

Waarom hedgen ondernemingen?

Het afdekken van risico's door ondernemingen is niet altijd een zinvolle activiteit. Hedging van risico's is wel van belang als het de doorzichtigheid van de onderneming vergroot.

De fundamentele vraag waar de recente discussies over derivaten – en de bijbehorende schandalen – aan voorbij gaan is of ondernemingen risico's moeten afdekken ('hedgen'), en zo ja, waarom? Hoewel dit een triviale vraag lijkt – ondernemingen hedgen immers – is het antwoord op deze vraag verre van voor de hand liggend. Een belangrijk resultaat in de theorie van de financiering stelt dat beleggers – de houders van de aandelen en obligaties van een onderneming – naar gelang hun individuele preferenties zelf risico's kunnen diversificeren en zo nodig hedgen, en dat het daarom onnodig is dit op ondernemingsniveau te doen. Dit resultaat is een uitvloeisel van de binnen de financieringstheorie welbekende Modigliani en Miller proposities. Deze Nobelprijswinnaars in de economie hebben aangetoond dat in een ideale wereld zonder fricties of andere verstoringen de financiële beslissingen van een onderneming – waaronder de keuze van vermogensvormen, hedging en dividendpolitiek – irrelevant zijn. In deze wereld zijn alleen de reële beslissingen, zoals het wel of niet tot ontwikkeling brengen van een nieuw produkt, van belang.

Het spreekt voor zich dat wij niet in zo'n ideale wereld leven. Immers, in werkelijkheid zijn er allerlei fricties, zoals transactiekosten, faillissementskosten, en niet te vergeten belastingen. Daarmee is echter nog niet ontkracht dat beleggers misschien beter zelf risico's kunnen heralloceren of hedgen dan dat dat gebeurt op ondernemingsniveau. Dit kan als volgt worden toegelicht. Voor een onderneming die extern is gefinancierd, is het ondernemingsrisico verplaatst naar de beleggers, de houders van aandelen en obligaties. Een onderneming die vervolgens bepaalde risico's gaat afdekken, verandert daarmee het risi-

co-profiel van haar aandelen en obligaties. Zijn obligatiehouders of aandeelhouders hiervan gediend als zij het ook zelf kunnen doen? Bestaat er misschien een afweging tussen het afdekken van risico's op het niveau van de onderneming, en dat van de belegger? Deze vragen zijn niet zonder meer te beantwoorden.

Voor het bepalen van onze gedachten gaan we uit van een onderneming die op het eind van het jaar tien miljoen dollar ontvangt. De dollarkoers is momenteel f 1,70. Als de dollarkoers stijgt dan heeft dit een positief effect op het resultaat in gulden van de onderneming; daalt de dollarkoers dan wordt het resultaat dienovereenkomstig negatief beïnvloed. Gemakshalve nemen we aan dat het gehele resultaat wordt uitgekeerd. Het dollarexposure betekent voor de verschaffers van vermogen een winst of verlies van één miljoen gulden bij elk dubbeltje koersverandering. Een onderneming die er voor kiest om te hedgen kan dit voorkomen. Zij kan bijvoorbeeld nu al de koers vastleggen waartegen de dollars op het eind van het jaar worden omgezet in gulden. In 'derivatentaal' de onderneming verkoopt dollars op termijn; voor de echte technuten: zij zou short kunnen gaan in dollar futures. Hiermee is het resultaat van de onderneming en dus de uit te keren vergoeding aan de beleggers, niet meer afhankelijk van de dollarkoers. Het is maar de vraag of de beleggers hier blij mee zijn. Zij hadden immers ook zelf dollars op termijn kunnen verkopen en dus zelf de dollargevoeligheid van hun beleggingsresultaat kunnen wegwerken. Daarbij komt dat beleggers misschien helemaal geen probleem hebben met de dollargevoeligheid. Mogelijk hadden zij tegelijkertijd ook belegd in een onderneming met een tegengestelde dollargevoelig-

heid, en door deze spreiding zelf het valutarisico al uitgeschakeld.

