen niet te verkwaselen. Vrij besteedbare middelen kunnen immers gaan ‘branden’ in de broekzakken van bestuurders.

3.4 BOEKHOUDKUNDIGE DROGREDELEN

We hebben nog niet gesproken over de maatstaven waarmee analisten en bestuurders een waardecreërend effect van het inkopen van aandelen rechtvaardigen. Zo wordt door ondernemingen en analisten gestuurd op ROE (*return on equity*), EPS (*earnings per share*, winst per aandeel) en in mindere mate *book value per share* (boekwaarde per aandeel).

Het inkopen van aandelen zal zowel de ROE als EPS verhogen. Zoals eerder aangegeven geldt dit ongeacht of de inkoop gefinancierd is uit kasmiddelen of met vreemd vermogen. Aandeleninkoop door het vreemd vermogen te verhogen zorgt ervoor dat er na aftrek van de kosten van het relatief ‘goedkope’ vreemd vermogen meer overblijft per eenheid (afgenomen) eigen vermogen. Dat leidt tot een hogere ROE of winst per aandeel. Hier tegenover staat een hoger risico, zoals eerder aangegeven. Hetzelfde geldt als de aandeleninkoop is gefinancierd uit kasmiddelen. Nu verdwijnt een laag renderend actief. Het rendement op het overblijvende aandelenkapitaal stijgt hierdoor, maar het risico evenzeer.

In de financieringstheorie staat ROE voor het rendement op de marktwaarde van het eigen vermogen. Deze ROE moet hoger zijn naarmate er meer risico is (vandaar dat een aandeleninkoop moet leiden tot een hogere ROE). Analisten en bestuurders gebruiken ROE echter veelal als het rendement op de *boekwaarde* van het eigen vermogen. Normaliter geldt dan ook dat aandeleninkoop een positief effect heeft op de in boekwaarde gemeten ROE.

Het criterium boekwaarde per aandeel is een meer subtiele notie. Als de marktwaarde van de aandelen veel hoger is dan de boekwaarde dan leidt een aandeleninkoop tot een groot ‘boekverlies’ – veel middelen worden opgeofferd voor een relatief bescheiden aantal ‘dure’ aandelen dat kan worden ingekocht. De boekwaarde per overblijvend aandeel vermindert dan. Als de marktwaarde lager is dan de boekwaarde geldt het tegenovergestelde. Veel aandelen kunnen worden ingekocht, dus de boekwaarde per overblijvend aandeel wordt verhoogd. Op zich heeft dit geen enkele betekenis. De boekwaarde zegt immers niets over de echte economische waarde – de marktwaarde. Toch zijn bestuurders en analisten geneigd waarde toe te kennen aan een hogere boekwaarde per aandeel. En inderdaad, als aandelen een marktwaarde hebben lager dan de boekwaarde, kun je door aandelen in te kopen de boekwaarde per aandeel verder verhogen en daarmee jezelf en de markt voor de gek proberen te houden.

Een ander probleem is dat de waardecreatie van een onderneming gemeten moet worden als de totale marktwaarde van de onderneming verminderd met het totaal in de onderneming geïnvesteerde vermogen. Dit zijn absolute getallen, en de uitkomst is afhankelijk van rendement en omvang. Een maatstaf zoals ROE geeft alleen het rendement weer en niet de omvang. Maximalisatie van ROE, even los van de onjuistheid

ervan om andere redenen, laat de omvang ten onrechte buiten beschouwing. Zo is een rendement van 20% over tien miljoen waarschijnlijk beter dan een rendement van 30% over slechts één miljoen.

