

Investor relations en de identiteit van de onderneming

Een goed beleid op het gebied van 'investor relations' is het beste wapen tegen ongewenste overnames. Een toelichting aan de hand van de 6 P's uit de marketing.

Door de aanhoudende kritiek op de in Nederland gangbare, juridische beschermingsconstructies wordt de beursgenoteerde onderneming gedwongen te zoeken naar alternatieve vormen van bescherming tegen overnames. Omdat een hoge beurskoers de beste bescherming tegen overname vormt, zal de aandacht hierop moeten worden gericht. Om die hoge koers te krijgen is een meer open relatie met de aandeelhouders vereist. De laatste jaren is dan ook een toenemende belangstelling te constateren voor 'Investor Relations' (IR).

In dit artikel wordt een handvat geboden om het IR-beleid inhoud te geven. Het uitgangspunt hierbij is de toekomstgerichtheid van aandeelhouders. Vanuit deze invalshoek worden de belangrijkste determinanten van het beeldvormingsproces van aandeelhouders blootgelegd. Daarbij gaat het om:

- ondernemingsstrategie;
- risicoprofiel van de onderneming;
- kwaliteit van het management.

Deze drie dimensies vormen de *financiële identiteit* van de onderneming. Om het rendement van de IR-communicatie te optimaliseren wordt gebruik gemaakt van technieken uit de marketing. Dit betekent dat de beleggersmarkt gesegmenteerd dient te worden zodat categorieën beleggers kunnen worden onderscheiden die qua behoeften het meest aansluiten bij de financiële identiteit van de onderneming. Om het aandeel in de beleggersmarkt te positioneren en de informatieverstopping te optimaliseren wordt gebruik gemaakt van instrumenten van de marketing-mix (beter bekend als de 6 P's). Onze conclusie is dat deze instrumenten, zij het met enige beperkingen, zeer goede mogelijkheden bieden om het IR-beleid vorm te geven.

De ondernemingsstrategie

De 'discounted cashflow (DCF)'-methode van A. Rappaport heeft in Nederland de laatste jaren sterk aan populariteit gewonnen als methode voor ondernemingswaardering (en investeringselectie). De grote kracht van deze methode is dat zij voor de waardebeoordeling van een onderneming kijkt naar toekomstige kasstromen in plaats van naar historische winsten, zoals bij de gebruikelijke boekhoudkundige methoden het geval is. Het centrale uitgangspunt van deze op de toekomst georiënteerde methode zijn de strategische keuzes (investeringen) van het management. Onderzoek van Woolridge en Snow toont aan dat beleggers een zelfde toekomstgerichtheid aan de dag leggen en daarom geïnteresseerd zijn in strategische informatie¹. De DCF-methode lijkt hierop aansluiting te vinden doordat het management gedwongen wordt naar de toekomst te kijken en de ondernemingsstrategie te kwantificeren. De belegger vormt zich op basis van de hem ter beschikking gestelde informatie een beeld van de waarde van de onderneming. Deze beeldvorming komt tot uiting in de beurskoers van het aandeel van de onderneming. Teneinde de beurskoers een realistische afspiegeling van de waarde van de onderneming te laten zijn, dient IR zich dan ook te verdiepen in de factoren die dit beeld bepalen. Naast de ondernemingsstrategie zijn dit het risicoprofiel van de onderneming en de kwaliteit van het management.

Het risicoprofiel

Voor een nadere specificering van het risico wordt veelvuldig het Capital Asset Pricing Model (CAPM) gehanteerd. Dit model stelt dat de varia-

tie in het verwachte rendement op een aandeel (ofwel het risico van een beleggingsbeslissing) op te splitsen is in twee componenten. De eerste component wordt het systematisch risico genoemd, en bestaat uit marktgerelateerde factoren als inflatie, rentestand, enz. De tweede component, het niet-systematisch risico, bestaat uit factoren die uitsluitend de individuele onderneming beïnvloeden zoals reorganisaties, milieuclaims, enz.

