

Kleine fondsen hebben sterke STE nodig

8 mei 2001 | Het Financieele Dagblad

Door: Boot, A.boot

Arnoud W.A. Boot

Kleine fondsen op de beurs zitten in het verdomhoekje. De ene krantenkop spreekt over 'Kater van de beursgang' en de andere over 'het naderende vertrek van kleinere fondsen'. De geluiden lijken niet helemaal eensgezind. NRC kwam afgelopen zaterdag met de meer opwekkende kop 'Beursgang wordt weer populair'. Nadere bestudering van het artikel leerde echter dat ook hier pessimisme troef was.

Kortom, kleinere fondsen zitten klem. Zij hebben inderdaad een lage waardering en dat is een probleem. De oorzaak hiervan ligt volgens mij zeker niet alleen bij de bedrijven zelf, maar ook bij het gebrekkige toezicht op de Europese beurzen, waar juist de kleinere ondernemingen de dupe van worden. Dit gebrekkige toezicht ondermijnt de kwaliteit van de lokale beurzen en maakt de kleinere fondsen minder attractief voor de steeds internationaler beleggende institutionele beleggers. Hoog tijd dus voor eindelijk serieus toezicht.

De huidige discussie heeft een andere draai genomen. Onderkend wordt dat we naar een pan-Europese financiële markt aan het toegroeien zijn en dat beleggers hierop al vooruitlopen. Zij beleggen in toenemende mate grensoverschrijdend en richten zich hierbij primair op grotere fondsen. De discussie volgende zou de logica hierachter moeten zijn dat er over de grens te weinig informatie is over kleinere fondsen. Deze fondsen leven dus bij gratie van nationale (institutionele) beleggers, maar juist deze zijn zich meer over de grens aan het oriënteren. Kleine fondsen vallen dus tussen wal en schip.

Als dit de verklaring is dan is er slechts een tijdelijk probleem. Dat in een beweging naar meer internationaal gespreide aandelenportefeuilles beleggers zich eerst richten op grote en bekende fondsen is niet echt verrassend. Deze beweging gaat gepaard met een grotere specialisatie, met name richten institutionele beleggers zich steeds meer op sectoren (bedrijfstakken) dan op landen.

Als het sectorbeleggen echt toeslaat, zou ook voor de kleinere fondsen een markt moeten ontstaan, ondersteund door goed geïnformeerde analisten en beleggers. De internationalisatie van de financiële markten hoeft dus uiteindelijk niet ten koste te gaan van kleine ondernemingen.

De suggestie van een 'tijdelijk probleem' is echter te geruststellend. Het 'overgangsprobleem' is heel groot en veelomvattend, en er is wel degelijk actie nodig. De Europese financiële markten zijn ondanks alle heisa over de pan-Europese integratie van financiële markten nog steeds erg nationaal georiënteerd. Grensoverschrijdend beleggen is nog steeds duur. Bovendien is de regelgeving nog steeds erg nationaal georiënteerd. Hetzelfde geldt voor het toezicht op de financiële markten. Deze nationale oriëntatie is met name schadelijk voor de kleinere ondernemingen. Zij zijn het meest gebaat bij een hoogwaardig en gestandaardiseerd toezichtsregime.

Grote ondernemingen hebben hier ook baat bij, maar kunnen zich hier iets aan onttrekken omdat ze meer in de 'picture' staan en dus automatisch worden blootgesteld aan internationale discipline. Kleinere fondsen zijn in hoge mate afhankelijk van de kwaliteit van de lokale markt, en zijn met de huidige praktijk niet interessant voor internationale beleggers. Geen wonder dat ze tussen wal en schip vallen.

Tegen deze achtergrond is het ook niet verrassend dat nieuwe markten zoals Nmax (Amsterdam), Neue Markt (Frankfurt) en vergelijkbare initiatieven in Engeland, Frankrijk en België niet goed lopen. In een internationaal netwerkverband (Euro-NM) zouden deze een stimulans moeten geven aan de beursgang en doorgroei van nieuwe ondernemingen. De kwaliteit van deze markten is onvoldoende gewaarborgd. Juist op deze markten is zeer nauw toezicht nodig met goed nageleefde toelatingseisen. Hiervan is geen sprake. Het is dan ook niet verwonderlijk dat deze markten het heel moeilijk hebben.

Het probleem met de regelgeving en toezicht blijkt dagelijks. We hoeven alleen maar de macht van de Nederlandse waakhond op de beurs, de STE, te vergelijken met die van zijn Amerikaanse evenknie, de SEC. Insider trading, agressieve aandelentransacties door bestuurders van ondernemingen, koersmanipulatie en gerommel met noteringseisen zijn de praktijk in de Europese financiële markten. De veel agressievere vervolgingspraktijk in de Verenigde Staten en inderdaad de veel grotere macht van de SEC zijn juist ook in Europa bittere noodzaak.

Er is sprake van een patstelling. De vraag is welke conclusie met name kleinere ondernemingen daaruit moeten trekken. De financiële markten geven over de brede linie kleinere ondernemingen een lage waardering. Het gebrek aan attractiviteit is ook self-fulfilling: weinig vraag naar deze fondsen ondermijnt de liquiditeit hetgeen de verhandelbaarheid verder aantast.

Het (bijna) uniforme advies is om te overwegen om van de beurs af te gaan, of juist via groei (acquisities of anderszins) in de picture te komen. Dat vereist echter een gedegen afweging.

Ongetwijfeld hebben veel ondernemingen de lage waardering ook aan zichzelf te wijten. Internationalisering vereist dat genoteerde ondernemingen, klein en groot, leren communiceren naar de markt. Investor relations, gefundeerd op een transparante bedrijfsvoering, een duidelijk verhaal en verantwoording naar de markt, is van toenemend belang.

Ook mankeert het ongetwijfeld vaak aan een minimale corporate governance-ethiek. Een beursnotering vereist dat er verantwoording wordt afgelegd. Ik herinner mij een voormalig bestuursvoorzitter van de Amsterdamse beurs die ondernemingen aanmoedigde om een minderheidsbelang naar de beurs te brengen omdat op die manier geen zeggenschap verloren zou gaan. Dat een op die basis gemotiveerde beursgang geen echt groot enthousiasme kweekt zal niet verbazen.

Maar bovenal moet met grote haast worden gewerkt aan de kwaliteit van de markt. Regelgeving en toezicht schieten tekort. Het gebrek aan legitimiteit van de financiële markten rijdt de kleinere ondernemingen in de wielen. Deze dreigen het kind van de rekening te worden.

Arnoud W.A. Boot is partner bij McKinsey & Co en hoogleraar financiële economie aan de Universiteit van Amsterdam

Metadata	
Publicatie Datum	dinsdag, 8 mei 2001 0:00
Auteurs	Boot, A.boot
Bedrijven	STE Stichting Toezicht Effectenverkeer
Bron	Het Financieele Dagblad
Copyright Jaar	2001
Categorie	Optiek