3.5 DE CASUS KPN

Een onderneming uit eigen land die op grote schaal jarenlang aandelen inkocht en direct daarna in problemen kwam is KPN. In 2004 begon KPN met de inkoop van aandelen en is daarmee doorgestaan tot en met 2011. Het jaarlijkse dividend steeg ieder jaar, beginnend met 0,35 euro per aandeel in 2004, eindigend met 0,85 euro in 2011. Over die periode heeft KPN voor 10 miljard euro aandelen ingekocht en 8 miljard euro dividend betaald. Tegenover die uitkering van 18 miljard euro aan aandeelhouders stond een cumulatieve winst gedurende die jaren van 'slechts' ruim 14 miljard euro. Anders gezegd, gedurende die acht jaar heeft KPN ruim 125% van haar totale winst aan aandeelhouders uitgekeerd. In het laatste jaar, 2011, werd nog voor 1 miljard euro aandelen ingekocht en voor 1,2 miljard euro aan dividend betaald. Het dividend steeg dat jaar nog van 0,80 euro naar 0,85 euro per aandeel terwijl in datzelfde jaar de EBITDA al daalde van 5,5 miljard naar 5,1 miljard euro. Het jaar daarna, in 2012, daalde de EBITDA verder naar 4,5 miljard euro en halveerde de winst van 1,55 miljard euro naar 0,77 miljard euro. Aanvankelijk werd voor 2012 nog een dividend van 0,90 euro per aandeel voorgespiegeld, maar uiteindelijk werd in dat jaar het dividend verlaagd naar 12 procent per aandeel en kondigde KPN aan dat voor 2013 vrijwel geen dividend meer zal worden betaald. Inmiddels was de financiële situatie van KPN door teruglopende resultaten dermate slecht geworden dat de onderneming in februari 2013 een claimemissie aankondigde om daarmee bij aandeelhouders 3 miljard euro op te halen en bij verschaffers van vreemd vermogen 1 miljard euro, in de hoop het hoofd boven water te kunnen houden.

Jarenlang was KPN een van de lievelingen van de beurs, onder meer omdat het als zogenaamd *value stock* ruim meer dan de winst uitkeerde aan aandeelhouders. Bij de start van de aandeleninkoop, op 1 januari 2004, stond het aandeel KPN op 6,21 euro. Bij het aantreden van de nieuwe CEO in april 2011 was de aandelenkoers tot 12,26 euro gestegen en een kleine twee jaar later, op 1 maart 2013 was die in een vrijwel rechte lijn ingezakt tot een schamele 2,54 euro. Binnen twee jaar ging bijna 80% van de marktwaarde van KPN verloren. Toen KPN in januari 2012 het einde van het aandeleninkoopprogramma aankondigde was de koers inmiddels al gezakt tot 8 euro; ongeveer een derde van de marktwaarde was in acht maanden verloren gegaan. In juli van dat jaar werd de dividendverwachting over 2012 verlaagd van 0,90 euro naar 0,35 euro en vijf maanden later, in december 2012, werd betaling van het slotdividend geschrapt, waardoor voor 2012 slechts het eerder betaalde interimdividend van 0,12 euro resteerde. Voor 2013 werd 0,03 euro dividend per aandeel aangekondigd. Op 5 februari 2013 kondigde KPN aan dat het via de eerder genoemde claimemissie 3 miljard moest gaan ophalen en de koers daalde die dag met 24%.

Er was niet alleen sprake van een financieel debacle, ook moest KPN toestaan dat de onderneming onder curatele van de grootaandeelhouder – América Móvil – kwam

te staan. Essentieel was dat grootaandeelhouder América Móvil zou participeren in een noodzakelijke claimemissie. América Móvil, in handen van 's werelds rijkste man Carlos Slim, kondigde in juni 2012 aan zijn aandelenpakket in KPN uit te willen breiden van 4% tot 27% van de uitstaande aandelen, tegen een koers van 8 euro. Dat was ruim boven de beurskoers op dat moment, maar het management van KPN vond het bod te laag. Slim slaagde er in 27,7% van de aandelen te kopen, grotendeels via openmarkttransacties. Dat kostte hem in totaal ruim 3 miljard euro.

