

houders alsnog zullen instemmen met een emissie om nog iets van hun investering te redden.

De hoge schuldenlast en het sterk op groei gerichte overnamebeleid van USG lijken de uitzender nu parten te spelen. Hoewel USG in het eerste kwartaal ruim binnen de bankafspraken bleef, nam het vorige week een proactieve maatregel. In ruil voor een hogere risico-opslag en de verkoop van een deel van de vorderingen op de balans (factoring) mag de leverage rate vanaf het derde kwartaal 2009 3 in plaats van 2,5 bedragen. Het is de vraag of dit voldoende is. In het eerste kwartaal konden kostenbesparingen de omzetsdaling niet bijbenen, waardoor het bedrijfsresultaat verdampte tot 18 miljoen euro. Uitgaande van een scenario zonder herstel in de uitzendbranche en aangenomen dat het bedrijfsresultaat zowel in het tweede als derde kwartaal eveneens 18 miljoen euro bedraagt, komt de leverage rate ruim boven de drie. Ook beleggers lijken meer vertrouwen te hebben in grote broer Randstad als het gaat om de schuldpositie en de mogelijkheid om in de kosten te snijden. De beurswaarde van Randstad is liefst twee keer zo groot als de nettoschuld, bij USG is dezelfde ratio ongeveer 0,36.

VERWATERING INGEPRIJSD

De aankondiging van een emissie hoeft niet te betekenen dat het aandeel klappen krijgt op de beurs. Voorlopig geldt het tegenovergestelde. Zakenbank Goldman Sachs becijferde dat emitterende bedrijven het tot nu toe in 2009 beter doen dan het sectorgemiddelde. Dit valt waarschijnlijk te verklaren door het feit de emissies veelal zijn ingeprijsd. Bovendien is er weinig erger dan financiële zorgen voor een bedrijf: zelfs een sterk verwaterende emissie biedt zekerheid. De langere termijn hoeft voor aandeelhouders ook niet hopeloos te zijn. KPN (2000) en Ahold (2003) deden voor miljarden aan claimemissies maar presteerden sindsdien aanzienlijk beter dan de AEX.

Toch is te hopen dat bestuurders en commissarissen die zich hebben laten verleiden tot veel vreemd vermogen op de balans hun lesje hebben geleerd. Het creëren van aandeelhouderswaarde op de lange termijn heeft vrijwel niets te maken met de passivazijde van de balans. Uiteindelijk kan alleen echte waarde gecreëerd worden met de activazijde van de balans: door bezittingen winstgevend aan te wenden. ■

Door Corné van Zeijl

Senior portfoliomanager bij SNS Asset Management

Het nieuwe normaal

Nu we langzaam niet meer hoeven te vrezen dat de banken omvallen, begint de discussie te ontbranden waar we nu heen gaan. Het nieuwe normaal. Om niet in dezelfde fouten te vervallen als in de dertiger jaren wordt nu massaal geld bijgedrukt. In de jaren dertig werden in Amerika de teugels van de geldhoeveelheid strak gehouden. We weten nu dat je daarmee de economie om zeep helpt. De economie kromp met maar liefst 30 procent en de werkloosheid liep op tot 25 procent. Dat was dus niet het juiste medicijn. Nu is er weer zo'n situatie en probeert Uncle Sam een nieuw medicijn. Laten we hopen dat dit wel werkt. Ook andere fouten uit de jaren dertig, zoals belastingverhoging om de overheidsfinanciën in balans te houden, worden niet gemaakt.

Maar hoe gaat dat nieuwe normaal eruitzien? Als de maatregelen niet afdoende zijn en we in een deflatieachtig scenario terecht komen, kunnen we een voorbeeld aan

Japan nemen. In zo'n geval blijft het herstel van de vraag uit (in Japan onder andere ook door de sterke vergrijzing). De economische groei

en de bedrijfswinsten staan langdurig onder druk. De beste plek om te beleggen zijn dan staatsobligaties. Geen economische groei betekent ook geen vraag naar geld en dus een lage rente.

Of gaan we juist naar een Zimbabwe-scenario toe? Daar was juist wel een enorme vraag en bleven de geldpersen vol

aanstaan. In dat geval zal het vertrouwen in het geld afnemen en ontstaat er hyperinflatie. De enige vluchtweg is goud, grond en andere harde beleggingen. Ook aandelen doen het dan goed. Ik heb maar één beleggingsfonds kunnen vinden dat alleen in Zimbabweaanse aandelen belegt en dat is in de afgelopen twee jaar (in euro's) zelfs gestegen. Iets wat je van de AEX niet kan zeggen.

Overigens liepen zowel in Japan als in Zimbabwe de overheidsschulden flink op. Dat zal ook in de Verenigde Staten en in Europa gaan gebeuren. De meeste beleggers zitten op het spoor van de hyperinflatie. Maar Alan Greenspan heeft al eens gezegd dat de toegenomen geldgroei ongeveer drieënhalve jaar nodig heeft om te leiden tot hogere inflatie. Bovendien staan de lonen onder druk. Kijk maar eens naar de discussies bij TNT, British Airways en Vendex. Zeventig procent van de inflatie is looninflatie. In Engeland en Amerika is loongroei in de afgelopen vijftig jaar nog niet zo laag geweest. Zolang dat het geval is hoeven we voor hyperinflatie niet te vrezen.

Er ligt nog een hele wereld tussen Zimbabwe en Japan. Op de wereldkaart is het de Malediven, een tropisch paradijs. Helaas zullen we in de harde werkelijkheid waarschijnlijk of in Zimbabwe of in Japan terechtkomen. ■