Volgens de portfoliotheorie (CAPM) is het niet-systematisch risico te elimineren. Deze theorie gaat er namelijk van uit dat in de marktportefeuille alle ondernemings specifieke risico's elkaar als totaliteit opheffen. De veronderstelling dat het ondernemings specifieke risico voor de individuele belegger is te elimineren door het aanbrengen van spreiding in de beleggingsportefeuille, is echter iets te simpel. Het aanbrengen van de gewenste spreiding in de beleggingsportefeuille blijkt voor beleggers in de praktijk niet haalbaar te zijn. De rendementseis van de individuele belegger zal in de praktijk dus hoger uitvallen. Dit extra stukje rendementseis (premie) ziet de belegger als vergoeding voor het ondernemings specifieke risico dat hij niet door diversificatie kan elimineren. Omdat inzage in de ondernemings specifieke risicofactoren bij de beleggers vaak ontbreekt, maakt de belegger hiervan een inschatting. Deze inschatting bepaalt de hoogte van deze premie.

Het verschaffen van informatie omtrent het risicoprofiel van de onderneming zal leiden tot een betere inschatting van het ondernemings specifieke risico. In de praktijk zal een betere inschatting vaak een lagere inschatting betekenen. Beleggers zullen immers uit voorzichtigheid de risicopremie eerder hoger dan lager inschatten dan de werkelijkheid doet rechtvaardigen. Het is daarom ook niet verwonderlijk dat het management van beursondernemingen vaak spreekt over onderwaardering van het aandeel. Voor IR is een belangrijke rol weggelegd op het gebied van informatieverstopping over het ondernemings specifieke risico. Door informatieverstopping kan een verlaging van de totale rendementseis van de beleg-

1. J. Woolridge en C. Snow, Stock market reaction to strategic investment decisions, *Strategic Management Journal*, 1990.

gers worden gerealiseerd, wat zal resulteren in een hogere beurskoers en een lagere vermogenskostenvoet.

Interessant is nu te kijken hoe het systematisch en het niet-systematisch risico's geïnclassificeerd kunnen worden. Het volgende overzicht geeft een indicatie van de aspecten waaraan op macro-, meso- en micro-niveau kan worden gedacht.

- **Macro-niveau.** Factoren op macro-niveau beïnvloeden de gehele economische bedrijvigheid in een bepaald land. Voorbeelden hiervan zijn economische factoren (koopkracht, conjunctuur, enz.) en politieke factoren (overheidsreguleringen op het gebied van milieu en veiligheidsnormen, uitbreken van de Golfoorlog, enz.). Deze risico's beïnvloeden vaak alle ondernemingen en dus de gehele marktportefeuille. Voor een individuele onderneming is het dan van belang aan te geven in welke mate de onderneming door deze factoren relatief meer of minder wordt getroffen. Het duidelijk maken of en in welke mate een onderneming cyclisch of niet-cyclisch is, is hier een goed voorbeeld van.
- **Meso-niveau.** Risico's op meso-niveau beïnvloeden de bedrijfstak. Een overzichtelijke inventarisatie van de factoren die de concurrentiepositie van een onderneming op bedrijfstakniveau kunnen beïnvloeden, wordt gegeven in het vijfkrachtenmodel van Porter. De vijf krachten die Porter onderscheidt zijn: onderhandelingspositie van leveranciers en afnemers, bedreiging van mogelijke toetreders en substituten, en concurrentie tussen bestaande ondernemingen. IR dient aan te geven in welke mate deze factoren de ondernemingsstrategie beïnvloeden.
- **Micro-niveau.** Risico's op micro-niveau beïnvloeden de individuele onderneming. Deze risico's kunnen op vele gebieden voorkomen. Als de onderneming zich bijvoorbeeld heeft toegelegd op een bepaalde markt-niche dan maakt zij zich afhankelijk van de grillen van een vaak kleine groep afnemers. Ook kan hierbij gedacht worden aan de kostenstructuur, de verhouding tussen vaste en variabele kosten, van een onderneming. Deze factor bepaalt namelijk mede de mate waarin een onderneming in staat is 'tegenwind' op te vangen.

Duidelijk is dat het specifieke ondernemingsrisico met name wordt beïnvloed door factoren op meso- en micro-niveau. Het verschaffen van informatie omtrent het risicoprofiel van de onderneming dient dan ook vooral toegespitst te worden op factoren op deze twee niveaus. De IR-functionaris dient hierbij niet alleen de risico's aan te geven maar tevens een inschatting te verschaffen van de mate waarin deze risico's de toekomstige kasstromen en vermogenskostenvoet kunnen beïnvloeden.

