

Recente ontwikkelingen in financieel risico-management

Piet Duffhues

SAMENVATTING Financieel risk management (frm) maakt deel uit van het meer algemene risicomanagement dat de regulering van risico's en de financiering van verliezen die kunnen voortkomen uit het lopen van risico's, bestudeert. Als invalshoek is gekozen voor het 'corporate' risk management. De theoretisch ideale benadering is de geïntegreerde of 'holistische' benadering, ook wel aangeduid als 'enterprise risk management'. Naast belangrijke bijdragen aan de waarde van de onderneming heeft risk management ook als belangrijk nadeel dat het kan leiden tot een overmatige toeneming van de financiële autonomie van het management, waaruit een gebrek aan transparantie kan voortvloeien. Ter verbetering van de inzichtelijkheid in de prestaties van ondernemingen wordt een model van een 'gesegmenteerde marktwaardebalans' voorgesteld.

1 Financieel risk management

Financieel risicomanagement is dat terrein van de economie dat zich bezighoudt met de bestudering van de relatie tussen risico en verwacht rendement met bijzondere aandacht voor transacties op financiële markten. Behalve een terrein van studie is er vanzelfsprekend ook het praktische financieel risk management. Omdat naast ondernemingen en non-profitorganisaties (zoals overheden) ook individuen zich geconfronteerd zien met de gevolgen van risico's, is in feite ieder economisch subject een risicomanager. Afhankelijk van de context waarin risico en rendement tot een afweging moeten worden gebracht, kunnen dan ook meerdere deelbegrippen van financieel risk management worden onderscheiden. Het financieel risk

management van ondernemingen ('firm's risk management') betreft de afweging van risico en rendement tegen de achtergrond van ondernemingsactiviteiten, ongeacht de rechtsvorm of de grootte van de onderneming. Betreft het specifiek de grote beursondernemingen, dan spreekt men van vennootschappelijk risk management ('corporate risk management'). Betreft het de privé-sfeer van individuen, dan kan dit worden aangeduid als 'privaat risk management'. Voor overheidsorganisaties kan worden gesproken van 'publiek risk management'.

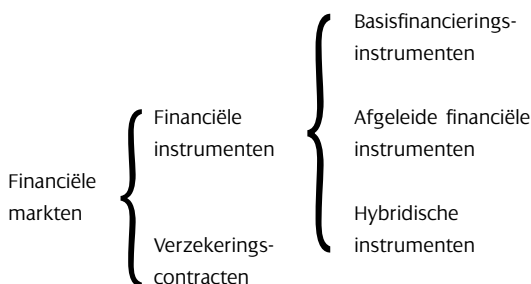
Risicomanagement houdt in de regulering van risico's door het nemen van daarop gerichte maatregelen in de reële en/of financiële sfeer, en, voor het geval dat dat niet lukt, het financieren van verliezen die voortkomen uit het lopen van risico's. Daarbij treden twee mogelijkheden op. Mogelijkheid 1 is dat dankzij een verzekeringsovereenkomst derden, verzekeraars, het verlies dragen. Mogelijkheid 2 is dat het economisch subject het opgetreden verlies zelf draagt.

De bijzondere aandacht voor financiële markten in de definitie van financieel risk management vraagt om een nadere uitleg over de vraag welk type transacties dit betreft. Transacties op financiële markten delen wij in in transacties op de geld- en kapitaalmarkten, de valutamarkt, de verzekeringsmarkt en de markt voor derivaten ofwel afgeleide financiële instrumenten. Op financiële markten vindt de handel plaats in financiële instrumenten en verzekeringscontracten (Tabel 1). We onderscheiden drie soorten financiële instrumenten (Duffhues, 1994, 1997, 2000; Boot en Duffhues, 1997). In de eerste plaats de basisfinancieringsvormen, zoals aandelen en obligaties. In de tweede plaats de afgeleide financiële instrumenten ofwel financiële derivaten, zoals forwards, futures, swaps en opties. In de derde plaats de samengestelde of hybride financiële instrumenten. Dit zijn combinaties van een basisfinancieringsvorm en een of meer derivaten, zoals een converteerbare obligatielening of een bankkrediet met een ingebouwde cap. Op de verzeke-

Prof. Dr. P. J.W. Duffhues is hoogleraar Ondernemingsfinanciering KUB en Director of Studies aan Tias Business School, Tilburg.

ringsmarkt worden verzekeringscontracten verhandeld. Deze vertonen op vele punten een gelijkenis met financiële instrumenten en worden om die reden gerekend tot de producten van de financiële markten. In sommige gevallen zijn het nagenoeg substituten voor financiële instrumenten. Op vrijwel alle financiële markten heeft zich in de afgelopen twintig jaar een sterke uitbreiding van het aanbod van instrumenten en contractvormen voorgedaan, waardoor het klassieke maar simpele aanbod van standaard aandelen en -obligaties respectievelijk standaardverzekeringsvormen aanzienlijk is aangevuld. De vereiste kennis om op verantwoorde wijze om te gaan met deze nieuwe situatie is met de toegenomen complexiteit aanzienlijk toegenomen.

Tabel 1. Een indeling van financiële markten naar de aard van de verhandelde instrumenten en contracten



Dit artikel gaat over corporate risk management. Het beschrijft theoretische en praktische ontwikkelingen. Eerst wordt in paragraaf 2 gewezen op enkele praktische voorbeelden van tekortschietend risk management in een Amerikaanse en een Nederlandse onderneming.

Vervolgens wordt in paragraaf 3 de relatie tussen de toegenomen informatie-efficiëntie van financiële markten en de noodzaak van risk management geanalyseerd. Dit levert een defensief motief op ten gunste van corporate risk management. In paragraaf 4 worden de merites van corporate risk management belicht vanuit de ondernemingsdoelstelling. Hieruit vloeit de conclusie voort dat risk management op geïntegreerde basis moet plaatsvinden. Niet minder dan zes deelterreinen van financieel management blijken bouwstenen op te leveren voor deze integratie. Deze theoretisch ideale (holistische) benadering raakt meer en meer bekend als Enterprise Risk Management waarbinnen onder andere 'geïntegreerde risico-verzekeringscontracten' een plaats krijgen. Paragraaf 5 analyseert enkele belangrijke schaduwzijden van cor-

porate risk management, waaronder de toegenomen financiële autonomie van het management. Gewezen wordt op de overmatige aandacht in de financiële wereld voor de winst per aandeel als prestatie maatstaf en de veelal onzichtbare bijdrage van de financiering met vreemd vermogen aan dit kengetal.

Als correctiemechanisme resulteert hieruit in paragraaf 6 een voorstel tot invoering van een nieuw type balans: de gesegmenteerde marktwaardebalans. Deze verbindt de boekwaardebalans met de financiële markten door de positieve of negatieve meerwaarden expliciet te vermelden. Een korte nabespreking van deze balans met betrekking tot de eerder genoemde twee ondernemingen volgt in paragraaf 7. In paragraaf 8 volgt een samenvatting van het artikel en worden enkele conclusies geformuleerd.

2 Voorbeelden van praktisch corporate risk management

De financiële pers bericht met grote frequentie over posities die grote ondernemingen blijken te hebben ingenomen op financiële markten. De grootste aandacht gaat daarbij uit naar de posities met een negatieve afloop, dat wil zeggen wanneer er een, meestal groot, verlies is geleden op een of meer transacties. We bespreken in het kort twee voorbeelden uit de praktijk.