Hedging en doorzichtigheid

Toch is hedging schijnbaar van groot belang. Ondernemingen wringen zich soms in de vreemdste bochten om risico's af te dekken. Zo komt de conglomeraatvorming in de jaren zestig en zeventig gedeeltelijk voort uit een wens tot risicospreiding. In de jaren tachtig tot heden is gebleken dat deze versnippering en verbreding van de ondernemingsactiviteit op gespannen voet staat met efficiënt management. Het credo 'terug naar kernactiviteiten' viert dan ook hoogtij. Voor beleggers zal het combineren van de fabricage van auto's en computers ongetwijfeld risico's kunnen verminderen – een tegenslag op de ene markt kan soms gecompenseerd worden door een gelijktijdige meevalter op de andere markt. Zij kunnen dit zelf echter ook bewerkstelligen bij voorbeeld door gelijktijdig te beleggen in aandelen van zowel een autofabrikant als een computerbedrijf. Maar wat zijn nu de inefficiënties die het bewerkstelligen van risicospreiding op het niveau van de onderneming, zoals bij het auto/computer-conglomeraat, onwenselijk maakt?

Er kan sprake zijn van een gebrek aan synergie, bij voorbeeld expertise die niet uitwisselbaar is. Dit zou kunnen leiden tot een soort verwatering van het management; de aandacht moet verdeeld worden over niet met elkaar samenhangende activiteiten. Ook is het mogelijk dat de urgentie en bereidheid om noodzakelijke harde maatregelen te nemen, vermindert. Het management zou bijvoorbeeld kunnen afzien van het sluiten van onrendabele auto-produktielijnen omdat de verliezen vooralsnog kunnen worden opgevangen of verdoezeld met de opbrengsten uit het computerbedrijf. Deze argumenten staan dicht bij wat wij zien als de kritische determinant van de wenselijkheid van hedging op ondernemingsniveau, namelijk de mate waarin hedging bijdraagt aan de *doorzichtigheid* van de organisatie. Hoewel conglomeraatvorming een vorm is van hedging *vermindert* het de doorzichtigheid van de onderneming. Dit leidt tot een gebrek aan 'accountability' van het management. Hiermee bedoelen wij dat in een ondoorzichtige or-

ganisatie de efficiëntie van het management moeilijk te bepalen is, waardoor het management mogelijk gewrijwaard is van het afleggen van verantwoording.

Hedging echter kan evenzeer de doorzichtigheid van een onderneming vergroten. Dit is ons inziens de belangrijkste determinant die de wenselijkheid van hedging op ondernemingsniveau bepaalt. Als wij even teruggaan naar ons eerdere voorbeeld van de onderneming die geconfronteerd wordt met een fluctuerende dollar dan is daar (impliciet) sprake van een valutarisico dat bij iedereen bekend is, en dus door iedereen gelijk is in te schatten. Dit betekent dat zelfs als de onderneming het valutarisico niet afdekt, het voor iedereen achteraf te bepalen is of een onverwacht hoog of laag resultaat veroorzaakt is door mutaties in de dollar koers, of dat hier andere factoren aan ten grondslag liggen. Het hedgen of niet hedgen beïnvloedt de doorzichtigheid dan dus niet. Dit is anders als wij van een meer realistische situatie uitgaan waarin buitenstaanders het valutarisico van de onderneming maar moeilijk kunnen inschatten, terwijl dit voor de ondernemingsleiding zelf wel mogelijk is. In dit geval is de onderneming minder doorzichtig en heeft het zonder te hedgen de mogelijkheid om – misschien ten onrechte – een tegenvallend resultaat te wijten aan 'valutaire tegenwind'. Hiermee is het gerealiseerde resultaat van de onderneming voor de beleggers minder informatief over de kwaliteiten van het management, en daarmee 'profiteert' het management mogelijk van het eerder genoemde gebrek aan accountability. Het alternatief is dat de ondernemingsleiding de instructie heeft om valutarisico helemaal af te dekken of binnen een bepaalde bandbreedte te houden. Hiermee wordt de informatieve waarde van het te realiseren resultaat vergroot en daarmee de accountability. Het is belangrijk om in te zien dat beleggers door zelf te hedgen deze gewenste doorzichtigheid niet kunnen bewerkstelligen; zij zijn immers in het ongewisse over de mate waarin sprake is van valutarisico.

Geen hedge voor ondernemingsrisico

Betekent het voorgaande dat ondernemingen alle risico's moeten afdek-

De zin van financiële markten (3)

Mede door toedoen van het gebruik van derivaten staat de werking van financiële markten vaak ter discussie. Om helderheid in deze discussie te scheppen schreven A.W.A. Boot en J.E. Ligterink een serie van vijf artikelen, waarin stap voor stap wordt uiteengezet wat de toegevoegde waarde is van financiële markten. In het eerste deel stond de allocatie van vermogen centraal. Het tweede deel handelde over herallocatie van risico. Dit derde deel behandelt de vraag waarom ondernemingen moeten hedgen. De volgende bijdragen gaan in op zinnige toepassingen van derivaten en het verantwoord gebruik van derivaten.