Kwaliteit van het management

De risico's waaraan een onderneming blootstaat, worden in hoge mate bepaald door de toekomstvisie van het management. Hiermee komen we dan bij de derde factor die bepalend is voor de beeldvorming van beleggers: de kwaliteit van het management.

Eén van de voornaamste managementtaken is het opstellen en succesvol operationaliseren van de ondernemingsstrategie. De belegger moet ervan overtuigd zijn dat het zittende management hiervoor voldoende capabel is. IR zal daarom informatie moeten verschaffen over zaken als:

- waar staat het management voor?
- wat is de toekomstvisie van het management?
- hoe zijn de prestaties van het management de afgelopen jaren binnen de onderneming geweest?
- heeft het management zelf aandelen in de onderneming of maken aandelen deel uit van hun beloning?

Als blijkt dat beleggers het niet eens zijn met de visie van het management zullen dergelijke geluiden serieus moeten worden genomen teneinde een voor beide partijen bevredigende oplossing te bereiken. De aandeelhouders zijn immers *primaire* 'stakeholders' van de onderneming en mogen daarom niet worden genegeerd. Om de geuite kritiek kracht bij te zetten, hebben de aandeelhouders de beschikking over sanctie maatregelen, die zich laten samenvatten als de 'tucht van de aandelenmarkt' op ondernemingen. De resultante van het gedrag van de individuele aandeelhouders is een collectieve tucht, de tucht van de markt. De aandeelhouders oefenen op drie manieren invloed uit: door de koersvorming,

door het geven of onthouden van steun wanneer de onderneming zich actief tot de aandelenmarkt wendt, of door actief te willen (*mee-*)ondernemen. Het uitoefenen van invloed door de aandeelhouders zal voor de onderneming altijd een regulerend element met zich meebrengen. Het antwoord op de vraag hoe deze invloed wordt ervaren, zal in de tijd en per onderneming wisselen en zal daarmee sterk afhangen van de positie van de onderneming ten opzichte van haar aandeelhouders. Voelt ze zich comfortabel of juist bedreigd? Het antwoord ligt in 'the eye of the beholder'.

Marketing van de financiële identiteit

Ondernemingsstrategie, risicoprofiel van de onderneming en kwaliteit van het management vormen de kerndimensies van wat we zouden kunnen noemen de 'financiële identiteit' van de onderneming. Wanneer we het aandeel voorstellen als een tastbaar produkt, fungeert de financiële identiteit als het ware als een 'merk' dat informatie geeft over de kwaliteit van het aandeel.

Het duidelijk maken van de financiële identiteit van de onderneming behoort tot het takenpakket van Investor Relations. De marketingdiscipline levert bruikbare instrumenten om de financiële identiteit van de onderneming op zinvolle wijze te communiceren. In de marketing betekent op zinvolle wijze communiceren zoveel als het segmenteren van de markt. Marktsegmentatie maakt het mogelijk de informatieverschaffing af te stemmen op de wensen van de te onderscheiden doelgroepen. Indien deze segmentering wordt verwerkt in de financiële verslaggeving zijn beleggers beter in staat het financiële verslag van een onderneming te analyseren, het risicoprofiel van de verschillende segmenten te meten en de winstgevendheid te bepalen.

Het instrumentarium dat binnen de marketing gebruikt wordt om van de communicatie maatwerk te maken is de marketing-mix. De marketingmix bestaat uit de 6 P's produkt, prijs, plaats, promotie, personeel en presentatie. Om een indruk te geven van de bruikbaarheid van de 6 P's voor het IR-beleid volgt nu een nadere uitwerking van de dimensies van dit instrumentarium.