Direct na de aankondiging van de claimemissie, in februari 2013, was de koers gezakt tot onder de 3 euro. América Móvil zag in acht maanden tijd twee derde van zijn investering in KPN verdampen. KPN stond zwak. De operationele prestaties vielen tegen en KPN had América Móvil hard nodig voor de claimemissie. América Móvil vroeg en kreeg twee zetels in de raad van commissarissen en vrijwel alle belangrijke strategische, financiële en operationele beslissingen konden door de raad van bestuur niet meer worden genomen zonder toestemming van América Móvil. Inmiddels – we spreken november 2013 – is América Móvil (voorlopig?) van het toneel verdwenen nadat KPN via beschermingsconstructies een overname heeft kunnen tegenhouden. Haar toekomst is echter ongewis.

Ook vanuit een ander perspectief ziet de aandeleninkoop er achteraf erg slecht uit. Laten we aannemen dat KPN voor de 10 miljard euro aandeleninkoop gemiddeld 10 euro per aandeel heeft betaald; er zijn dan 1 miljard aandelen ingekocht. Bij de claimemissie van 3 miljard euro die nu voor de deur staat, ontvangt KPN slechts 2 euro a 2,50 euro per aandeel, dus moet KPN daarvoor tussen de 1,2 en 1,5 miljard aandelen uitgeven. Anders gezegd, over die tien jaar (2004-2013) heeft KPN een kleine half miljard aandelen uitgegeven, waarvoor het per saldo zo'n 7 miljard euro heeft moeten betalen. De omgekeerde wereld, normaal gesproken ontvangt een onderneming geld als aandelen worden uitgegeven.

Het voorbeeld van KPN laat zien hoe financiële markten een onderneming kunnen 'dwingen' om de extreem hoge betalingen aan aandeelhouders vol te houden, tot ruim voorbij het moment waarop dat nog langer verantwoord is. De wederom toenemende populariteit van aandeleninkoop is dus reden voor zorg. Dit neemt niet weg dat ondernemingen zich wel degelijk moeten wapenen tegen deze dwang.

3.6 EEN BIJZONDER GEVAL: AANDELENINKOOP IN DE FINANCIËLE SECTOR

De sector waar aandeleninkoop misschien wel het meest wordt besproken (en gepraktiseerd) is de financiële sector. Daar komt bij dat de mogelijke gevolgen van onvoldoende eigen vermogen bij financiële instellingen grotere gevolgen hebben dan elders het geval is. Het ten onder gaan van financiële instellingen heeft vaak grotere externe effecten op de economie als geheel; zie bijvoorbeeld het effect van de bancaire crisis van de afgelopen jaren op de maatschappij als geheel. Reden om apart stil te staan bij deze sector.

In de financiële sector schijnt een vaste overtuiging te heersen dat eigen vermogen zo duur is dat het (bijna) ten koste van alles moet worden geminimaliseerd. Dit verklaart waarom kapitaalregulering – het woord 'kapitaal' in het bankwezen is min of meer

synoniem aan eigen vermogen¹⁵ – een zeer belangrijke rol speelt. Er is schijnbaar een derde partij nodig (de toezichthouder) die ervoor zorgt dat met name het bankwezen voldoende eigen vermogen aanhoudt.

Er is niet alleen een mogelijke misconceptie over de prijs van kapitaal (eigen vermogen), maar ook over de status ervan. Bankiers spreken over ‘redundant’ kapitaal, kapitaal dat ‘over’ is en bij wijze van spreken ongebruikt op de plank ligt. Dit is een groot en gevaarlijk misverstand: kapitaal dat op de plank ligt is een bezitting links op de balans, maar het kapitaal van banken staat toch echt aan de rechterkant van de balans. Het is eigen vermogen, verkregen van beleggers, en wordt gebruikt om de activiteiten aan de linkerkant van de bank te financieren. Het is dus niet ‘redundant’, het is niet ongebruikt, nee het is een wijze van financieren van de ondernemingsactiviteiten.¹⁶

