

Tijdschrift voor Economie en Management
Vol. XLVIII, 2, 2003

Analistenrapporten, een wereld in volle beweging

door F. VANDENBORRE



Frank Vandendorre
Associate Director,
Umicore, Brussel

ABSTRACT

De financiële malversaties in een aantal grote en gereputeerde beursgenoteerde bedrijven, zakenbanken die, ondanks de negatieve informatie waarover ze beschikten, klanten aanraadden aandelen te blijven kopen, het zijn enkele elementen die mee geleid hebben tot het gigantische waardeverlies op de financiële beurzen en die een grondige discussie op gang hebben gebracht over de rol die eenieder moet spelen in de wereld van de financiële communicatie en waarbij een evenwicht moet gevonden worden tussen de financiële belangen van beursgenoteerde bedrijven, banken en belegger enerzijds en beroepsethiek anderzijds. De reflectie is in ieder geval gestart en heeft reeds geleid tot een aantal initiatieven op alle niveaus teneinde de geloofwaardigheid en het vertrouwen te herstellen.

I. INLEIDING

De job van de analist en het resultaat van zijn werk, het analistenrapport is de jongste jaren in volle evolutie. Als gevolg van de recente evoluties op de financiële beurzen, de neerwaartse trend van de economie en de veelvuldige financiële schandalen wegens vermeende fouten in de boekhouding, zijn er heel wat initiatieven om de kwaliteit en de objectiviteit van de rapporten te verhogen enerzijds en anderzijds de onafhankelijkheid van de analist binnen zijn job beter te garanderen.

Dit artikel is de neerslag van een debat georganiseerd door SCAFF, vakgroep van Ekonomika Alumni, op 23 januari 2003 waarbij de verschillende actoren in dit debat zijnde de banken, de beursgenoteerde bedrijven, de pers alsook de regulerende overheid aanwezig waren en hun visie hebben uiteengezet.

II. DE POSITIE VAN DE BANK

Vooreerst dient opgemerkt dat er een duidelijk verschil is in de mate waarin de problematiek leeft tussen de Verenigde Staten en de Londense City enerzijds en de rest van Europa anderzijds. Maar... als het regent in New York, druppelt het meestal in Europa.

Het vuur is aan de lont gestoken in de Verenigde Staten waar men de laatste jaren het ene financiële schandaal na het andere ontdekt, gaande van bedrijven zoals Enron, Tyco en anderen die toegeven een reeks verkeerde boekingen te hebben uitgevoerd teneinde de resultaten en de onderliggende beurskoers positief te beïnvloeden. Aan de andere kant zijn er ook een hele boel verhalen aan de oppervlakte gekomen waarbij zakenbanken, tegen beter weten in, aandelen zijn blijven aanprijzen terwijl er voldoende indicaties waren over de moeilijke situatie waarin deze bedrijven zich bevonden. Meestal speelde hier mee dat deze banken te zeer verstrengeld waren via een hele resem andere belangen en bijgevolg niet in staat in volle objectiviteit een correct beleggingsadvies uit te brengen.

Er zijn wel duidelijk een aantal specifieke factoren in de VS die deze evolutie zeer sterk accentueren, zoals het feit dat de institutionele beleggers in de VS veel sterker staan dan in Europa, het bedrijfsmanagement geniet van zeer excessieve stockoptie plannen die op hun beurt de neiging groter maken om de bedrijfsresultaten positief voor

te stellen en last but not least ook de analisten zelf die geprofitteerd hebben van de “bubble” door hun salarissen en optiepakketen sterk op te drijven.