2.1 Enron Energy, Inc. (USA)

Recentelijk zijn de commentaren vooral gewijd aan de teloorgang van de Amerikaanse beursgenoteerde energiehandelsonderneming Enron, de zevende in ondernemingsgrootte op de lijst van Fortune 500 in Amerika. De marktwaarde van deze onderneming was begin 2001 nog \$ 60 miljard; medio december 2001 was deze ongeveer 99% gedaald als gevolg van een verbluffende, zeer snelle ineenstorting van de onderneming door een acute vertrouwenscrisis. Deze implosie¹ ontstond met name nadat op 16 oktober 2001 onverwacht een substantieel kwartaalverlies werd aangekondigd na afboeking van een enorm bedrag rechtstreeks ten laste van het eigen vermogen. De bron van de verliezen is niet duidelijk, maar de indicaties gaan richting verliezen op handelsposities in energiederivaten die voor de buitenwacht onzichtbaar waren gebleven. Op 8 november werd gepubliceerd dat de gerapporteerde winst in de afgelopen 4,75 jaar ten minste 15% was overschat. Op zondag 2 december 2001 vroeg de directie bescherming aan onder hoofdstuk 11 van de Amerikaanse faillissementswetgeving. Achteraf bleek dat vrijwel niemand

begreep op welke wijze Enron in de voorbije jaren winst had gemaakt. Overmoed in kringen van het management van Enron voorkwam dat lastige vragen van buitenstaanders over de precieze winstbronnen werden beantwoord zolang de beurskoers steeg en gepubliceerde winsten zich gedroegen volgens een door de directie voorspeld patroon tot de crash intrad. 'The Enron story is down to breath-taking arrogance', schreef een Engels financieel weekblad². De financiële wereld likt haar wonden, want zaken doen met het grote Enron was een must waaraan weinigen zich durfden te onttrekken. Dit stemt opmerkelijk overeen met de toenmalige reacties op het echec van het Amerikaanse hedge fund Long Term Capital Management dat in 1998 schokgolven veroorzaakte in het financiële systeem. Hetzelfde geldt voor de man die de Britse bank Barings in 1994 tot ondergang bracht: het was niet betamelijk om deze medewerker (Leeson) kritisch te volgen.

2.2 KPN N.V.

In een geheel ander kader dan Enron heeft men in Nederland kunnen observeren hoe een drama zich kon voltrekken bij de ex-overheidsonderneming KPN N.V. Door in de periode maart/mei 2000 niet op tijd de aandelenemissiemarkt te benutten nadat de onderneming zich tot zeer grote bedragen had gecommitteerd in langetermijninvesteringen, waarvan bekend was dat de prijs aan de zeer hoge kant en het rendement dus onzeker was, hield deze onderneming grote ondernemingsrisico's vast die haar bijna fataal zouden worden. Met groot gemak had de onderneming deze risico's van zich kunnen afschudden door een beroep te doen op de allocatiefunctie van de vermogensmarkt. Beleggers hadden een aandelenemissie gretig geabsorbeerd tegen koersen van 40 à 60 euro per aandeel. De onderneming kwam na lange aarzeling om te emitteren in een spiraal van neergang en vertrouwensverlies terecht, waaruit ze zich voorlopig alleen heeft weten los te weken dankzij de loyale houding van de centrale overheid, die als grootaandeelhouder ten volle heeft meegewerkt aan een grote emissie van aandelen die uiteindelijk in december 2001 toch nog heeft plaatsgevonden, zij het tegen een zeer lage prijs per aandeel van nog geen 5 euro.

2.3 Tekortschietend risk management

In beide gevallen, Enron en KPN, zijn de gevolgen van de fouten op het gebied van risk management dramatisch. Niet alleen hebben de aandeelhouders enorme verliezen geleden en is er, misschien zelfs blij-

vende, grote schade toegebracht aan de reputatie van deze ondernemingen en hun managers, ook de werknemers, de pensioentrekkers en de leveranciers hebben grote schade geleden.

Hoewel de bron van de problemen bij de twee ondernemingen van financiële aard was, was er toch een opmerkelijk verschil. Werd Enron vooral tot wankele gebracht door de gevolgen van gevaarlijke off-balance sheet-activiteiten van het management waarin de leiding geen duidelijk inzicht zegt te hebben gehad, maar waarvan vaststaat dat sommige leidinggevendend persoonlijk profijt hadden, bij KPN ging het om een dramatische fout bij een on-balance-activiteit in casu om het niet uitbreiden van het eigen vermogen door uitgifte van nieuwe aandelen, terwijl dat bedrijfseconomisch gezien noodzakelijk was. Dit kan in beide gevallen worden samengevat als tekortschietend risk management van de ondernemingen. De ex-directeur van Enron gaf toe dat hij niet op de hoogte was van de specifieke structuur van sommige off-balance sheet-samenwerkingsverbanden (Financial Times, 24 december, 2001); daardoor schoot hij tekort in het dragen van verantwoordelijkheid voor het wel en wee van de onderneming. Enron ging in belangrijke mate ten onder aan wat in de financieringsliteratuur wordt aangeduid als agency-problematiek – het belangenconflict tussen leiding en eigenaren. KPN kwam in grote problemen doordat het feitelijk financieringsgedrag van het management niet verder reikte dan het model van de perfecte vermogensmarkt van Modigliani-Miller uit 1958. Dit model houdt in dat onder sterk vereenvoudigende veronderstellingen de vermogensstructuur van een onderneming niet ter zake doet voor de waarde van de onderneming. KPN-managers hebben een financieringsgedrag vertoond dat niet strijdig was met dit model. De perfecte vermogensmarkttheorie was echter niet van toepassing op deze onderneming die failliet kan gaan en daardoor waarde kan vernietigen.

Er was ook een duidelijke overeenkomst tussen de twee ondernemingen. Het stootblok aan risicodragend vermogen was te klein voor de op hubris gebaseerde, zeer ambitieuze plannen van het management van beide ondernemingen. Groei omwille van de groei met de daaruit voortkomende zeer grote vermogensbehoefte lijkt in beide gevallen een goede typering van de primaire doelstelling van de onderneming. Empirisch scoren snelle groeiers gemiddeld genomen echter zwak op het gebied van het scheppen van marktwaaarde (Soenen en Duffhues, 2001). Tekortschietend risk management, vaak (ook in de twee genoemde voorbeelden) blijkend uit een overmaat aan vreemd vermogen, in combinatie met een hoge groei van de onderne-

ming is een uitstekende voedingsbodem voor het doen ontstaan van ernstige toekomstige financiële problemen die het voortbestaan van een onderneming gemakkelijk kunnen aantasten.