De gedachte dat kapitaal duur is en dus geminimaliseerd moet worden lijkt onuitroeibaar in deze sector. Het is dan ook niet verrassend dat aandeleninkoop juist in deze sector zo populair is. Dat is zorgwekkend want het stimuleert de structurele onderkapitalisatie van banken en sommige verzekeraars. Het is een paradox dat juist de sector die gespecialiseerd is in de financiering van ondernemingen niet onderkent dat voor haar zelf kapitaal, lees solvabiliteit, noodzakelijk is voor het op lange termijn gezond bankieren en dat het hebben van meer kapitaal niet zonder meer duurder is; het risico per eenheid kapitaal neemt dan immers af en daarmee ook het geëist rendement.

Er zijn verschillende verklaringen voor de neiging van banken om kapitaal te minimaliseren. Eén ervan is dat banken linksom of rechtsom kunnen terugvallen op een overheid die ten tijde van financiële moeilijkheden te hulp zal schieten. Als dit betekent dat verschaffers van vreemd vermogen min of meer verzekerd zijn van terugbetaling, dan is dit vreemd vermogen heel goedkoop aan te trekken door banken. Het is dan immers gesubsidieerd: niet alleen via het belastingsysteem, maar ook via de impliciete of expliciete garantie van de overheid. Het is dan optimaal voor banken om zoveel mogelijk van deze gesubsidieerde vorm van vermogen op de balans te nemen, en dus weinig kapitaal (eigen vermogen). De risico's worden afgewenteld op de samenleving. De grote(re) neiging tot aandeleninkoop in de financiële sector is hiermee verklaard.¹⁷

15 Er zijn verschillende misverstanden rond het woord kapitaal. Op zich is kapitaal een woord waarmee in het algemeen spraakgebruik rijkdom en bezit wordt uitgedrukt: "Janje is rijk, hij heeft veel kapitaal op de bank". In het bankwezen slaat het niet op bezit, maar juist op de passivakant van de balans – namelijk bronnen van financiering van de bank die als buffer kunnen dienen. Dit is in principe wat eigen vermogen is. In de recente kapitaalregulering (Basel III) wordt onder kapitaal dan ook precies eigen vermogen verstaan, namelijk vermogen dat verliezen kan absorberen en dus voorkomt dat een bank (te snel) in solvabiliteitsproblemen komt. In eerdere regulering was het mogelijk vermogen te laten meetellen als kapitaal dat niet, of slechts beperkt risico-absorberend was. Met name mochten vormen van lang vreemd vermogen (onder omstandigheden) meetellen als eigen vermogen. Dit was onderdeel van een complexe tier 1- en tier 2-ondersverdeling van toegestane vermogensvormen. Basel III is geschreven in antwoord op de financiële crisis waaruit de les is getrokken dat de 'kwaliteit' van het kapitaal bepalend is voor de mate waarin het bijdraagt aan het bewaken van de solvabiliteit van een instelling. Dit betekent in wezen dat het toegestane kapitaal is teruggebracht tot het eigen vermogen. Alleen dat vermogen is werkelijk robuust: het is risico-absorberend en kan niet zomaar verdwijnen (lees: er is geen vervaldatum zoals veelal bij vreemd vermogen). Het is verrassend dat dit überhaupt een discussie is geweest. In wezen overall – behalve in de financiële sector – is dit ook altijd de praktijk geweest.

16 Zie Admati en Helwig (2013) voor een uitgebreid overzicht van de *fallacies* waaraan banken onderhevig zijn.

17 Een andere verklaring voor de grotere druk in juist de financiële sector om het kapitaal te verminderen is mogelijk gelegen in het onderscheid in activiteiten ten opzichte van niet-financiële ondernemingen. Financiële activiteiten – het verstrekken van leningen bijvoorbeeld – zouden gezien kunnen worden als *low-margin-high-volume*-activiteiten, terwijl een nieuwe activiteit van bijvoorbeeld Apple een huizenhoog rendement kan hebben. Bijvoorbeeld de iPad

3.7 CONCLUSIES

Modigliani en Miller leerden ons dat aandeleninkoop vanuit een oogpunt van aandeelhouderswaardecreatie in beginsel irrelevant is. Van schuiven met geld wordt niemand wijzer. Wanneer de fiscus om de hoek komt kijken en de inkoop wordt gefinancierd met (fiscaal aftrekbaar) vreemd vermogen, dan heeft het een positief effect op de waarde van de onderneming omdat de overheid dan vreemd vermogen subsidieert.

