

te voordelen op, eerder teleurstellingen. In hun enthousiasme willen bestuurders nog weleens te veel betalen en overschatten zij synergievoordelen. Als een acquisitie (deels) met leningen wordt gefinancierd, lopen de rentelasten op en kan de balans kwetsbaarder worden. Ook vergt de integratie van de it-infrastructuur vaak meer managementaandacht dan gecaluleerd, of het personeel kan niet met elkaar overweg. Zulke strubbelingen leiden af van waar het uiteindelijk om gaat: omzet- en winstsynergieën.

Bijdragen aan de winst per aandeel is één ding, maar of een overname ook waarde toevoegt, is iets anders. Fortis kon ABN Amro niet verteren, de rest is geschiedenis. SNS Reaal wankelde ook door onsamenhangende overnames onder leiding van de in 2008 vertrokken topman Sjoerd van Keulen. Van Keulen had last van koopwoede en kocht op het hoogtepunt van de markt achtereenvolgens vastgoedfinancier Property Finance, pensioenverzekeraar Zwitserleven en de Nederlandse verzekeringsactiviteiten van Axa. Voor Property Finance maakte de bankverzekeraar eind 2006 830 miljoen euro over aan ABN Amro. Inmiddels staat de teller van afwaarderingen op de vastgoedportefeuille en oninbare leningen al op meer dan 900 miljoen euro. Financieel directeur Ference Lamp betitelde Property Finance recentelijk nog eufemistisch als “de kiezels in mijn schoen”. Het weer op adem komen van de kredietcrisis gaat SNS Reaal mede door deze misser maar moeilijk af.

Niet alleen grotere overnames zijn mogelijk een ‘red flag’. Ook kleinere overnames moeten beleggers aan het denken zetten, bijvoorbeeld omdat de boekhouding van kleine bedrijven met plakband bij elkaar wordt gehouden. En een aantal kleinere overnames in korte tijd achter elkaar, denk aan kralenrijgers als Imtech of Aalberts Industries, vraagt eveneens om een kritische blik. Hoe denkt het management deze bedrijven aan te sturen en kan er wel voldoende controle vanuit de holding op de werkmaatschappijen worden uitgeoefend?

Ga na of een aangekondigde overname past in het eerder gecommuniceerde strategische plan van de onderneming of dat er eerder sprake lijkt van opportunisme. Ook moet een belegger altijd nagaan, ook door het stellen van vragen tijdens aandeelhoudersvergaderingen, of eerdere overnames wel succesvol zijn geweest in financieel en strategisch opzicht. Belangrijke factor is ook het trackrecord van het zittende management ten aanzien van het verhapstukken van acquisities.

NOG MEER OM IN DE GATEN TE HOUDEN

De accountantsverklaring. Een krabbel van de accountant onder de jaarrekening is wel zo handig. Hoewel accountants niet bekendstaan om een standvastige houding, zullen er in aanloop naar de jaarcijferpresentatie best peentjes gezweet worden in de bestuurskamer. Als de cijfermakers hun werk goed doen, bestoken ze bestuur en commissarissen met vragen om meer comfort te krijgen over bijvoorbeeld uitstaande vorderingen, waarderingen van bedrijfspanden en immaterieel actief (goodwill) en exacte schuldafspraken met financiers.

Uiteindelijk zet de accountant wel zijn handtekening, maar maakt in enkele gevallen toch ook weleens een voorbehoud in zijn accountantsverklaring, te vinden achter in het jaarverslag. Vorig jaar waarschuwde Ernst & Young dat de “continuïteit van Spyker onzeker is en afhankelijk is van het verkrijgen van voldoende financiering”. Bij InnoConcepts kon Deloitte niet anders dan melding maken van een op stapel staande afwaardering van ruim 30 miljoen euro als gevolg van het omvallen van een Chinese deelneming. Het bleek de eerste dominosteen richting het faillissement eind vorig jaar.