Produkt

Binnen de marketing wordt produkt-differentiatie toegepast om het produkt duidelijk te profileren ten opzichte van concurrerende produkten. Het gaat hierbij om door de consument gepercipieerde verschillen. Produkt-differentiatie lijkt op het eerste gezicht voor het produkt aandeel niet op te gaan. Echter indien de onderneming de financiële identiteit niet voldoende duidelijk kan maken aan de beleggers omdat de onderneming is samengesteld uit te uiteenlopende activiteiten, kan differentiatie van het aandeel een oplossing bieden. Het aandeel moet opgesplitst worden in delen met als uitgangspunt voor de belegger herkenbare financiële identiteiten. Hierbij kan gedacht worden aan het opsplitsen van een bestaand aandeel in één of meerdere divisie-aandelen.

In plaats van bijvoorbeeld het aandeel 'Philips' zouden er dan keuzes ontstaan uit aandelen 'Philips-Verlichting', 'Philips-Componenten en Halfgeleiders', 'Philips-Consumentenelektronica' enz., ieder met een eigen financiële identiteit. Deze produkt-differentiatie heeft als voordeel dat er een duidelijker beeld van de financiële identiteit van deze onderdelen ontstaat en er een betere afstemming op de behoeften in de diverse segmenten mogelijk is. Voor ondergewaardeerde ondernemingen kan een dergelijke differentiatie tevens leiden tot een verhoging van de totale beurswaarde van het concern. De samenstellende onderdelen vormen dan te zamen een grotere waarde dan het huidige, niet-gedifferentieerde aandeel.

'Raiders' azen op ondernemingen die in hun ogen ondergewaardeerd zijn. Zij zijn van mening dat individuele onderdelen (divisies) meer waard zijn (en bij verkoop opleveren) dan de totale ondernemingswaarde zoals die wordt weergegeven in de beurskoers. Zo heeft het Amerikaanse voedingsconcern Quaker Oats haar dochter Fisher-Price (speelgoedindustrie) naar de beurs gebracht om een meer consistent beeld voor beleggers te creëren.

Prijs

De prijs van aandelen wordt na emissie niet bepaald door de verkopende onderneming maar door de kopers van het produkt, de beleggers. Het lijkt daarom lastig om de P van prijs

te gebruiken als IR-marketinginstrument. Toch zijn er mogelijkheden voor IR om de prijs van een aandeel indirect te beïnvloeden. Als blijkt dat beleggers uit de doelgroep laaggeprijsde (niet te verwarren met ondergewaardeerde) aandelen aantrekkelijker vinden dan hooggeprijsde aandelen, heeft de onderneming de mogelijkheid om een 'aandelensplitsing' door te voeren. Hierbij wordt elk bestaand aandeel gesplitst in twee (of meer) nieuwe aandelen. Het gevolg van een splitsing is een lagere prijs per aandeel waardoor het aandeel voor beleggers beter toegankelijk wordt en daardoor meer verhandeld zal worden.

Een andere manier om de prijs van het aandeel te beïnvloeden is het inkopen van eigen aandelen. Omdat dit in Nederland slechts in beperkte mate is toegestaan zijn er constructies bedacht om dit via een omweg te doen. Een voorbeeld hiervan is het 'Ahold-Vaste Klantenfonds'. Zegeltjesparende klanten van Albert Heijn kunnen drie volle zegelboekjes omruilen voor een 'unit' in het Vaste Klantenfonds. Dit fonds belegt het geld volgens een vaste verhouding in aandelen en leningen Ahold. Door deze constructie zullen bij een koersdaling van het aandeel Ahold leningen Ahold worden verkocht om het evenwicht in het fonds te herstellen. Door het op deze wijze aan- en verkopen van aandelen en leningen is Ahold in staat om de volatiliteit van de koers van het aandeel te beperken.

Plaats

Met de P van plaats wordt vooral bedoeld op de distributie van het produkt. Voor vrij verhandelbare aandelen is er in principe maar één distributiekanaal, de effectenbeurs. In het verleden kozen ondernemingen vrijwel altijd voor een effectenbeurs in het thuisland. Tegenwoordig realiseren steeds meer ondernemingen zich dat dit niet automatisch een goede keus hoeft te zijn. Zo heeft het Italiaanse Pirelli een aantal jaren geleden gekozen voor een notering aan de Amsterdamse effectenbeurs. Ook gaan steeds meer ondernemingen over tot een tweede (of derde) notering in het buitenland. Zo kan de onderneming nieuwe beleggersmarkten aanboren. Bij de keuze van het land zal de onderneming moeten letten op behoeften van de beleggers die op die markt opereren.