Wanneer we nog een stap verder in de reële wereld zetten en de effecten van asymmetrische informatie meenemen dan kan aandeleninkoop een positieve signaalwerking hebben omdat het mogelijk een teken van kracht is: het management zegt het zich te kunnen permitteren de leverage te verhogen en/of overtollige kasmiddelen terug te geven aan aandeelhouders waardoor verspilling wordt tegengegaan. In de praktijk kan het management echter ook misbruik maken van deze signaleringseffecten en ten onrechte aandeleninkoop gebruiken als een teken van kracht.

Nog meer perverse effecten treden op door het hanteren van boekhoudkundige maatstaven als winst per aandeel en rendement op eigen vermogen als indicatoren voor de positieve effecten van aandeleninkoop. Die indicatoren stijgen immers altijd na inkoop maar dat heeft niets te maken met waardecreatie, vooral omdat de factor risico niet in die maatstaven wordt meegenomen.

Een ander fenomeen rondom aandeleninkoop is de wijze waarop het vaak tot stand komt. Vaak is er sprake van pressie van analisten om aan aandeleninkoop te doen. Het is schadelijk in die gevallen waarin ondernemingen het zich niet kunnen permitteren. Zo kan het ook aanzetten tot machogedrag waardoor ondernemingen te scherp aan de wind varen. Het door ons besproken voorbeeld van KPN is een sprekend, recent geval uit eigen land.

De druk vanuit kapitaalmarkten kan ook tot zinvolle disciplinerende leiden. Het kan zuiverend werken, maar kapitaalmarkten zijn te vaak gericht op de korte termijn – vaak ook omdat ze door informatieproblemen de lange termijn niet kunnen overzien. Dat kan schadelijk zijn voor ondernemingen; het management moet dan een rechte rug tonen.

De enorme populariteit van aandeleninkoop in de praktijk en de onderbouwing die vanuit de theorie van de financiering hieraan kan worden gegeven roept de vraag op of we iets missen in ons begrip van de theorie en/of praktijk van het fenomeen aandeleninkoop. Ondernemingen voelen zich vaak gedwongen hieraan mee te doen, ook als het niet verantwoord is. Er lijken een soort impliciete spelregels te bestaan waaraan niemand mag ontsnappen.¹⁸ Onze analyse laat zien dat dit verre van kosteloos is.

kent voor Apple een verwacht rendement dat zeer hoog is. De unieke – innovatieve – kwaliteiten van Apple en bescherming via patenten spelen hierbij een rol. De activiteiten van financiële instellingen zijn veeleer faciliterend en volgend (bijvoorbeeld het efficiënt verstrekken van een lening) en zijn dus minder onderscheidend en rechtvaardigen dus geen exorbitant rendement. Vanuit deze gedachtegang is een vermeend duur eigen vermogen van groter gewicht in de financiële sector dan in de niet-financiële sector.

18 De populariteit van het afgeven van winstverwachtingen, en sturen hierop (in meest extreme zin op kwartaalbasis), is een voorbeeld van een dergelijke cultuur, zie hoofdstuk 2 (zie ook Hribar, Jenkins en Johnson, 2006). Chemmanur, Cheng en Zhang (2010) trachten de empirische motieven voor aandeleninkoop bloot te leggen.

Aan commissarissen is dan de schone taak om het evenwicht te vinden tussen terechte en onterechte disciplineren van het management, en in hoeverre ze willen meedoen aan de 'bedrijfstakcultuur' in de financiële sector. Waardecreatie moet daarbij als doel voorop staan.