Nieuw hoofdkantoor. Een direct causaal verband is moeilijk vast te stellen, maar het betrekken van een nieuw hoofdkantoor lijkt toch enige voorspellende waarde te hebben. Zo liet Samas een futuristisch nieuw pand bouwen, maar het genot was van korte duur. De kantoorinrichter leed onder sores van de implementatie van een nieuw it-systeem en mismanagement. Eind 2009 konden de deuren definitief dicht. Van der Moolen trok naar kantorencomplex The Outlook op Schiphol, zodat topman Richard den Drijver snel het vliegtuig kon pakken. De nieuwe meubels waren net geleverd of het was al einde oefening. Bouwer Heijmans liet een volgens puinruimer Rob van Gelder “megalomaan” hoofdkantoor bouwen en scheerde niet veel later door mislukte acquisities en de laagconjunctuur langs de rand van de afgrond. ING liet langs de A4 De Schaats neerzetten. Het startschot voor een agressief buitenlands acquisitieavontuur dat door de kredietcrisis abrupt ten einde kwam met een bezoek aan het staatssteunloket van toenmalig minister van Financiën Wouter Bos.

Nevenfuncties. Hoe slaagt een bestuurder erin om naast het leidinggeven aan een beursgenoteerde onderneming ook nog toezicht te houden bij andere bedrijven? Ze zullen het zelf niet snel zeggen, maar het lijkt ondoenlijk. De functie van topman is geen negen-tot-vijfbaan. Een of meerdere commissariaten ernaast, toegestaan volgens de Nederlandse regels voor goed ondernemingsbestuur, is zwaar. Of ze besturen hun eigen bedrijf te veel op afstand en hebben daarom tijd over, of over het commissariaat wordt te lichtzinnig gedacht. Financieel directeur Robert-Jan van der Kraats van Randstad houdt toezicht bij Ordina en SNS Reaal. Ook bestuursvoorzitter Frank de Moor van retailconcern Macintosh ziet “synergievoordelen” met zijn commissariaten bij Sligro en apothekersketen Mediq.

FLAG 3: BESTUURSUITTOCHT

Wisselen van baan is niets bijzonders. Toch gaat van het vertrek van een bestuurder of commissaris vaak een belangrijk signaal uit. Diens opstappen is koersgevoelige informatie en moet via een persbericht wereldkundig worden gemaakt. Een exit kan slecht nieuws betekenen. Aan een afscheid ligt nogal eens een conflict tussen bestuurder en commissarissen ten grondslag over de strategische koers van de onderneming of een persoonlijke vete. Maar vaak moet het persbericht vooral verhullen waar de kiem van de breuk ligt. Ondernemingen melden een vertrek, maar zeggen niets. De echte oorzaak moet buiten de publiciteit blijven.

Uit VEB-onderzoek blijkt dat in 2010 liefst 63 bestuurders het pluche verlieten. En een vertrekkend commissaris kan wijzen op onenigheid binnen het toezichthoudend or-

gaan of gedonderjaag tussen bestuur en raad van commissarissen.

Als taken binnen het bestuur door een vertrek worden herschikt, moeten beleggers eveneens op hun hoede zijn. Zo is het samenvoegen van de functie van bestuursvoorzitter en financieel directeur (cfo) een risicofactor. De ceo komt met strategische plannen op de proppen, de cfo moet deze als financieel geweten doorrekenen op haalbaarheid en risico. Deze twee taken verenigd in één hoofd is onwenselijk. Op dit moment hanteren Ballast Nedam (Theo Bruijninx) en Draka (Frank Dorjee) niettemin een dergelijk bestuursmodel. Voor commissarissen is het dan zaak dicht op de bal te zitten (via de speciale auditcommissie) en te zorgen voor een sterke financiële afdeling. Maar of dit een effectief tegenwicht kan bieden, lijkt twijfelachtig. ■