Promotie

IR kent een vrij ruim aanbod aan promotiemiddelen. Belangrijk is om de promotie af te stemmen op de doelgroepen. Het meest gebruikte medium is de pers. Bij het segmenteren van de markt is het van belang inzicht te krijgen in de kranten en tijdschriften die door de beleggers worden geprefereerd. IR kan zodoende selectief interviews geven. In Nederland blijken *Het Financieele Dagblad*, *NRC Handelsblad* en de *Financiële Telegraaf* zeer hoog te scoren bij de beleggers.

Een ander veel gebruikt communicatiemiddel is de zogenaamde 'roadshow', dit is een door de onderneming georganiseerde bijeenkomst met portfoliomanagers, analisten en eventueel financiële pers ter promotie van het aandeel. Tijdens een 'roadshow' houden de IR-functionarissen leden van de Raad van Bestuur toespraken voor de aanwezigen. Vaak worden financieel-technische zaken en strategische onderwerpen besproken en bestaat er gelegenheid tot stellen van vragen.

Voor particuliere beleggers zou een variant op de 'roadshows' een telefonisch vragenuur kunnen zijn. Zo nodigt de Spaanse onderneming CEPESA in het toonaangevende Spaanse dagblad *El Pais* beleggers uit een gratis nummer te bellen voor alle vragen die zij hebben over de onderneming.

Een in Nederland nog vrij onbekende vorm van aandelenpromotie is 'share advertising'. 'Share advertising' is het maken van reclame voor aandelen in kranten en tijdschriften. In deze advertenties worden de financiële resultaten gegeven, vaak voorzien van de 'corporate mission' als begeleidende tekst. De begeleidende tekst kan toegespitst worden op de doelgroepen.

Personeel

Bij personeel gaat het om de betrokkenheid van werknemers bij het produkt van een onderneming. Aandeelhouders moeten zoals gezegd inzage krijgen in de kwaliteit van het management. Maar al te vaak is bij beleggers niet bekend wat de achtergrond van een manager is. Een eenvoudig curriculum vitae van elke manager kan hierbij wonderen verrichten. Wat is de vooropleiding van de manager, hoe is zijn loopbaan geweest, wat zijn zijn grootste prestaties tot nu toe en misschien wel het allerbelang-

rijkste: wat is de visie van de manager op de toekomst van de onderneming. Antwoorden op al deze vragen geven de belegger een goed beeld van de kwaliteit van het management. IR moet die managers strikken voor het voeren van discussies met aandeelhouders die het meest geschikt zijn voor het uitdragen van de financiële identiteit.

Presentatie

Presentatie is voor IR een belangrijk instrument. Het gaat hier om het presenteren van de onderneming aan de beleggers. In het algemeen zijn zaken als huisstijl, ondernemingslogo, enz., bepalend voor de presentatie. Voor de beleggers geldt specifiek dat gelet moet worden op de presentatie van de financiële identiteit. De ondernemingsstrategie moet als het ware gevisualiseerd worden tijdens IR-presentaties. De inhoud van speeches en de teksten van advertenties moeten zodanig geschreven worden dat ondernemingsstrategie niet alleen verwoord wordt maar ook wordt uitgestraald.

Conclusie

IR-beleid vormt een alternatief voor beschermingsconstructies. Het is daarmee een strategisch belangrijk instrument. Voor een goed IR-beleid dient de beleggersmarkt gesegmenteerd te worden en dienen die categorieën beleggers geselecteerd te worden waarvan de behoeften het best aansluiten bij de financiële identiteit van de onderneming. Voor het vormgeven van het IR-beleid levert de marketing bruikbare instrumenten op. Naast het leveren van een bijdrage aan de communicatie met de financiële markten dwingt IR het management de koers van de onderneming te expliciteren en de financiële identiteit van de onderneming te concretiseren.

Dick Oskam

Olaf Reinhard

Resp. werkzaam bij ABN Amro, Marketing Services, Buenos Aires, Argentinië en NEI, divisie Marktstrategie en Bedrijfstak-analyse, Rotterdam. Beide auteurs hebben dit artikel op persoonlijke titel geschreven.