REFERENTIES

- Admati, A. en M. Helwig (2013). *The bankers' new clothes: What's wrong with banking and what to do about it*. New Jersey, Princeton: Princeton University Press.
- Allen, F. (1993). Stock markets and resource allocation, in: C. Mayer en X. Vives (eds.), *Capital markets and financial intermediation*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Boot, A.W.A. (2010). *De ontwortelde onderneming: ondernemingen overgeleverd aan financiers?*, tweede druk. Assen: Koninklijke Van Gorcum B.V.
- Chan, K., D.L. Ikenberry, I. Lee en Y. Wang (2010). Share repurchases as a potential tool to mislead investors. *Journal of Corporate Finance*, 16, p. 137-158.
- Chemmanur, T.J., Y. Cheng en T. Zhang (2010). Why do firms undertake accelerated stock repurchase programs? Geraadpleegd op <http://ssrn.com/abstract=1570842>.
- Chen, S.S. en Y. Wang (2012). Financial constraints and shares repurchases, *Journal of Financial Economics*, 105, p. 311-331.
- Cools, K. (2009). *Controle is goed, vertrouwen nog beter*, vierde druk. Assen: Koninklijke Van Gorcum B.V.
- Cools, K. en Th. Vermaelen (1991). *Financial innovation: Self tender offers in the U.K.; the rise and fall of international business communications*, INSEAD.
- Friedman, M. (1970). The social responsibility of business is to increase its profits. *The New York Times Magazine*, 13 september 1970.
- Hribar, P., N.T. Jenkins en J.B. Johnson (2006). Stock repurchases as an earnings management device. *Journal of Accounting and Economics*, 41, p. 3-27.
- Jensen, M. (2001). Value maximalization and the corporate objective function, *Journal of Applied Corporate Finance*, 13, p. 8-21.
- Modigliani, F. en M. Miller (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment, *American Economic Review*, 48(3), p. 261-297.
- SER (2008). *Duurzame globalisering: een wereld te winnen*, Advies, Den Haag: SER.
- Stein, J.C. (1989). Efficient capital markets, inefficient firms: A model of myopic corporate behavior. *Quarterly Journal of Economics*, 104(4), p. 655-669.
- Tirole, J. (2006). *The theory of corporate finance*. New Jersey, Princeton: Princeton University Press.

OVER DE AUTEUR

ARNOUD BOOT is hoogleraar Corporate Finance en Financiële Markten en co-director van het Amsterdam Center for Law & Economics aan de Universiteit van Amsterdam. Hij is tevens voorzitter van de Bankraad (DNB); lid van de Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid (WRR) en Kroonlid van de Sociaal Economische Raad (SER). Voorheen was hij verbonden aan de J.L. Kellogg Graduate School of Management van Northwestern University in Chicago. Arnoud Boot is lid van de Koninklijke Nederlandse Akademie voor Wetenschappen (KNAW) en voorzitter van de Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde. Hij is ook lid van het Advisory Scientific Committee van de European Systemic Risk Board (ESRB) in Frankfurt.

Arnoud Boot heeft de afgelopen jaren geadviseerd over corporate governance- en eigendomsvraagstukken, wet- en regelgeving voor de financiële sector, pensioenvraagstukken, de publiek-private afbakening, mededingingsvraagstukken, de financiële structuur van ondernemingen, en over strategische vraagstukken betreffende de positionering van financiële instellingen. Zijn publicaties zijn onder meer verschenen in *The Journal of Finance*, *The American Economic Review*, *Economic Journal*, *Review of Financial Studies*, *Journal of Financial Intermediation* en het *International Economic Review*.