Al deze feiten hebben ertoe geleid dat de op zijn minst op papier bestaande “Chinese Wall” tussen enerzijds de zakenbankafdeling en anderzijds de financiële analisten sterk in vraag wordt gesteld. De vraag naar meer regulering vanwege het SEC of het opdrijven van de interne ethische regels, een vorm van corporate governance, binnen de banken zelf wordt steeds sterker. Banken nemen dan ook meer en meer initiatieven waarbij zij analisten verbieden posities in te nemen in aandelen die zij zelf opvolgen. Aandelenportefeuilles van werknemers worden periodiek gescreend en elke zichzelf respecterende bank heeft dezer dagen “compliance officers” in haar rangen die moeten waken over het respecteren van deze ethische codes. De recente beslissing van Citibank om over te gaan tot een opsplitsing van de zakenbank en de analistenafdeling werd algemeen ervaren als een eerste stap in de goede richting, maar zeker niet voldoende.

Wat zeker als positief kan worden bestempeld is dat banken duidelijk erkennen dat hun reputatie op het spel staat en dat doortastende maatregelen noodzakelijk zijn. In dit kader is het binnen de bankwereld ook tekenend dat de klemtoon meer en meer verschuift naar de “buy”-side analist, die typisch werk levert voor de interne klanten binnen de bank, waar tevoren de “sell”-side analist, die werkt voor de externe institutionele klanten, als referentie gebruikt werd. Belangrijke beslissingen met betrekking tot het koop- of verkoopadvies in een analistenrapport zullen pas genomen worden van zodra de “buy” side akkoord gaat.

Onmiddellijk stelt zich de discussie echter, en deze geldt evengoed in Europa, dat een bank een profitorganisatie is die elke afdeling onderwerpt aan een aantal criteria waarbinnen rendabiliteit zeker niet onbelangrijk is. De algemene richtlijn in de bankwereld is dat een analistenafdeling op zijn minst een breakeven resultaat moet kunnen voorleggen waarbij de inkomsten moeten komen van de resultaten die geboekt worden op de verkoop van de gecoverde aandelen. Banken geven grif toe dat deze oefening, zeker in de huidige omstandigheden, niet makkelijk is en er bijgevolg een significant kostenprobleem opduikt. Heel wat banken hebben dan ook al besloten om hun afdeling sterk te reduceren of het aantal gevolgde aandelen sterk te verminderen. Dit is op zich ook een probleem en leidt tot een vicieuze cirkel waarbij een aantal bedrijven, typisch de eerder small en midcaps,

te weinig gevolgd worden en bijgevolg ook te weinig onder de aandacht komen van de beleggers. Dit heeft als gevolg dat zij niet liquide genoeg zijn hetgeen per definitie de efficiëntie van de financiële markten niet ten goede komt.

III. DE BEURSGENOTEERDE ONDERNEMING

Hoe trachten de beursgenoteerde bedrijven in te spelen op deze toenemende druk naar meer en betere informatie teneinde er toe bij te dragen de belegger, institutioneel of privé, beter te informeren. In eerste instantie is er de duidelijke trend dat een sterk uitgebouwd “investor relations” departement onmisbaar is geworden in de contacten met de financiële wereld. Haar activiteiten hebben slechts één doelstelling: Bijdragen tot de creatie en instandhouding van een getrouw beeld van de financiële gezondheid van het bedrijf.

Dit houdt in dat er sowieso meer aandacht besteed wordt aan de hoeveelheid en de inhoud van de informatie die gegeven wordt, met bijvoorbeeld ook veel meer data over de deelactiviteiten van deze bedrijven. Dit wordt gekoppeld aan allerhande ondersteunende evenementen zoals “investor days”, een intensieve aanwezigheid op beleggersdagen, webcast presentaties enz. Voor bedrijven die een belangrijk beleggerspubliek hebben in andere continenten, essentieel de Verenigde Staten, houdt dit in dat er ook moet gezorgd worden voor de gelijktijdige beschikbaarheid van informatie op geografisch vlak. Met andere woorden, resultaten zullen bijvoorbeeld pas in de namiddag worden vrijgegeven teneinde hiermee rekening te houden. Men verzeilt hier tegelijk in de hele discussie van voorkennis waarbij de wetgeving dienaangaande steeds verder gaat en men nu ook het onbewust met voorkennis handelen wil aanpakken. Waarschijnlijk een hele kluit voor de rechtbank maar dit debat overstijgt het onderwerp van dit artikel.