3 Toegenomen marktefficiëntie: defensief motief ten gunste van risk management

De versnelling van het proces van informatieverbreiding die mogelijk is gemaakt door de revolutie op het gebied van de informatietechnologie in de jaren tachtig en negentig van de vorige eeuw, heeft de financiële en aanverwante markten meer en meer 'informatie-efficiënt' gemaakt. Hieronder wordt verstaan de snelheid van en de intensiteit waarmee nieuwe informatie wordt opgenomen in de marktprijzen van financiële instrumenten. Deze snelheid en intensiteit zijn belangrijk vergroot, zodat de markten steeds efficiënter en daarmee meer onvoorspelbaar zijn geworden. Dit heeft het belangrijke gevolg dat de tijd die beschikbaar is voor het uitvoeren van corrigerende transacties op financiële markten als reactie op het ontstaan van nieuws steeds krappere wordt. Daardoor neemt het belang van financieel risk management versneld toe op straffe van 'achter het net te vissen', omdat men te laat op de markt verschijnt en het nieuws reeds is neergeslagen in nieuwe, volledig aan dat nieuws aangepaste, prijzen. Meer marktefficiëntie leidt, aldus gezien, niet tot minder, zoals vaak wordt gedacht, maar juist tot meer behoefte aan financieel risk management (Duffhues, 2000). Ook het systeemrisico – dat is het risico van totale ontredde van het financiële stelsel van een economie – neemt toe naarmate financiële markten meer efficiënt worden. Verwaarlozing van de hier liggende verantwoordelijkheid door de managers van ondernemingen, stelsels van banken en individuen kan en zal dan ook meer en meer tot grote schokgolven kunnen leiden bij individuele marktpartijen en op de financiële markten als geheel, doordat economische subjecten plotseling kunnen worden geconfronteerd met grote verliezen of winsten. Het Enron-drama is hiervan een goed voorbeeld in de ondernemingssfeer³. Een ander goed voorbeeld – nu liggend in de beleggingssfeer – zijn de grote verliezen van beleggers als gevolg van de ineenstorting van de marktprijzen van de aandelen van bedrijven uit de nieuwe economie (waartoe ook KPN en Enron kunnen worden gerekend) in de periode april 2000 tot eind 2001.

De toenemende kans op het optreden van (positieve en negatieve) schokgolven in de economie van individuele productie- en gezinshuishoudingen en zelfs van nationale economieën (Argentinië) als gevolg van het

beschikbaar komen van nieuwe informatie, impliceert dat primair de ondernemingen zelf steeds alerter moeten zijn op bedreigingen met het doel de continuïteit veilig te stellen. Dit is een defensief motief voor meer corporate risk management in het belang van de aandeelhouders en alle andere stakeholders. Secundair geldt deze defensieve opstelling ook voor beleggers.

4 Offensief motief ten gunste van corporate risk management

Ondernemingen beschikken tegenwoordig over een aanzienlijk verbeterde planningstechnologie voor de realisatie van alle bedrijfsprocessen. Dit stelt verhoogde eisen aan de timing van de beschikbaarheid van vermogen voor de uitvoering van investeringen op straffe van onderinvestering. Risk management verhoogt de graad van onafhankelijkheid van de onderneming ten opzichte van de financiële markten, wanneer hierdoor de volatiliteit van de kasstromen wordt gereguleerd. Dit motief voor risk management is duidelijk meer offensief van aard. De interne financieringsbronnen kunnen door risk management scherper worden bewaakt en de planbaarheid van de ondernemingsactiviteiten worden vergroot. De onderneming wordt minder kwetsbaar voor een grillig emissieklimaat, zodat investeringen niet behoeven te worden uit- of afgesteld. Behalve door de volatiliteit van de winst te bewaken, kan het risk management ook in praktijk worden gebracht door het behalen van zeer veel winst, het bij een gegeven winst maximaliseren van de winstinhouding en het verlagen van de investeringen.

4.1 Geïntegreerd corporate risk management

De reductie van de volatiliteit van de intern beschikbare geldstroom en de bescherming tegen marktrisico's kan in de investerings sfeer op verschillende manieren worden gearrangeerd:

- door de operationele kasstroom te ontdoen van rigide componenten door het inbouwen van 'built in stabilizers' (bijvoorbeeld lonen flexibiliseren door koppeling aan omzet, of aan vreemde valuta, of kunnen overschakelen op flexibele productiemethoden als de prijsontwikkeling van een grondstof of energie daartoe aanleiding geeft);
- door de operationele kasstroom als zodanig extern te verzekeren;
- door het bundelen van onderling laagcorrelerende activiteiten in de investeringsportefeuille. Hier komt de relevantie van ook het specifieke (en dus het totale) risico tot uitdrukking.

Corporate risk management blijft echter niet beperkt tot het terrein van de investeringsbeslissingen. Vijf andere deelgebieden zijn:

- a het vraagstuk van de vermogensstructuur;
- b het vraagstuk van het dividendbeleid;
- c het vraagstuk van de zeggenschap;
- d het vraagstuk van het gebruik van derivaten;
- e het vraagstuk van de externe verslaggeving.

Deze brede opsomming van risicobeheersingmethoden rekent af met de opvatting dat het gebruik van derivaten kenmerkend zou zijn voor risk management. Risico's kunnen worden beheerst door de keuze van de activiteiten van de onderneming, de productie methoden, de vermogensstructuur, het dividendbeleid, de eigendomsstructuur, het systeem van winst- en vermogenspresentatie en het gebruik van derivaten. Een onderneming die geen derivaten gebruikt, kan dus wel degelijk over een uitstekend risk management beschikken⁴. Hierna volgt een korte toelichting op de deelgebieden a t/m e.

Ad a) Alleen reeds door het uitgeven van onderscheiden vermogenstitels die meer of minder risicodragend zijn, pleegt een onderneming corporate risk management. Voorts kan door het construeren van aangepaste vermogensvormen worden voorkomen dat een 'lemons'-probleem ontstaat, waardoor de markt niet goed zou kunnen functioneren. Hierdoor dalen de kosten van externe financiering (Schmeits, 1999). Voorbeelden zijn converteerbare obligaties en het uitgeven van put warrants. Put warrants geven de houder het recht om een vermogenstitel terug te geven aan de onderneming tegen een vooraf overeengekomen prijs.

Ad b) Ook door het dividendbeleid meer liquiditeitsgedreven te maken, is een dreigende verstoring van het investeringsproces op te lossen. Door hogere of lagere contante dividenden uit te keren – al dan niet in combinatie met 'papieren' dividenden – kan de uitgaande geldstroom voor dividenden worden gereguleerd en daarmee de verstoring worden gemitigeerd.

Ad c) Door meer effectieve zeggenschap toe te kennen aan externe vermogensverschaffers, kan het geëiste rendement worden verlaagd en derhalve de financierbaarheid verbeterd. Het opheffen van beschermingsconstructies is hiervan een voorbeeld.

Ad d) Door derivaten te gebruiken kunnen kasstromen snel en op een relatief goedkope manier worden beschermd tegen tegenvallende ontwikkelingen, zodat

voldoende middelen beschikbaar komen voor investeringen. Hieruit blijkt dat deze bescherming niet de prentie heeft om prijsvoordelen te behalen op de markt van het financiële derivaat, maar de beschikbaarheid van een benodigde geldstroom veilig wil stellen. Een voorbeeld van het beheersen van de interne geldstroom is de afgifte van personeelsopties die contante loonbetalingen substitueren in ruil voor papieren rechten, zoals in het najaar van 2001 bij het noodlijdende telecombedrijf KPN heeft plaatsgevonden⁵. Een ander voorbeeld is het verlaten van een strategie om langetermijnrelaties met vaste leveranciers tegen vaste prijzen aan te houden en het entameren van flexibele, meer onafhankelijke contacten met wisselende leveranciers en variabele prijzen. De inkopende onderneming is hierdoor minder gebonden aan de leveranciers, hetgeen onder andere door het vermijden van conflict-haarden kostenvoordelen kan opleveren. Het nadeel van de variabiliteit van de prijs (zoals rente, valuta en grondstoffenprijs) moet dan wel worden afgedekt⁶. Dit kan veelal worden gerealiseerd met derivaten.

