

Credit ratings disciplineren aandeelhouders

27 maart 2001 | Het Financieele Dagblad

Door: Boot, A.boot

Arnoud W.A. Boot

Zijn credit ratings van belang? Voor ieder die de kranten volgt is dit een overbodige vraag. De slechte credit ratings van telecombedrijven drijven hun rentelasten op. Financiële instellingen zien hun credit rating als maatstaf voor financiële soliditeit, en tot voor kort was een 'triple A' rating voor banken het walhalla.

Maar toch, dit is te simplistisch. Een AAA rating klinkt mooi, maar betekent niet veel meer dan dat het betreffende bedrijf heel weinig risico's neemt. Een bank die al haar geld in kortlopende Nederlandse staatsobligaties stopt zal met een miniem eigen vermogen een AAA-rating op haar vreemd vermogen kunnen krijgen. Is dat goed? Niet echt, misschien is zo'n rating wel een bewijs van gebrek aan inventiviteit en ondernemersgeest. Ondernemerschap is risico's nemen. De credit rating zelf mag dus geen doel zijn, hoogstens een randvoorwaarde.

Een analogie doemt op bij de overheid. De onvolprezen, doch volslagen arbitraire 'Zalnorm' staat onder druk. Zalm wil onverkort vasthouden aan deze rating voor de overheidsfinanciën. Anderen stellen terecht dat zinvolle, en dus productieve overheidsuitgaven (zorg, onderwijs) niet belemmerd mogen worden door zo'n arbitraire norm. Maar waarom is het toch zinvol om zo'n norm te hebben, en dat een minister hieraan zijn lot verbindt? Eén woord: discipline. Het vastleggen van een norm dwingt grotere verantwoording af. De overheid kan in een periode van hoogconjunctuur en dus overvloedig binnenstromend geld, dit geld niet automatisch uitgeven. De Zalm-norm voorkomt dit. Wat niet goed is, is dat de Zalnorm het ook nog eens verbiedt. Zelfs met een waterdichte onderbouwing mag niet van de norm worden afgeweken. Voor ondernemingen en credit ratings geldt hetzelfde. Zinvolle investeringen moeten worden ondernomen. Dat een verslechtering van de rating een gevolg kan zijn, mag geen reden zijn om af te zien van die investeringen.

Soms zijn het echter externe niet-voorzien omstandigheden die leiden tot een verslechtering van de rating. Telecombedrijven hadden een voorschat genomen op toegankelijke kapitaalmarkten, en grote investeringen gedaan met geleend geld, anticiperend op een aandelenemissie. Toen de aandelenmarkten plotseling opdroogden, stonden de credit ratings onder druk. Het is te makkelijk om de bedrijfstak hiervoor te bekritisieren en de eerlijkheid gebiedt te constateren dat met name de financiële sector de telecombedrijfstak op het verkeerde been had gezet. Investmentbanks, neutraal geachte analisten, fondsmanagers van beleggingsfondsen, allen zagen de bomen tot in de hemel groeien. Voor hen was de winnaar die partij die met de meest agressieve strategie de markt probeerde te veroveren. We hebben het gezien.

Ook de credit rating agencies konden niet ontkomen aan de euforie. Hebben zij (voldoende) gewaarschuwd tegen strategieën die afhankelijk waren van de torenhoge beurskoersen, en de onbeperkte toegankelijkheid van nieuw aandelenkapitaal? Neen, credit rating bureaus hebben de schijn tegen. Zij komen pas met waarschuwingen en 'down grades' als het kalf al bezig is te verdrinken. Op zich is dit niet verwonderlijk. Een van de centrale thema's in de financiële literatuur is de efficiëntie van financiële markten. Dit betreft de informatieverwerkingscapaciteit van financiële markten. Markten blijken redelijk goed in staat om publiek beschikbare informatie te verwerken. Als dit zo is dan hebben credit ratings alleen enige waarde als deze informatie bevatten die nog niet in de markt bekend was.

Ook het aandeelhoudersdenken heeft een knauw gekregen. Analisten zijn verziekt door de tot in het extreme doorgetrokken gedachte dat eigen vermogen duur is en vreemd vermogen goedkoop. De financieringstheorie verzet zich nadrukkelijk tegen deze simplistische gedachte. Hoewel door belastingeffecten vreemd vermogen enigszins wordt gesubsidieerd, zijn er allerlei andere pro's en contra's.

Eigen vermogen biedt niet te onderschatten strategische voordelen, en het verschaft flexibiliteit. Juist in deze tijd van acquisities en kwartetten met bedrijven en bedrijfsonderdelen biedt het snel over de brug kunnen komen met grote hoeveelheden geld grote voordelen. Dus financieel conservatief want dat maakt het snel kunnen aantrekken van nieuw vermogen veel makkelijker. Tegelijkertijd maak je jezelf minder afhankelijk van de wispelturige financiële markten. Dit op zichzelf maakt credit ratings nog niet heel belangrijk, behalve dan dat bedrijven die zich conservatief financieren (en dus niet zo afhankelijk zijn van de financiële markten) automatisch een relatief hoge credit rating hebben.

Diezelfde analisten zullen roepen dat bij een conservatieve financiering de ondernemingsleiding minder wordt 'gedisciplineerd' door die financiële markt - 'zij ontloopt de tucht van de financiële markt'. Misschien, maar niet te ontkennen valt dat de druk en de tucht die uitgaat van concurrenten en de snel wijzigende afzetmarkten, heel groot is en ondernemingen voldoende op scherp zet. Het is onverantwoord om je reactiesnelheid in de afzetmarkten afhankelijk te maken van de wispelturige en door hypes beïnvloede financiële markten. Maar natuurlijk is dit geen vrijbrief om niet goed te communiceren met de financiële markt. Op langere termijn heb je de markten nodig, ook wil je relatief tot andere bedrijven een hoge aandelenkoers hebben. Op dit punt kan en mag je de discipline van de financiële markt niet ontlopen. Een goede corporate governance is dus cruciaal.

Maar wat is nu de waarde van credit ratings? In recent onderzoek samen met Todd Milbourn van Washington University in de Verenigde Staten laat ik zien dat ratings een belangrijke rol kunnen spelen als coördinatiemechanisme in de financiële markten (www.fee.uva.nl/fm/). De kern van onze analyse is dat rating agencies impliciete contracten aangaan met ondernemingen, wat hun gedrag voorspelbaarder en doorzichtiger maakt. Ratings zijn dus ook een soort disciplineringsmechanisme. En hun waarde is eigenlijk een soort correctie op het naïeve aandeelhoudersdenken.

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

Metadata

Publicatie Datum	dinsdag, 27 maart 2001 0:00
Sectoren	Telecommunicatie
Producten	telecommunicatieinformatie-industrie
Auteurs	Boot, A.boot
Bron	Het Financieele Dagblad
Copyright Jaar	2001
Categorie	Optiek
Pagina Nummer	11
Volgnummer	6