Deel 4 verschijnt op 15 maart a.s.

ken? Het antwoord is ontkennend, natuurlijk niet. De levensvatbaarheid van de ondernemingsactiviteit en haar toegevoegde waarde in het bijzonder komt voort uit het zo goed mogelijk inspelen op ontwikkelingen in de markt, zoals het tijdig ontwikkelen van nieuwe produkten, het aanbieden van nieuwe markten en het aanbieden van superieure service. Deze facetten van het ondernemerschap zijn onlosmakelijk verbonden aan het nemen van risico's. Vele van deze risico's kunnen niet worden afgedekt, omdat zij te zeer afhankelijk zijn van de kwaliteiten en inspanningen van de ondernemer. Zo is er geen verzekering of derivaat te verkrijgen dat uitbetaalt als een nieuw produkt niet aanslaat. De kans hierop is nu eenmaal sterk afhankelijk van zowel de kwaliteit van de ondernemer – bij voorbeeld zijn inzicht in de markt – als van de inspanningen die hij zich getroost heeft. Hoe kunnen we dit verzekeren als alleen de ondernemer het unieke van zijn produkt kent? En spant de ondernemer zich nog wel voldoende in als hij tegen de consequenties van falen is verzekerd? Kortom, het verzekeren van de consequenties van 'het ondernemerschap' is ten enenmale onmogelijk. Het zijn de bijkomende risico's waar de ondernemer geen vat op heeft – zoals valuta- en renterisico's – die voor hedging in aanmerking komen.

De cirkel is nu bijna compleet. Wij hebben gezegd dat hedging op ondernemingsniveau moet plaatsvinden als dit de doorzichtigheid vergroot, en vervolgens dat het afdekken van risico's niet mogelijk is voorzover het risico's betreft waarop de ondernemer

te veel invloed heeft (bij voorbeeld het ondernemingsrisico). Dit laatste komt ons goed uit omdat het belang van doorzichtigheid is gelegen in het kunnen aflezen van de prestaties van het management uit het resultaat. Hiervoor is het uiteraard wenselijk dat het ondernemingsrisico niet is afgedekt.

Een ander argument voor hedging dat erg dicht tegen het belang van doorzichtigheid aanligt is de onwenselijkheid van willekeurige schommelingen in kasstromen en winsten veroorzaakt door factoren die op generlei wijze beïnvloedbaar zijn door het management. De motivatie van het management (en het personeel) is er mee gediend als het resultaat van de onderneming een afspiegeling geeft van hun kwaliteiten en inspanningen; hedgen kan hiertoe bijdragen.

En wat te zeggen over het beheersen van het faillissementsrisico, een toch niet te verwaarlozen factor. Valuta- en renterisico's mogen dan misschien niets te maken hebben met de kwaliteiten van de ondernemer, de onderneming zou door (onverwachte) valuta- of renteschommelingen wel degelijk ten onder kunnen gaan. Hiertegen moet een onderneming zich inderdaad indekken. Dit zorgt er ook voor dat de kasstromen van de onderneming meer voorspelbaar worden waardoor de onderneming een veel geordender en voorspelbaarder beroep kan doen op externe financiers. Het hedging beleid speelt hiermee ook in op de toekomstige liquiditeitsbehoefte van de onderneming. Centraal hierbij staat wederom de doorzichtigheid van de onderneming. Het mag niet zo zijn dat ten behoeve van de voorspelbaarheid de doorzichtigheid wordt aangetast. Inefficiënties zijn dan ons deel. Men denke hierbij aan de eerder gememoreerde voorspelbare conglomeraten. Maar wat betekent dit nu in concreto? Hoe worden financiële instrumenten in de praktijk gebruikt? Wat zijn zinvolle toepassingen? Hierover gaat deel 4.

A.W.A. Boot en J.E. Ligterink

Arnoud W.A. Boot is hoogleraar Financiering aan de Universiteit van Amsterdam en als Fellow verbonden aan CEPR (Londen) en de Stockholm School of Economics. Jeroen E. Ligterink is universitair docent bij de vakgroep Financieel Management aan de Universiteit van Amsterdam.