Ad e) Ook door het inzicht in de resultaten en de financiële positie van de onderneming te verbeteren, wordt de informatieafstand tot de financiële markt kleiner en wordt het 'lemons'-probleem afgezwakt. Dit vergemakkelijkt de financiering van de onderneming en maakt deze goedkoper.

Samenvattend kan worden gesteld dat verstoringen in de investeringssfeer, vooral wanneer deze worden veroorzaakt door het bestaan van informatieasymmetrie tussen het management en de financiële markten, kunnen worden gemitigeerd door een *combinatie van maatregelen* die hetzij aangrijpen in de investeringen zelf, hetzij in de vermogensstructuur, hetzij in het gebruik van financiële derivaten, hetzij in het dividendbeleid, hetzij in het zeggenschapsbeleid, hetzij in het verslaggevingsbeleid, hetzij in al deze zes gebieden samen. Al deze acties vallen onder de term corporate risk management. De onderneming zal streven naar het optimaliseren van de *combinatie* van de maatregelen op deze zes deelgebieden. Het gebruik van derivaten heeft daarbij in zoverre een streepje voor op de andere methoden dat, zoals reeds opgemerkt, de risicoherschikking snel en relatief goedkoop kan worden gerealiseerd. Algemeen doel is het ontlopen van de kostenverhogende werking van een beroep op de emissie-markten voor obligaties en/of aandelen en het vermijden van marktwaardeverliezen door verstoring van de investeringen. Voor middelgrote en kleine beursondernemingen zijn de potentiële voordelen van risk management nog groter dan voor grote beursfondsen,

omdat deze meer kwetsbaar zijn en over minder financieringsmogelijkheden beschikken (Moore, Culver en Masterman, 2000). De met de genoemde acties samenhangende besparingen aan kosten op kasbasis en kosten in de zin van opportuniteitskosten kunnen worden geïnterpreteerd als de netto contante waarde van de op stabiliteit van de beschikbaarheid van interne financiering gerichte maatregelen. Alternatieve combinaties of pakketten van beleidsmaatregelen op deze gebieden zullen een onderling verschillende invloed hebben op de netto contante waarde van de onderneming. De combinatie die de hoogste positieve bijdrage aan de netto contante waarde belooft af te werpen, kan worden aangeduid als de optimale risk managementstrategie (Duffhues, 2000).

In de meeste gevallen zal de verbetering van de netto contante waarde van de onderneming niet alleen kunnen voortkomen uit slechts een van de zes genoemde pijlers onder het risk management. Het is bijvoorbeeld nogal bezwaarlijk om op grond van de financierbaarheid van de investeringen, derhalve uit liquiditeitsoverwegingen, in een bepaald jaar plotseling in het geheel geen dividend meer uit te keren als jarenlang wel dividend is uitgekeerd. Hiervan zou gemakkelijk een negatief signaal naar de financiële markten kunnen uitgaan, waardoor het middel erger is dan de kwaal: de marktwaarde zou mogelijk aanzienlijk dalen. Het oplossen van het ene probleem zou dan een ander, mogelijk groter probleem doen ontstaan. Een subtiele afweging van deelaspecten in een totale, geïntegreerde beslissing is dan ook steeds vereist. *Corporate risk management vereist dan ook altijd een geïntegreerde benadering met aandacht voor alle zes onderscheiden deelbeslissingsgebieden. Vanwege de vrijwel continue verandering van de reële en financiële variabelen moeten de posities van een onderneming bovendien doorlopend worden bewaakt* (Duffhues, 2000). In de literatuur is dan ook een tendens waarneembaar om te komen tot wat wordt genoemd 'Enterprise Risk Management'.

4.2 Enterprise Risk Management

De tendens om ondernemingsrisico op ondernemingsniveau, dat wil zeggen als geïntegreerd pakket, te beheersen – de holistische benadering van corporate risk management – moge theoretisch vanzelfsprekend lijken, maar is nog lang geen praktijk. Toch neemt de belangstelling toe onder invloed van gebleken tekortkomingen van al te partiële benaderingen (Metallgesellschaft A.G., Enron, Inc.) en voorts door de toegenomen aandacht voor het scheppen van aan-

deelhouderswaarde als ondernemingsdoelstelling waarin risicobeheersing een essentiële rol speelt. Beide overwegingen worden versterkt door de toegenomen aandacht voor de kwaliteit van de corporate governance van ondernemingen⁷. Corporate governance stimuleert aandacht voor risk management.

In de meer partiële benadering van risk management paste het sluiten van verzekeringen voor duidelijk herkenbare, separate risico's, zoals tegen brandgevaar en natuurrampen. Later werd daaraan toegevoegd het risico van kredietwaardigheid van vorderingen. Deze ontwikkeling ging gepaard met het toenemend besef dat risk managers een keuze moesten maken uit alternatieve oplossingen: hetzij verzekeren, hetzij zelf dragen, maar dan wel andere maatregelen nemen, bijvoorbeeld zelf de kredietwaardigheid van een potentiële afnemer beoordelen en bewaken of een gebouw verstevigen door extra investeringen. Vanaf de jaren zeventig van de vorige eeuw traden valutarisico's, renterisico's, grondstoffenprijsrisico's en aandelenrisico's op de voorgrond en werden financiële instrumenten ontwikkeld om hiermee om te gaan. In dat stadium was een partiële, ad hoc oplossing de praktijk, op dezelfde wijze als de verzekeringscontracten. Elk risico werd, als het werd afgedekt, afzonderlijk afgedekt. Toch ontstond reeds een notie van een afwegingsproces, omdat de nieuwe financiële instrumenten in menig opzicht een substituut vormden voor de traditionele verzekeringsproducten. Uit dit inzicht zijn in de laatste jaren zogenoemde 'geïntegreerde risicoverzekeringen', ook wel aangeduid als Alternative Risk Transfer (ART), voortgekomen (Doherty, 2000; Duffhues, 2000). Dit zijn verzekeringspolissen die dekking bieden voor flexibel in te vullen combinaties van traditionele verzekeringen en nieuwe financiële risico's. Een bekend voorbeeld is het multi-year-contract van de Amerikaanse onderneming Honeywell in 1997, waarbij het onroerend goed werd verzekerd, bepaalde aansprakelijkheidsrisico's en het valutarisico over de buitenlandse winsten van de onderneming. Deze ontwikkeling geeft de trend naar een 'top down'-benadering van corporate risk management aan. Het risk management is in deze totaalbenadering de pendant van de strategie die de onderneming heeft uitgestippeld en het risico dat de daarmee beoogde resultaten niet worden bewaarheid. Enterprise Risk Management (ERM) is een steeds meer gebruikte term voor geïntegreerd risk management. Het zal niet verbazen dat dit type risk management start bij de vraag hoe riskant de gekozen strategie zelf is (Dickinson, 2000). Behalve de traditionele, verzekerbare en financiële risico's past binnen deze portefeuillebenadering van risk management ook

aandacht voor operationele risico's, zoals het voorkomen van computerstoringen en fraude. Het behalen van kosten- en correlatievoordelen staat hierbij voorop als doelstelling. In tabel 2 wordt dit integratieproces gevisualiseerd (Smithson, 1997).

