



## Sirenen op het Damrak

**Auteur(s):**

Keuzenkamp, H.A.

**Verschenen in:**

ESB, 82e jaargang, nr. 4091, pagina 81, 29 januari 1997

**Rubriek:**

Redactioneel

**Trefwoord(en):**

aandelenmarkten

Wie de aandelenmarkt wil doorgronden, doet er goed aan de General Theory van Keynes eens ter hand te nemen<sup>1</sup>. Keynes, actief belegger, maakt onderscheid tussen beleggers die zich richten op de fundamentele ontwikkelingen van ondernemingen en hun markten, en beleggers die hun collega's proberen af te troeven door snel op de sentimenten van de markt in te spelen. Keynes constateert met enig dedain dat het laatste type belegger op Wall Street domineerde: Amerikanen stellen overmatig belang in 'discovering what average opinion believes average opinion to be, and this national weakness finds its nemesis in the stock market'. In Londen daarentegen werd belegd voor de lange termijn, bijvoorbeeld om te rentenieren. Volgens Keynes is een beurs die door wispelturige sentimenten gedreven wordt een gevaar voor ondernemerschap. 'Speculators may do no harm as bubbles on a steady stream of enterprise. But the position is serious when enterprise becomes the bubble on a whirlpool of speculation'. Om kapitaal aan de lange termijn te binden was hij voorstander van een belasting op beurstransacties.

Dat was in 1936. Anno 1996 zijn Britse heren van stand zeldzaam op de beurs van Londen. En de internationale mobiliteit van kapitaal verhindert een beursbelasting. De beurs van Londen verschilt weinig meer van Wall Street. Het snelle kapitaal heeft de macht. In Nederland is dat nog niet zo. Hier beschermen ondernemingen zich tegen aandeelhouders door gebruik te maken van de 'structuurvennootschap'. Deze verhindert ongewenste overnames (denk aan Nedloyd) en reduceert de raad van commissarissen tot loyale, zichzelf benoemende jaknikkers (vaak oud directieleden, zoals bij Philips).

Maar het 'Angelsaksische' model is in opmars. De sirenenzang van het snelle kapitaal klinkt steeds luider. Volgens velen is de macht van de aandeelhouder nu te klein en koersen continentale ondernemers te weinig op de aandeelhouder<sup>2</sup>. De aandeelhouder, als 'principaal', heeft onvoldoende greep op 'agent' bedrijfsleider. Dat zou moeten verbeteren door bijvoorbeeld de aandeelhouder meer invloed te geven op de benoeming van de raad van commissarissen. Ook kunnen de belangen van ondernemers gelijk- geschakeld worden aan die van de aandeelhouder via beloning met aandelen en opties.

Het vergroten van beurswaarde op korte termijn wordt dus steeds belangrijker als ondernemingsdoelstelling. Topondernemers als Hovers (Stork) en Vinken (ex-Elsevier) hebben zich hiervoor met kracht uitgesproken. Ze worden op hun wenken bediend. Het gaat goed met de aandeelhouders van het Nederlandse bedrijfsleven. De beursindex steeg volgens de *Financial Times* in Amsterdam tussen september 1995 en september 1996 met 25,4%, ruimschoots meer dan in Noord Amerika (17,3%) of het Verenigd Koninkrijk (12,4%). De koerse explosie reflecteert volgens de *Financial Times* het nu ook buiten Engeland en Amerika groeiende besef dat 'the company's prime goal is to create wealth for those who invest in it'<sup>3</sup>. De sirenen op het Damrak krijgen gehoor.

Maar er zijn dissonanten. J. Wessel Ganzevoort, directeur van KPMG Management Consulting, vindt het 'enig' om winst te maken, maar 'als het je enige graadmeter wordt, dan ben je verkeerd bezig. Ik wordt razend van de shareholder-value golf. Dat maakt dingen kapot'<sup>4</sup>. Hij wordt gesteund in een kerstoprising van J. Kalff, baas van ABN-AMRO: 'Het primaat van de aandeelhouder is me veel te ongenueanceerd. Je zult een evenwicht moeten vinden tussen de belangen van de kapitaalverschaffer en de belangen van de klant, het personeel en de leiding van de onderneming. Wanneer aandeelhouders zich nadrukkelijk met het beleid gaan bemoeien, dan schieten we door'<sup>5</sup>.

Dat neemt niet weg dat Nedloyd en Philips veel baat kunnen hebben bij machtiger aandeelhouders. Het probleem is om aandeelhouders aan het lange termijn ondernemingsbelang te binden. Beloning in snel verzilverbare opties is dan niet wijs. Het leidt tot machomanagement. De verleiding is groot om de beurs te gerieven door geregeld een signaal van krachtadig ondernemerschap af te geven. Over-name en sanering zijn zulke signalen. Investeren in eigen technologie, personeel en ondernemingsgeest daarentegen geven niet onmiddellijk profijt en komen in het gedrang. De sirenen van het Damrak verleiden dan tot een koers op de klippen.

Om dat te voorkomen is het goed om aandeelhouders wel macht te geven, door directere invloed op benoemingen van commissarissen, maar de zittingsperiode van commissarissen te verlengen en tevens werknemers-commissarissen aan te stellen. Ook uitbetaling van ondernemers in opties is niet bij voorbaat verkeerd, maar hiervoor zouden dan opties met een lange termijn geïntroduceerd moeten worden. Gedacht kan worden aan tien jaar (in de VS gelden geen beperkingen, in het VK geldt een termijn van minimaal drie tot maximaal tien jaar). Want om optimaal van een sirenenzang te genieten is het verstandig om de handen te binden aan de lange termijn, zodat wispelturige handelaren het echte ondernemen niet hinderen

1 J.M. Keynes, *The general theory of employment, interest and money*, 1936/1973, Macmillan, Londen. Citaten verwijzen naar blz. 159-160.

2 Zie Commissie Peters, *Corporate governance in Nederland, een aanzet tot verandering en een uitnodiging tot discussie*, Amsterdamse Effectenbeurs, 1996.

3 Zie *Financial Times*, FT 500, 24 januari 1997, blz. 4 en blz. 11.

4 Zie T. van Kerkhof, Rijkdom is meer dan geld, *Het Parool*, 24 december 1996, blz. 23.

5 *Elsevier*, 21 december 1996, blz. 48.