EERDERE PUBLICATIES IN DE REEK TOPICS IN CORPORATE FINANCE

- 21 Macro-economische oplossingen gezocht: naar integrale oplossingen voor de onevenwichtigheden in wonen, pensioen en ouderenzorg en het bancaire landschap, by Lans Bovenberg, 2012
- 20 Towards a final resolution of the euro and banking crisis, by Paul De Grauwe and A.W.A. Boot, 2011
- 19 The Global Banking Crisis and the Post-Crisis Banking and Regulatory Scenario, by D.T. Llewellyn, 2010
- 18 Regulating Private Equity, by L. Phalippou, 2010.
- 17 Towards a Fundamental Understanding of Financial Sector Developments, with contributions from F. Partnoy, A.W.A. Boot and A.V. Thakor, 2009.
- 16 Corporate finance theorie en financiële crisis in breder perspectief (in Dutch), by A.W.A. Boot, 2008
- 15 Private equity en aandeelhoudersactivisme (in Dutch), with contributions of A.W.A. Boot, H. T. J. Smit and W.A. van den Berg, A. Schmeits, J. Fidrmuc and P. Roosenboom, and D. van Dijk, A. Schwienbacher, L. Goossens and S. Manigart, and M. Meuleman, J.A. McCahery and E.P.M. Vermeulen, 2007.
- 14 Headquarters and Innovation: Does Location Matter?, by X. Vives and V. Strauss-Kahn, 2007.
- 13 The Quality of Corporate Law and the Role of Corporate Law Judges, with contributions of L. Bouchez, A. Karpf, J. Winter, W.W. Bratton, J.A. McCahery, J.B. Jacobs, J.L. Reed, L. Timmerman, M.J. Kroeze, M.W. Josephus Jitta and L. Enriques, 2006.
- 12 Understanding (Un)incorporated Business Forms, by J.A. McCahery and E.P.M. Vermeulen, 2005.
- 11 Recent Research on the Investment Behavior of Private Equity Fund Managers, by D. Cumming, G. Fleming and A. Schwienbacher, 2005.
- 10 Corporate governance: een agenda voor de toekomst (in Dutch), by M.J.G.C. Raaijmakers, G. van Solinge en P. Frentrop, 2005.
- 9 Entrepreneurship and Venture Capita, by A. Bhidé, 2004.

- 8 Perspectives on the Theory and Practice of Corporate Finance, by V. Maksimovic, D. Brounen, A. de Jong and K. Koedijk, 2004.
- 7 Securitatie: Economics en Europees perspectief (in Dutch), by J.J.A. Leenaars, 2003.
- 6 Global Corporate Governance and Accounting Transparency, by U. Bhattacharya, 2003.
- 5 The Role of Bank Funding for the Corporate Sector: the Netherlands in an International Perspective, by A. Saunders and A. Schmeits, 2002.
- 4 Management Compensation in the Netherlands: Theory, Evidence, and Best Practice, by Todd T. Milbourn, 2001.
- 3 De efficiëntie van de Nederlandse faillissementswetgeving (in Dutch), by A.W.A. Boot and J.E. Ligterink, 2000.
- 2 Perspectives on the Regulation of the Financial Services Industry, with contributions of E.I. Altman and A. Saunders, and A.W.A. Boot, T. Milbourn, and S. Dezelan, 2000.
- 1 The Future of Banking: Two Essays on the Consolidation in the Financial Sector, by I. Walter and A.W.A. Boot, 1999.

For more information check the website: <http://www.accf.nl>

Amsterdam Center for Corporate Finance

The Amsterdam Center for Corporate Finance (ACCF) is a thinktank specializing in the financial management of corporations and the operations of the financial sector. The ACCF promotes high quality research on the interface between financial theory and corporate policy. With a variety of activities, it provides a forum for dialog between academics and practitioners. The ACCF is an independent foundation and is supported by major financial and industrial corporations, consultancy agencies and (semi) government bodies. It is affiliated with the University of Amsterdam.

Director

A.W.A. Boot

Board

R.G.C. van den Brink

A. Verberk

J.B.M. Streppel

Address

Roetersstraat 11

1018 WB Amsterdam

The Netherlands

Phone: +31 20 525 4162

Fax: +31 20 525 5318

E-mail: office@accf.nl

<http://www.accf.nl>