Corporate risk management ontwikkelt zich gaandeweg tot een breed, veelomvattend concept, waarbij het de opdracht is om de totale portefeuille van ondernemingsrisico's – ongeacht hun herkomst (reëel of financieel) – te beheersen. Inzet is steeds de beslissing welke risico's uit te besteden inclusief de methode van uitbesteding, en welke risico's zelf te dragen en volgens welke beheersingsstrategie dat dan moet gebeuren. Het Enterprise Risk Management maakt deel uit van het strategische planningproces van ondernemingen. Het zal om die reden verder in belang toenemen (Zech, 2001) met een perspectief op integratie van traditioneel verzekerbare risico's, financiële risico's, kredietrisico's en operationele risico's met het doel de ondernemingswaarde te verhogen.

5 De schaduwzijde van corporate risk management: verhoogde agencykosten

Een hoge interne financieringscapaciteit van ondernemingen maakt niet alleen de onderneming als zodanig minder kwetsbaar, maar ook het management. De toegenomen autarkie kan gemakkelijk omslaan in een zekere mate van zelfingenomenheid van de leiding, waardoor het risico van overinveste-

ring inclusief kruissubsidiëring (met marktwaardevernietiging als gevolg) toeneemt. Deze autarkie is in het algemeen ook een ongunstig gesternte voor een hoog ontwikkelde externe verslaggeving. Aandeelhouders hebben veelal weinig of geen invloed op de mate van interne financiering. Het management ziet vanuit haar positie geen directe aanleiding om ruimhartig informatief te zijn naar de vermogensverschaffers. Ze kan zich gemakkelijk beroepen op het argument dat de concurrentie meeleeft.

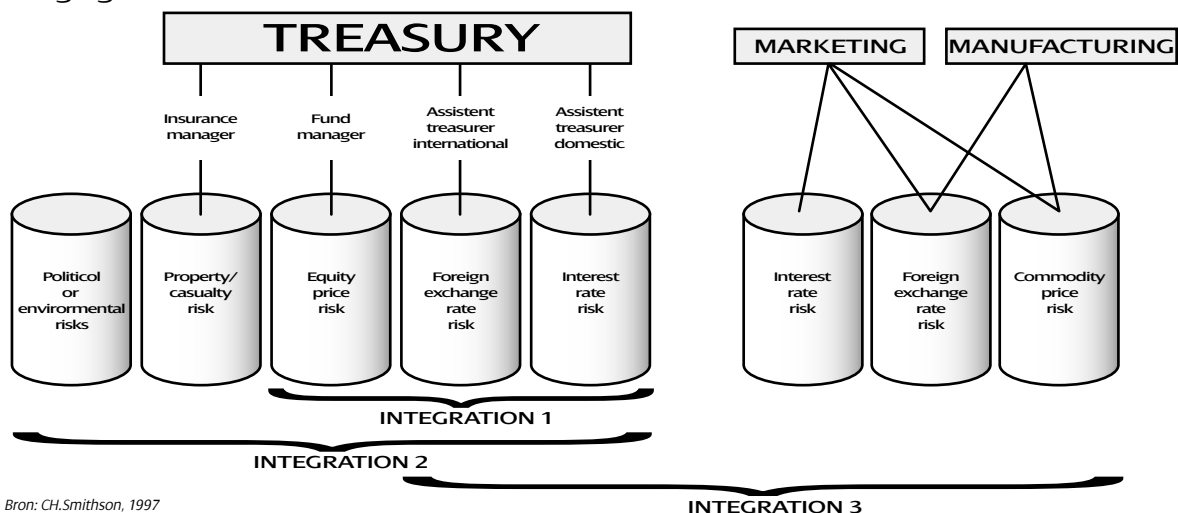
5.1 Overinvesteringen en tekortschietende kwaliteit externe verslaggeving

Meer financiële autonomie door corporate risk management heeft voor aandeelhouders dus een positief en een negatief gevolg. Positief is dat de investeringen ongestoord kunnen voortgaan; er treden geen hiaten op doordat waardescheppende investeringen te allen tijde kunnen worden gerealiseerd. Dit werd behandeld in paragraaf 4. Nadelig is echter dat het risico van overinvesteringen toeneemt en de kwaliteit van de informatie aan de vermogensmarkt gemakkelijk tekortschiet, omdat hierop nauwelijks sancties staan gegeven de graad van onafhankelijkheid van de onderneming. De ondernemingsplannen en de uitvoering hiervan kunnen hierdoor niet voldoende kritisch door de markt worden gevolgd. Dit was de kern van het probleem bij de twee besproken ondernemingen. Risk management blijkt uitermate

Tabel 2.

De ontwikkeling van transactie-georiënteerd naar portefeuille-georiënteerd corporate risk management

Merging the risk silos



belangrijk, maar er wordt nauwelijks over gerapporteerd. Toch zijn er met enige regelmaat spectaculaire financiële fiasco's als gevolg van tekortschietend risk management.

5.2 Het 'winst per aandeel'-model

Niet alleen kijkend naar de eerder in dit artikel besproken twee praktijkvoorbeelden van ondernemingen die in financiële problemen verkeren, maar ook meer in het algemeen is het opmerkelijk te constateren welke belangrijke rol het winst per aandeel-model in de praktijk van de verslaggeving speelt. Dit model houdt een overtrokken vertrouwen in in de zeggingskracht van het niveau en de verwachte groei van de winst per aandeel zoals deze wordt gepubliceerd door de onderneming. Niet, zoals de theorie voorschrijft, het verwachte rendement en het risico van de investeringen zijn daarin maatgevend voor de beoordeling van de prijs van de aandelen, maar de winst per aandeel, zelfs zonder dat de risicograad van de winst wordt verankerd in de analyse. De winst per aandeel wordt, zoals bekend, onder bepaalde voorwaarden gevoed door te financieren met vreemd vermogen. Doordat de financiële rapportage achteraf plaatsvindt en de onderneming dan gewoonlijk nog bestaat, krijgt de bijdrage van een eventueel riskante vermogensstructuur aan de gerealiseerde winst per aandeel in de praktijk nauwelijks aandacht. Daardoor ontbreekt het inzicht in de vraag in welke mate de onderneming 'geluk heeft gehad' met haar financiële posities dan wel dat gedegen marktposities aan de debetzijde van de balans de wpa hebben geschraagd. Het accent van de winst per aandeel kan hebben gelegen op de operationele winst na belasting of op de financieringswinst. Het ontbreken van het inzicht in deze structuur kan fataal zijn in kwetsbare gevallen als Enron en KPN. Te hoge leverage gaat gepaard met te hoge winsten per aandeel. Op deze winst per aandeel als kengetal is de aandacht van financiële analisten te zeer geconcentreerd. Voor de leiding van de onderneming is de verleiding dan ook niet gering om deze, haar min of meer opgelegde, 'wpa-cultus' die ook bij andere ondernemingsbeslissingen, zoals inkoop van eigen aandelen, een rol speelt (vergelijk Duffhues, 1999), te exploiteren door het plegen van winstmanagement binnen of buiten de grenzen van het toelaatbare. In het geval van Enron waren het vooral off-balance sheet activiteiten waarvan het bestaan niet eens bekend was, die uiteindelijk voor grote verliezen hebben gezorgd. Maar ook binnen bestaande verslaggevingsregels is veel ruimte voor het discretionair waarderen van financiële posities. De vraag is of de

regels voor de externe verslaggeving niet aan een ingrijpende herziening (lees: aanpunting) toe zijn juist op de aangrijpingspunten van het corporate risk management. Doel daarvan moet zijn het terugdringen van de agency-kosten die kunnen voortvloeien uit de toegenomen financiële autonomie waartoe risk management in staat stelt. Aanzienlijke verbeteringen zijn gewenst en mogelijk ter zake van de verstrekking van informatie over de waarde van allerlei financiële instrumenten en de aanwezigheid van verzekeringscontracten en de vraag volgens welke criteria consolidatie van activiteiten moet plaatshebben. Dit laatste houdt verband met het streven om de transparantie over off-balance sheet activiteiten te vergroten. In de volgende paragraaf wordt gepoogd een brug te slaan tussen het boekwaardemodel waarin winst en winst per aandeel een belangrijke rol spelen, en het marktwaardemodel van een onderneming waarin kasstromen en risico een belangrijke rol spelen.