Uiteraard stelt zich onmiddellijk de vraag hoever deze evolutie om steeds meer informatie te delen leidt: Meer en meer stemmen gaan op om deze situatie een halt toe te roepen: Teveel informatie werkt in de verkeerde richting! Een aantal van de grootste bedrijven, zoals bijvoorbeeld Coca-Cola in de VS, of Interbrew en Umicore in België hebben bij monde van hun CEO en CFO al laten weten dat ze niet te vinden zijn voor de mogelijke trend als gevolg van de nieuwe IAS (International Accounting Standards) regels en de bestaande US

GAAP regels, om per trimester een uitgebreide resultaats- en informatiebrochure uit te brengen. Enerzijds merkt men dat niemand nog tijd vindt om die informatie volledig te lezen en correct te interpreteren, anderzijds zijn er voldoende recente voorbeelden van bedrijven die zich door deze evolutie hebben laten verleiden om de nadruk meer en meer te verleggen naar de (steeds positieve) verwachtingen voor de toekomst en zo de aandacht af te leiden van de precare actuele toestand.... De gevolgen hiervan zijn intussen voldoende bekend tot schaamte en schande van heel wat beleggers.

IV. DE ROL VAN DE MEDIA

Ook de media mogen in heel deze discussie niet vergeten worden: Ook zij spelen een zeer belangrijke rol in de informatieverstrekking naar vooral de kleine belegger toe. Het aantal bladen en zelfs televisiezenders die zich enkel en alleen met financiële analyses en beleggingsadviezen bezighouden is niet meer bij te houden. Vaak treft men ook hier een opbod aan waarbij er bijvoorbeeld wedstrijden opgezet worden tussen een reeks zogenaamde goeroes. Dergelijke initiatieven en adviezen worden gretig opgepikt door de beleggers die vervolgens gedesillusioneerd rondlopen eens blijkt dat de verwachtingen niet zijn uitgekomen. De nieuwe Europese regelgeving zal op dit vlak een en ander veranderen en deze activiteiten significant aan banden leggen. De pers wijst er echter op dat zij zich eveneens dienen te baseren op ondermeer de analistenrapporten vanwege de banken en bijgevolg, net zoals de institutionele beleggers, misleid kunnen worden, indien deze rapporten om redenen, zoals hierboven aangehaald, geen correcte informatie bieden. Anderzijds dient gezegd dat het de pers is, in casu de Wall Street Journal, die bijvoorbeeld het Lernout & Hauspie debacle heeft aan de oppervlakte gebracht.

V. BESLUIT

Tenslotte dient ook duidelijk gesteld dat de beleggers zelf, groot en klein, een zekere vorm van maturiteit dienen te vertonen en met andere woorden zelf ook voldoende kritisch moeten blijven. Daarbovenop moeten ze leren omgaan met de ter beschikking gestelde informatie en deze onderwerpen aan een eigen analyse. De hype van de laatste

jaren heeft, zoals iedereen weet, echter geleid tot een blind vertrouwen in de beurs en de economie. Veel van deze beleggers hebben intussen ondervonden dat dit tot grote debacles kan leiden.

Als algemene conclusie kan gesteld worden dat de discussie rond de kwaliteit en de onafhankelijkheid van analisten en hun rapportering geen probleem is dat enkel door hen gedreven wordt. Alle spelers hebben hier hun verantwoordelijkheid. Analisten zijn zich echter bewust van de kritiek en de druk op hun schouders. Een recent initiatief van de AMIR (Association for Investment Management and Research) wil haast maken met een nieuwe gedragscode teneinde het vertrouwen te herstellen. Want vertrouwen is alles in de beleggingswereld en elk beetje dat kan helpen om dit te herstellen is mogelijk een steen in het herstel van de economie in zijn geheel.