

# Dutch Gold Mines

Op de valreep slaagt de regering er dan toch in het privatiseringsprogramma goed op gang te brengen. Geheel in lijn met de kabinetfilosofie en de modebegrippen van de jaren tachtig als terugtrekkende overheid en versterking van het marktproces biedt de staat nu een derde van de aandelen DSM te koop aan. Veel meer dan dat een pakket aandelen van eigenaar verwisselt gebeurt er eigenlijk niet. Via ingewikkelde constructies blijft de staat controle houden over de aardgasbelangen, terwijl de zeggenschap in de onderneming daar blijft waar die eigenlijk altijd al was: bij de ondernemingsleiding.

Ogenschijnlijk kan men de eerste fase van de privatisering van DSM als een succes voor de overheid beschouwen. Als een goed rentmeester zorgt de overheid ervoor een hoge prijs voor de koopwaar te krijgen. Maar toch lijkt de overheid enkele aspecten van goed koopmanschap over het hoofd te zien. Men kan zich afvragen of de overheid wel genoeg aan klantenbinding doet. Niet alleen de overheid als verkoper moet baat hebben bij de privatisering, ook de belegger moet er over langere termijn wat aan kunnen verdienen.

Voor het beoordelen van de huidige gang van zaken is het zinvol de doelstellingen van het privatiseringsproces te bezien. Ten eerste kan men het incasseren van een zo hoog mogelijke som ineens door de overheid in plaats van onzekere toekomstige ontvangsten (dividend) als doelstelling aanmerken. Ten tweede kan de spreiding van het aandelenbezit onder particulieren doelstelling zijn. Dit hoeft niet uit te lopen op het propageren van een waar volkscapitalisme zoals in Engeland is gebeurd, maar kan ook betekenen het interesseren van midden-inkomsgroepen voor aandelen. Bredere participatie onder particulieren kan de primaire functie van de beurs ten goede komen, waardoor meer ondernemingen zich via de beurs kapitaal kunnen verschaffen om investeringen te financieren. Een derde doelstelling ligt op het politieke vlak en betreft de afweging welk deel van de kiezers men tracht te behagen. Per definitie staan de belangen van belastingbetaler en (toekomstige) aandelenbezitter tegenover elkaar.

In het geval van DSM lijkt er van een bewuste bevordering van het aandelenbezit onder particulieren geen sprake. Er is een omvangrijke marketingcampagne opgezet, maar extra voordelen in de vorm van bij voorbeeld voorrang bij inschrijving op de tweede tranche worden niet geboden. Voor het bankensyndicaat dat de plaatsing heeft overgenomen gaat het erom alle stukken kwijt te raken. Aan wie is van ondergeschikt belang.

Bij de politieke belangenafweging lijkt de regering ervoor gewaakt te hebben het verwijt te krijgen de hogere inkomens te bevoordelen door een te lage prijs te vragen. Wat men ook van de uitgiftekoers mag denken, als een koopje valt deze in elk geval niet te kwalificeren. In de Engelse pers, wel bekend met privatiseringen in eigen land, viel begin januari over de afgegeven koersindicatie te beluisteren dat de staat daarmee te kennen gaf er meer aan te hechten de belastingbetaler te plezieren dan de potentiële belegger en dat de prijs vooral de behoefte van de overheid aan inkomsten weerspiegelt<sup>1</sup>. Binnen het kabinet kan geen van de ministers van de 'spending departments' de minister van financiën verwijten dat hij in deze tijd van begrotingsdiscipline niet gezorgd heeft voor korte-termijn-maximalisatie van de opbrengst. De combinatie van een goed beursklimaat en de gunstige resultatenontwikkeling bij DSM helpt hem daarbij een handje.

Voor de nabije toekomst vallen hier echter wel een paar kanttekeningen bij te plaatsen. Kenmerkend voor de chemie is het cyclische karakter van de bedrijfstak. Niet alleen is deze gevoelig voor macro-economische schommelingen, ook binnen de bedrijfstak kan door een plotselinge investeringshausse overcapaciteit ontstaan die tot prijsdaling en lagere winsten leidt. De onzekerheid die in een dergelijke situatie onvermijdelijk de toekomstverwachtingen vertroebelt maakt de aandelen onbemind. Een tweede ongewisse factor is het beursklimaat, dat zich ook wel weer eens in een neergaande spiraal kan begeven. Ten derde valt het te bezien in hoeverre de huidige politieke belangstelling voor milieumaatregelen gaat leiden tot lastenverzwaring voor een chemisch bedrijf als DSM. Een recent voorbeeld is de wens van de Industriebond FNV om bedrijven in de chemie te verplichten een milieubeleidsplan op te stellen en milieubeleid in de cao te regelen<sup>2</sup>. Een vierde vraagteken vormen de winstvooruitzichten voor DSM. Voor dit jaar worden fraaie resultaten voorspeld, maar enige kwantificering van de toekomstverwachting voor 1990 wordt angstvallig vermeden. In ondernemerskring praat men heel wat af over de invloed van een ongrijpbaar fenomeen als 'Europa 1992', maar 1990 is buiten het gezichtsveld. Nu voor de afzetprijzen nauwelijks een verdere stijging te verwachten valt, wordt de ontwikkeling van de kostprijs van de belangrijkste grondstof (de in dollars uitgedrukte olieprijs) des te belangrijker. De risico's van bij voorbeeld een hogere olieprijs of dollarkoers blijven onderbelicht.

De verkoop van een derde deel van DSM is slechts een begin. De Postbank en later de PTT zijn de volgende paradepaardjes. Om deze succesvol te kunnen verkopen is een goede start met DSM des te belangrijker. Blijkt de belegger bij de Nederlandse overheid nu een kat in de zak gekocht te hebben, dan zal hij zich wel twee keer bedenken wanneer de staat de volgende 'snoepjes' gaat uitdelen. Door een hoge prijs te vragen bewijst de overheid ook DSM geen goede dienst, aangezien daadwerkelijke uitbreiding van het aandelenkapitaal door een emissie van nieuwe aandelen veel moeilijker wordt. Problemen hierbij kunnen in de nabije toekomst een belemmering vormen voor de financiering van expansie. Goed beschermd in eigen land wil men graag door overnames in de VS de geografische spreiding van belangen van het vooralsnog op Europa geconcentreerde concern vergroten.

Naast Engeland levert ook Japan een instructief voorbeeld. Bij de start van de verkoop van het telefoniebedrijf NTT hebben de rekenmeesters van het Japanse Ministerie van Financiën er wel voor gewaakt het onderste uit de kan te halen. Dit had als resultaat dat zelfs binnen een maand na de krach van 19 oktober 1987 de geplande tweede tranche van deze privatisering normaal doorgang kon vinden en de overheid tegen een hogere koers dan begin 1987 beleggers wist te interesseren. Het is twijfelachtig of het Nederlandse privatiseringsprogramma zelfs een milde schok op de Amsterdamse beurs zou kunnen overleven. De huidige florissante omstandigheden geven geen garantie voor toekomstig succes. In minder gunstige tijden komt het privatiseringsprogramma pas voor een werkelijke test te staan.

**A.J. Wolters**

1. In respectievelijk de *Financial Times*, 5 januari 1989 en *The Economist*, 14 januari 1989, blz. 69,70.

2. *FNV-magazine*, 28 januari 1989, blz. 29,30.