6 De gesegmenteerde marktwaardebalans

Tabel 3 bevat een model van een 'gesegmenteerde balans' van een onderneming. Deze balans bevat een gedetailleerde opgave van activa en passiva van de marktwaarde van de onderneming gegroepeerd in twee segmenten: de boekwaardebalans en de meerwaardebalans. Het is bedoeld als een bijdrage aan de discussie over de externe verslaggeving in het algemeen en risk management in het bijzonder. De kern van dit schema is dat het in een totaal overzicht de boek- en meerwaarden van de onderneming weergeeft en daarover discussie mogelijk maakt. In dit schema van activa en passiva bevat segment 1 alleen de boekwaardebalans als zelfstandig en duidelijk herkenbaar onderdeel van de marktwaardebalans. De boekwaardebalans is dus gezien als de opening van de marktwaardebalans. Hier worden alle gebruikelijke investerings- en financieringstransacties geregistreerd, maar inclusief de openingstransacties van expliciete en impliciete opties (long en short). Alleen segment 1 wordt bestreken door de aansprakelijkheid van de accountant. In het tweede segment volgen de meerwaarden ten opzichte van de boekwaarden. Deze meerwaarden kunnen ook negatief zijn. Aan de debetzijde zijn de activa ingedeeld naar de bronnen van eventuele meerwaarden en aan de creditzijde naar de mogelijke houders van claims op deze meerwaarden. De bronnen van meerwaarden zijn hetzij de bestaande activa, hetzij de toekomstige investeringen. In het eerste geval gaat het om de verwachting dat de onderneming een buitengewoon rendement op de bestaande activa zal behalen boven het geëiste rende-

ment van de vermogensverschaffers. In het tweede geval gaat het om de waarde van reële opties, zoals de waarde van uitstel- en uitbreidingsmogelijkheden. De totale meerwaarde is gelijk aan de totale netto contante waarde die de onderneming heeft weten te creëren. Deze goodwill van de onderneming als geheel valt primair toe aan de houders van gewone aandelen, maar er zijn ook andere aanspraken denkbaar en niet ongebruikelijk, zoals de aanspraken van de houders van conversierechten en van personeelsopties.

De marktwaarde van gewone aandelen blijkt niet expliciet uit deze balans, maar kan gemakkelijk worden verkregen door de boekwaarde van het eigen vermogen (zie segment 1) te verhogen met de meerwaarde voorzover die volgens segment 2 toekomt aan deze vermogensverschaffers. Deze meerwaarde wordt in de literatuur wel aangeduid als Market Value Added (MVA). De boekwaarde van de overige aanspraken op meerwaarde staan reeds vermeld in seg-

ment 1 onder het vreemd vermogen. Deze boekwaarde is gelijk aan de expliciet of impliciet betaalde prijs ter verwerving van deze instrumenten. Bij personeelsopties is dat bijvoorbeeld de benaderde Black & Scholes-waarde van de opties op het tijdstip van toekenning van deze rechten. Latere waardemutaties die ontstaan doordat bijvoorbeeld de aandelenkoers stijgt of daalt of de tijdswaarde verloopt, vinden hun uitdrukking in segment 2 onder 'Meerwaarde'. Hetzelfde geldt voor de houders van aandelenwarrants, conversierechten en winstdelingsrechten.

Ter verdere toelichting dient nog het volgende. Verkochte opties op vreemde valuta's, eigen aandelen, et cetera, genereren een premie die als schuld in segment 1 moet worden verwerkt. De eventuele waarde-stijgingen worden verwerkt in segment 2. Hetzelfde geldt mutatis mutandis uiteraard voor gekochte opties die worden gesaldeerd met de verkochte posities. Andere derivaten dan opties genereren geen premie,

Tabel 3. De gesegmenteerde marktwaardebalans van een onderneming inclusief derivatenposities

Balans (marktwaarden)			
<i>Segment 1: Boekwaarden</i>			
Vaste activa	...	Eigen vermogen (boekwaarde)	...
Geïnduceerd netto-werkkapitaal	...	Vreemd vermogen (boekwaarde)	...
	...	(inclusief per saldo gestorte bedragen op uitgegeven opties)	...
	—		—
Aanwezige activa		Aanwezige passiva	...
<i>Segment 2: Meer (= netto contante)-waarden</i>			
Van aanwezige activa	...	Marktwaardestijging van het vreemd vermogen	...
Van toekomstige activa (reële opties)	...	Marktwaardestijging van verkochte minus gekochte derivaten (anders dan op eigen aandelen en winstdelingsrechten)	...
		Marktwaardestijging van:	
		- gewone aandelen (MVA)	...
		- aandelenwarrants	...
		- aandelenopties	...
		- conversierechten	...
		- winstdelingsrechten	...
	—		—
Goodwill onderneming	...		...
			—
Totale marktwaarde van de onderneming	...	Totale marktwaarde van de onderneming	...

zodat deze niet verschijnen in segment 1. Wel zijn de marktwaardeveranderingen begrepen in segment 2.

Een groot voordeel van het schema in tabel 3 is dat een totaalbeeld wordt gepresenteerd van enerzijds de investerings-, financierings- en derivatentransacties die de onderneming in het verleden per saldo heeft uitgevoerd, en anderzijds de meerwaarde (+ of -) die door de financiële markten aan dit complex per balansdatum wordt toegekend. Zo wordt onmiddellijk duidelijk of de financiële markten en de financiële boekhouding van de onderneming gelijk gestemd zijn over de merites van projecten waarin de onderneming heeft geïnvesteerd en de wijze waarop ze deze heeft gefinancierd. Ook wordt in segment 2 de mogelijke progressie zichtbaar die een onderneming in een verslagjaar kan bereiken door de langetermijnstrategie te verbeteren, terwijl de winstgevendheid van het verslagjaar in segment 1 nog usantieel of zelfs dalend is en in segment 1 geen verandering van betekenis optreedt. Bovendien wordt duidelijk of een eventuele meerwaarde die in de prijs van het aandeel tot uitdrukking komt, wordt weerspiegeld in investeringen die reeds hebben plaatsgevonden, dan wel dat hier vooral wishful thinking achter zit in de vorm van reële opties. Een ander voordeel van het schema is de nadruk dat de onderneming vermogenskosten moet verdienen over de totale marktwaarde van de onderneming, zoals de financieringstheorie dit altijd heeft geleerd, dat wil zeggen over het bedrag inclusief de meerwaarden. Dit is geen overbodige opmerking, omdat hierover misverstanden bestaan. Kijkt men bijvoorbeeld naar de in vele ondernemingen populaire EVA-prestatie- en beloningsmaatstaf, dan moet worden vastgesteld dat de vermogenskosten bij de berekening van de Economic Value Added worden berekend als percentage over het boekhoudkundig gemeten geïnvesteerde vermogen, dus een investeringsbegrip dat beperkt blijft tot wat hierboven heet segment 1. Dit is onjuist. Deze berekeningswijze leidt normaliter – dat wil zeggen voor succesvolle ondernemingen – tot onderschatting van de vermogenskosten en derhalve tot overschatting van de EVA. Ten slotte wordt met dit schema het inzicht verdiept dat ook de houders van warrants, aandelenopties, conversie- en winstrechten deel uitmaken van de groep van vermogensverschaffers die elk hun geëiste rendement hebben en dus een plaats verdienen in de berekening van de gewogen gemiddelde vermogenskostenvoet van de onderneming. Door deze groepen te negeren, worden vermogensverschaffers met relatief hoge geëiste rendementen buiten gesloten, zodat de vermogenskostenvoet van de onderneming als geheel opnieuw wordt onderschat.

