

Aandeelhouders in opmars

De relatie tussen de aandeelhouder en de onderneming is aan het veranderen. Deze van oudsher tamelijk stabiele verhouding, gekenmerkt door slechts geringe invloed van de aandeelhouder en veel bewegingsvrijheid voor het management, vertoont spanningen. Een jaar geleden schokte Philips het vertrouwen van de belegger door in tegenspraak met haar voorspellingen zwaar teleurstellende resultaten te publiceren. Een ander incident deed zich voor bij de fusie tussen Nationale Nederlanden en de NMB Postbank Groep. Nationale Nederlanden rekende buiten de waard; de aandeelhouders verlangden een hoger bod. Recent keurden aandeelhouders uit protest tegen het voorgenomen beleid de jaarrekening van Nedlloyd af; voor Nederlandse begrrippen een zeer uitzonderlijke actie.

De aandeelhouders beginnen zich meer en meer te roeren. Naarmate de kennis en informatie bij beleggers en analisten toenemen, worden zij mondiger en zullen ze vaker hun invloed doen gelden; door protest of waardering en in de hoogte van de koers. Ze vergroten daarmee de druk op ondernemingen om meer te letten op de waarde van het aandeel.

Het lijkt erop dat de ondernemingsleiding van vele bedrijven deze ontwikkeling heeft onderschat en regelmatig te gemakkelijk voorbij is gegaan aan het belang van de aandeelhouder om in plaats daarvan meer aandacht te schenken aan andere belangen.

De verwijdering ten opzichte van de aandeelhouder heeft geresulteerd in een koers-winstverhouding die in vergelijking met omringende landen relatief laag is. Dit betekent dat het eigen vermogen duur wordt betaald. Meer aandacht voor de aandeelhouder zou de rendementseis van beleggers kunnen verlagen, omdat de onzekerheid afneemt. Bovendien kan van een sterkere positie van aandeelhouders een heilzame werking uitgaan op het reilen en zeilen in de onderneming.

Een lagere rendementseis van beleggers betekent een gemakkelijker toegang tot de kapitaalmarkt voor nieuw te financieren activiteiten. Een manier om dit bereiken is meer informatie te verschaffen, zodat het schattingsrisico voor de toekomstige waarde van het aandeel kleiner wordt. Er bestaat uit concurrentie-overwegingen echter grote terughoudendheid om structureel meer inzicht in de toekomstige inkomsten te verschaffen. De vraag is evenwel in hoeverre het vermeende concurrentienadeel van meer openheid opweegt tegen het voordeel van lagere vermogenskosten. Afhankelijk van de markt-omstandigheden kan een meer open strategie bovendien interessante mogelijkheden bieden om signalen te zenden naar de concurrenten, waardoor de concurrentiedruk op meer subtiele wijze kan worden vermeden.

Een ander positief effect van een meer invloed van de aandeelhouders kan zijn dat het rendement van bestaande en nieuwe activiteiten veel strenger wordt getoetst aan de rendementseis van de markt. De sterk in de belangstelling staande 'shareholder value'-benadering bij voorbeeld beveelt een vergelijking aan van het rendement van de huidige en

nieuw te ondernemen activiteiten met de rendementseis van vermogensverschaffers. Door de toekomstige cashflows contant te maken tegen de (gewogen gemiddelde) vermogenskosten wordt de waardecreatie – en daarmee de waardestijging van het aandeel – bepaald. De methode is al oud en kent ook de nodige haken en ogen; vooral de subjectiviteit van de schatting van toekomstige cashflows is een obstakel. Toch geeft deze methode een beter inzicht in het toekomstige inkomen dan veel in zwang zijnde maatstaven als 'return on investment' of groei van de winst per aandeel. De brede belangstelling voor deze benadering toont de genomen invloed van de kapitaalmarkt en houdt de onderneming tevens beter bewust van haar rentabiliteit.

In het verlengde hiervan komen onder druk van de kapitaalmarkt ook de constructies, die de onderneming moeten beschermen tegen ongewenste inspraak of overname, ter discussie. Omdat beschermingsmaatregelen de mogelijkheid om enige invloed uit te oefenen op het ondernemingsbeleid praktisch wegnemen, zijn ze de oorzaak van de hoge rendementseis van beleggers. Door zich te verschuilen achter een fijngevoerd web van afweermatregelen ontstaat tevens het gevaar van inefficiënties en te risico-avers beleid, waartegen aandeelhouders nauwelijks kunnen ageren. Philips is daar een voorbeeld van: een onneembaar bastion. Hoewel de resultaten van het concern jarenlang maar matig waren, kon er van de kapitaalmarkt nauwelijks een serieuze waarschuwendende dreiging uitgaan. De lage waardering van het aandeel gaf natuurlijk wel te denken, maar kon vrij gemakkelijk genegeerd worden. De beperkte zeggenschap van aandeelhouders in Nederlandse beurs-nv's kan bovendien een belemmering vormen voor internationale expansie. Buitenlandse gegadigden voor samenwerking zullen Nederlandse aandelen zonder zeggenschap met scepsis begroeten.

In Nederland en de meeste andere landen van het Europese continent wordt de onderneming beschouwd als een samenwerkingsverband waarin rekening wordt gehouden met vele belanghebbenden. In vergelijking met de Angelsaksische wereld heeft dit geleid tot zeer beschermde ondernemingen waarin de aandeelhouder nog maar weinig invloed heeft. Dit in tegenstelling tot bij voorbeeld de situatie in de VS waar het creëren van 'shareholder value' voorop staat. De laatste decennia heeft het beleggen zich sterk geprofessionaliseerd, waardoor aandeelhouders veel meer dan voorheen een 'countervailing power' kunnen vormen tegenover het ondernemingsmanagement. Ze winnen een deel van een verloren terrein terug. De Spartaanse tucht van de kapitaalmarkt laat zich daarom steeds vaker gevoelen.

T.P. van Walderveen