

DE SCHANDAAL LEERCURVE (OF HET ONTBREKEN ERVAN)

Het eerste decennium van deze eeuw heeft zich al aardig in de kijker gespeeld bij beleggers. Het begon natuurlijk met de nasleep van de uitgespatte internet zeebel, waar bijna direct de boekhoudschandalen op volgden en nu is er alweer het volgende schandaal: dat van de kredietcrisis. Hoe verschillend deze schandalen ook lijken te zijn, toch is er sprake van enkele gemeenschappelijke kenmerken. En is daar wat van te leren?

Gemeenschappelijk hebben zij (1) over een wat langere termijn oplopende koersen, hoofdzakelijk veroorzaakt door groei van de wereldeconomie, (2) opportunisme van de kant van beslissers en (3) het falen van gezond verstand bij beleggers.

Met het oplopen van de koersen van fondsen over een langere tijd ontstaat het idee dat de bomen tot in de hemel groeien terwijl de basis hiervoor (economische groei en efficiëntie) ontbreekt. Er ontstaat een soort van piramidespel: instappen en hopen dat bij verkoop de koersen nog verder zijn gestegen. Er wordt in dergelijke perioden te weinig aandacht geschonken aan de omvang en vooral de prijs van het (systematische) risico. De internetondernemingen leken zich eerst te kunnen onttrekken aan de economische wetmatigheden, maar de tijd leerde anders. Slechts weinig internetondernemingen bleken echt winstgevend te zijn. Bij de gevallen zoals Enron en Ahold speelde de optie-achtige beloningstructuren een rol. Deze leidden ertoe dat het manipuleren van koersen wel erg verleidelijk werd voor bestuurders. Bij de kredietcrisis ligt het iets ingewikkelder. Hier spelen prijsontwikkelingen op de huizenmarkt in Amerika en op de globale fusie- en overnamemarkten een rol. Deze prijsontwikkelingen werden geschraagd door economische groei, maar vooral ook door een wereldwijd laag renteniveau. De lage renteniveaus maakten lenen of overnemen met geleend geld erg aantrekkelijk. Banken zetten deze deals door naar "special purpose vehicles" die de liquiditeiten voor deze investeringen verkregen door kortlopende waardepapieren uit te zetten bij (institutionele) beleggers. Alles ging goed zolang de rente laag bleef en het onderpand in deze vehicles de waarde behield. Met het inzakken van de huizenmarkt in Amerika, voornamelijk doordat minder gegoede huizenbezitters de lasten niet meer konden opbrengen, daalde het onderpand in waarde. De vehicles konden het kortlopende papier niet meer gunstig herfinancieren en de eerste faillissementen dienden zich aan.

Voorkomen van dit soort problemen is moeilijk omdat het voor betrokken partijen op korte termijn te zeer lonend is. Markten verschonen zich uiteindelijk wel, alleen dan wel met financieel pijnlijke consequenties. Kan dit niet anders? Zo langzamerhand moet duidelijk zijn dat het voortduren van koersappreciaties leiden tot foute gedragsprikkel bij marktpartijen, waardoor het zicht op risico's wordt vertroebeld. De mens heeft echter van nature een ingebouwd mechanisme tot het doorextrapoleren van een bestaande trend en heeft last van het zogenaamde "buurmanprobleem": als hij het kan moet ik het toch ook kunnen? Hij een groter huis, dan ik toch ook? Dit bij elkaar leidt ertoe dat de correcte beoordeling van risico's bij de belegger zoek raakt en er een piramide-achtige spel ontstaat op markten. De bovenstaande voorbeelden laten zien dat het piramidespel iedere keer ergens anders in de economie ontstaat. Achteraf gezien is het makkelijk te identificeren, maar de echte uitdaging is om dit van te voren te zien aankomen en daarnaar te handelen.

Oscar Couwenberg
Director MBCF