7 Toetsing

Voor de hand ligt nu de vraag welk beeld de toepassing van het model van de gesegmenteerde marktwaardebalans op de twee hierboven genoemde ondernemingen die in ernstige financiële moeilijkheden verzeild zijn geraakt, zou hebben opgeroepen.

7.1 Enron, Inc.

Ten aanzien van Enron zouden de in werkelijkheid verborgen gebleven derivatenposities zowel in segment 1 als segment 2 zijn verantwoord. De initiële contracten zouden zijn verantwoord in segment 1. Verliezen op deze posities zouden in segment 2 de aandacht hebben getrokken als negatieve meerwaarden. In segment 1 zou onverminderd zijn gebleken hoezeer het vreemd vermogen gaandeweg was uitgebreid, maar erkend wordt dat voor dit inzicht de marktwaardebalans niet nodig is. Wel zou de verhouding tussen de boekwaarde van het vreemd vermogen (segment 1) en de waardeveranderingen in dit vermogen (segment 2) zijn gebleken, zodat de invloed van opmerkelijke ontwikkelingen, zoals down grades van ratings, zou zijn getraceerd. Ook zou de verhouding tussen de boekwaarde van het eigen vermogen (segment 1) en de positieve of negatieve meerwaarde van dit eigen vermogen (segment 2) zijn gebleken, zodat ook daar de eventuele alarmbellen eerder zouden hebben geklonken. Ten slotte zou ook zijn gebleken in welke mate de almaar gestegen kapitalisatie van de aandelen werd gedragen door bestaande activa of toekomstige activa. Doordat de onderneming steeds meer een handelmaatschappij was geworden in plaats van een exploitant van pijpleidingen zoals voorheen, lag het accent van de marktwaarde steeds meer op het kunnen uitbreiden van bestaande trading-activiteiten, dus op de waarde van reële opties.

7.2 KPN N.V.

Ook hier lag een zwaar accent op de waarde van reële opties omdat de zwaar bevochten investeringen in UMTS-licenties met een reeks vervolginvesteringen zouden moeten worden aangevuld. Bovendien lag ook bij KPN het accent op de financiering met vreemd vermogen, zelfs met relatief kortlopende bankleningen. Juist tegen de achtergrond van het accent van de meerwaarde op reële opties in segment 2, zou deze financieringswijze in segment 1 negatief zijn beoordeeld. De koersdalingen van uitstaande schulden zouden in een vroeg stadium in segment 2 (negatieve marktwaardestijging) de aandacht hebben

getrokken als voorbode van naderend financieel onweer. Daarnaast maakte KPN gebruik van opties zoals in een overeenkomst met het Amerikaanse Bell South. Deze opties zouden initieel een plaats hebben gekregen in segment 1 en de veranderingen zouden uit segment 2 zijn gebleken. De afkalving van de marktwaardestijging van de gewone aandelen (MVA) in segment 2 zou eerder hebben onthuld dat het financiële roer 'om' moest. Ook de werknemers van KPN zouden een afkalving van de meerwaarde van hun opties hebben geobserveerd en deze kunnen beoordelen tegen de achtergrond van de totale financiële positie van het concern. De financiële markten, maar ook de andere stakeholders, zouden aldus doorlopend zijn geïnformeerd in een totaal-rapportage. De informatieve waarde van het gesegmenteerd balansschema kan moeilijk worden overschat. Het geeft als geïntegreerd waardemodel diverse aangrijpingspunten voor nadere analyse en stimuleert tot het stellen van kritische vragen over de korte- en de lange-termijnontwikkeling van een onderneming. De betekenis hiervan reikt dan ook veel verder dan het gangbare maar myopische en uitsluitend boekhoudkundig gebaseerde winst per aandeel-model.

8 Samenvatting en conclusies

In dit artikel is eerst enige aandacht gegeven aan het begrip en de vormen van financieel risk management waaruit bleek dat ieder economisch subject als risicomanager kan worden betiteld. Het corporate risk management is een specifiek onderdeel van het meer algemene financieel risk management. Dit laatste hield in de regulering van risico's van een vennootschap door het nemen van gerichte maatregelen in de reële en de financiële sfeer, en het afdekken of financieren van verliezen die voortkomen uit het lopen van risico's, hetzij door het sluiten van externe verzekeringen, hetzij door interne verzekeringen. Vervolgens ging de aandacht in paragraaf 2 uit naar een beknopte analyse van twee ondernemingen (een Amerikaanse en een Nederlandse onderneming), waarvan het corporate risk management om overigens geheel verschillende redenen evident tekort is geschoten met welhaast rampzalige gevolgen voor alle betrokken participanten en de samenleving als geheel. Een belangrijke overeenkomst was dat in beide gevallen de scheiding van leiding en eigendom ertoe heeft geleid dat het management een hoge mate van onafhankelijkheid bezat, waardoor teveel ruimte kon ontstaan voor het ontstaan van agency-conflicten. In paragraaf 3 werd betoogd dat de in het algemeen toegenomen efficiëntie van financiële markten een meer

defensieve houding vereist van managers van ondernemingen en van beleggers, omdat steeds meer een situatie ontstaat waarin de reactietijd tot bijstelling van posities zonder grote verliezen te moeten incasseren, ontbreekt. Dit noopt tot meer in plaats van minder aandacht voor corporate risk management. Voorts bleek in de belangrijke paragraaf 4 dat ook om bedrijfsinterne, offensieve motieven de behoefte aan corporate risk management sterk is toegenomen, omdat corporate risk management in bepaalde omstandigheden waarin ondernemingen kunnen verkeren, fundamenteel past in het stelsel van de ondernemingsgewijze productie met als doelstelling het scheppen van marktwaarde waarvan de bron is gelegen bij het zoveel mogelijk ongestoord verloop van de investeringsprocessen. Bovendien heeft de in dit stelsel opgetreden scheiding van leiding en eigendom tot gevolg dat de aandacht voor corporate governance en daarmee voor transparantie en verantwoording, is vergroot. Corporate risk management is, aldus gezien, een essentieel element van het stelsel van de ondernemingsgewijze productie en derhalve ook van de corporate governance. Jorion en Khoury (1996) verwoorden ditzelfde in de volgende bewoordingen: 'Financial risk management has become a tool essential to the survival of all business activity. This affects all firms: industrial corporations, banking institutions, and investment management firms'. Alleen op geïntegreerde basis, dat wil zeggen met een open oog voor de vele concurrerende methoden om risico's te beheersen, heeft corporate risk management zin en dient het te worden beoordeeld. Beoordeling op een enkel aspect, bijvoorbeeld het gebruik van afgeleide financiële instrumenten, is een te partieel en daardoor onvruchtbaar vertrekpunt voor analyse. De ontwikkeling in de richting van een veelomvattend Enterprise Risk Management moet daarom worden toegejuicht.

Vanaf paragraaf 5 ging de aandacht uit naar het agency-aspect van corporate risk management. De door risk management vergrote onafhankelijkheid van de onderneming ten opzichte van de financiële markten kan behalve ten faveure van de onderneming ook worden gebruikt in het voordeel van het management dat eigen doelstellingen kan nastreven los van de aandeelhouders en alle andere participanten. De gevolgen kunnen neerslaan in overinvestering en onvoldoende kwaliteit van de externe verslaggeving, omdat men zich sterk waant. Bovendien is er vanuit de financiële wereld een overtrokken aandacht voor het zogenaamde 'winst per aandeel'-model, waarop ondernemingen kunnen reageren met winstmanagementpraktijken.

Met het doel een alternatief te bieden voor de bestaande onbevredigende verslaggevingspraktijk werd een model voor een gesegmenteerde marktwaardebalans gepresenteerd en getoetst op de ontwikkelingen bij de twee eerder besproken ondernemingen. Het gepresenteerde model levert een aanzienlijke bijdrage aan het inzicht in de verhouding tussen de boek- en marktwaarden van een onderneming en daarmee in het mede door corporate risk management bepaalde succes van ondernemingen, dat behalve uit posities in reële en derivatenmarkten onder andere ook bestaat uit het houden van contacten op de markten voor contante financiering en verzekeringen. Daardoor biedt het model een goed vertrekpunt voor de formulering en beoordeling van financieel beleid van ondernemingen. Alle posities in financiële markten, contante en/of afgeleide instrumenten betreffende, worden hierop doorlopend gewaardeerd tegen 'fair value', zodat potentiële verzekeringsprocessen zichtbaar worden gemaakt. In een korte terugblik op de beide in dit artikel besproken ondernemingen bleek bij eerste toetsing van dit model de hoeveelheid vreemd vermogen onevenredig groot ten opzichte van de ingenomen risicoposities die ook in beide gevallen betrekking hadden op de per definitie met grote onzekerheid omgeven reële opties van deze ondernemingen. ■

Literatuur

- Boot, A.W.A. en P.J.W. Duffhues, (1997), Financiële innovaties en ondernemingsbeleid, in: *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 71, nr. 7/8, juli/augustus, pp. 336-343.
- Commissie Corporate Governance, (1997), *Aanbevelingen inzake Corporate Governance in Nederland*, Amsterdam.
- Dickinson, G., (2000), Enterprise Risk Management: Its Origins and Conceptual Foundation, in: *The Geneva Papers on Risk and Insurance*, Vol. 26, No. 3, July, pp. 360-366.
- Doherty, N.A., (2000), *Integrated Risk Management, Techniques and Strategies for Reducing Risk*, Mc-Graw-Hill, New York.
- Duffhues, P.J.W., (1994), Economische functies en verslaggevingsaspecten van financiële instrumenten, in: *fma-Kroniek*, redactie C.M.T.Boneco, R.L.ter Hoeven, R.F.Spekle en R.van der Wal, pp. 89-108.
- Duffhues, P.J.W., (1997), *Ondernemingsfinanciering en vermogensmarkten*, deel 2, Wolters-Noordhoff.
- Duffhues, P.J.W., (1999), Bijzondere dividenden en inkoop van eigen aandelen, in: *Economisch Statistische Berichten*, 84, nr. 4198, 9 april, pp. 264-268.
- Duffhues, P.J.W., (2000), *Ondernemingsfinanciering: oriëntatie op integratie*, (Academisch proefschrift Tilburg), Kluwer.
- Duffhues, P.J.W., (2002), *Ondernemingsfinanciering en vermogensmarkten (Waardevorming door financiële analyse, werkkapitaalbeheer en investeringsbeslissingen)*, derde druk, Groningen, (te verschijnen).
- Jorion, P. en S.J. Khoury, (1996), *Financial Risk Management (Domestic and International Dimensions)*, Blackwell, Cambridge, Mass.

- Knoops, C.D., (2002), Het 'getrouwe beeld' in de financiële verslaggeving: immateriële vaste activa, in: *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 76, nr. 1/2, januari/februari, pp. 6-7.
- Langendijk, H.P.A.J., D.M. Swagerman en W. Verhoog, (2002), *Dertig over Financiële Verslaggeving* (in internationaal perspectief), Nivra/Vera, Amsterdam.
- Moore, J., J. Culver en B. Masterman, (2000), Risk Management for Middle Market Companies, in: *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 12, Nr. 4, Winter, pp. 112-119.
- Petersen, M.A. en S.R. Thiagarajan, (2000), Risk Measurement and Hedging: With and Without Derivatives, in: *Financial Management*, Winter, pp. 5-29.
- Schmeits, A.B.P.G., (1999), *Essays on Corporate Finance and Financial Intermediation*, Academisch proefschrift UvA, Thela, pp. 1-246.
- Smithson, C., (1997), Firm-wide risk (How firms are integrating risk management), in: *RISK Magazine*, Vol. 10, Nr. 3, March, pp. 25-27.
- Soenen, L.J. en P.J.W. Duffhues, (2001), On the Relationship between Growth, Profitability and Shareholder Value Creation, in: *Tijdschrift voor Corporate Finance*, 6, nr. 4, pp. 6-17.
- Streater, A., (1997), Value-Added Services, in: *RISK Magazine Supplement on Enterprise-wide Risk Management*, November, pp. 31-33.
- Stulz, R.M., (1999), *Financial Engineering and Risk Management*, (<http://www.cob-state.edu/fin/faculty/stulz>).
- Williams Jr., C.A. en R.M. Heins, (1989), *Risk Management and Insurance*, McGraw-Hill International, sixth edition.
- Wolters, M., (2001), Grenzen aan marktwaarde, in: *Economisch Statistische Berichten*, 86, nr. 4326, 28 september, pp. 743-745.
- Zech, J., (2001), Rethinking risk management: The Combination of Financial and Industrial Risk, in: *The Geneva Papers on Risk and Insurance - Issues and Practice*, Vol. 26, No.1, January, pp. 71-82.

Noten

- 1 'At the end of September, Enron had 25% of the energy-trading market. Just two months later, its business had disappeared' (The Wall Street Journal Europe, 27 december 2001).
- 2 Financial News, 10-16 december 2001.
- 3 De wereldomvattende gevolgen van dit drama bleken haarscherp uit een beschouwing in Financial Times van 24 december 2001, waaraan het volgende citaat is ontleend: 'Enron's collapse was being felt that week from the company's Houston headquarters right across the globe, as far as the boardroom of a Japanese vehicle component's maker, the shareholder assemblies of Australian banks, and the closed-door meetings of the Szech privatisation agency'. In dit opzicht was het Enron-debacle vergelijkbaar met de neergang van het Amerikaanse hedge fund Long Term Capital Management (LTCM) in 1998.
- 4 Vergelijk ook Petersen en Thiagarajan (2000).
- 5 De inbreng bestond in dit geval uit het afzien van salarisverhogingen gedurende een periode van twee jaar.
- 6 Vergelijk Moore, Culver en Masterman (2000).
- 7 Verwezen wordt naar het Rapport van de Commissie Corporate Governance (1997).