

cpb

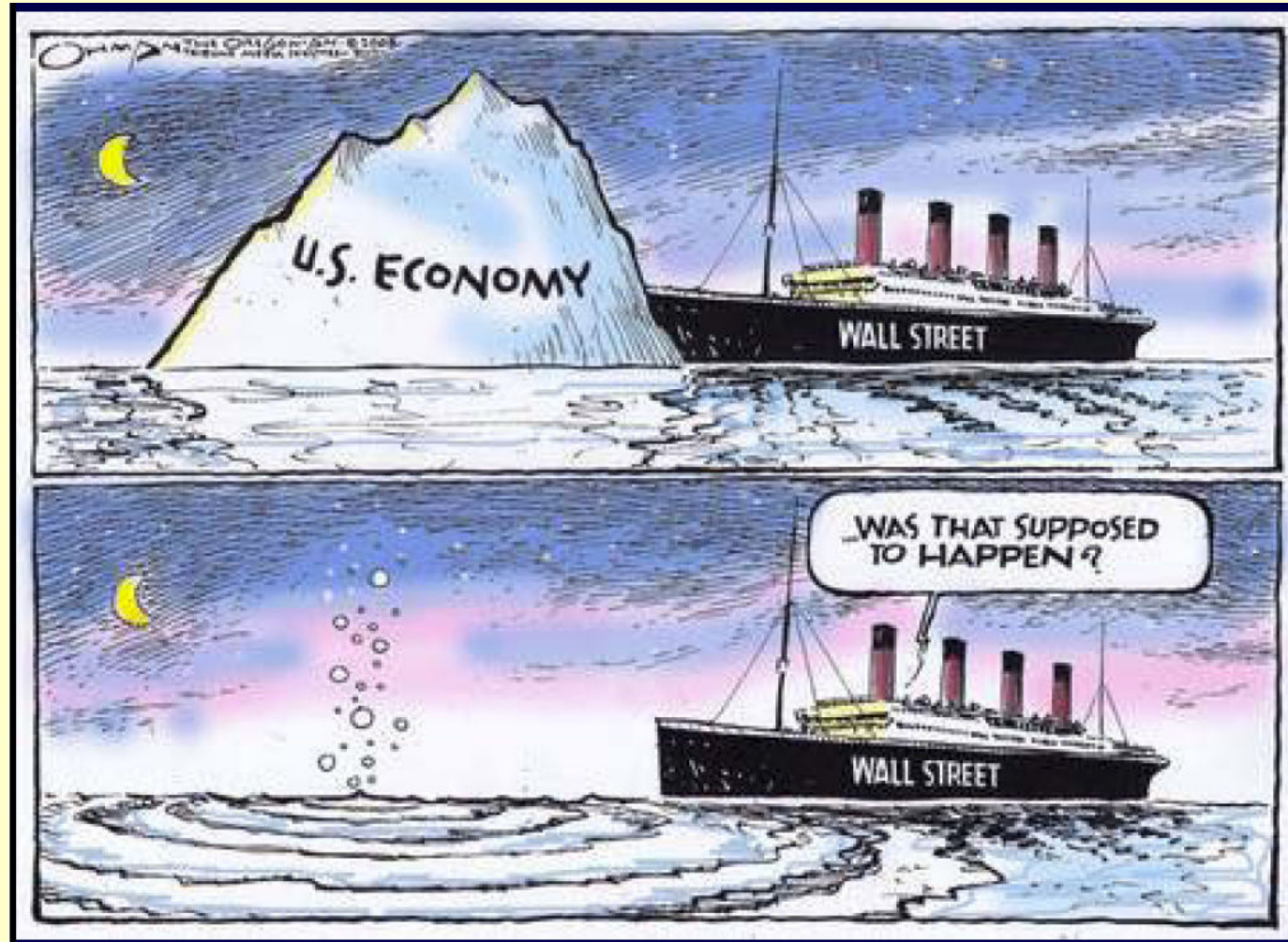
Nederland na de crisis

Bilderberg
6 feb 2009

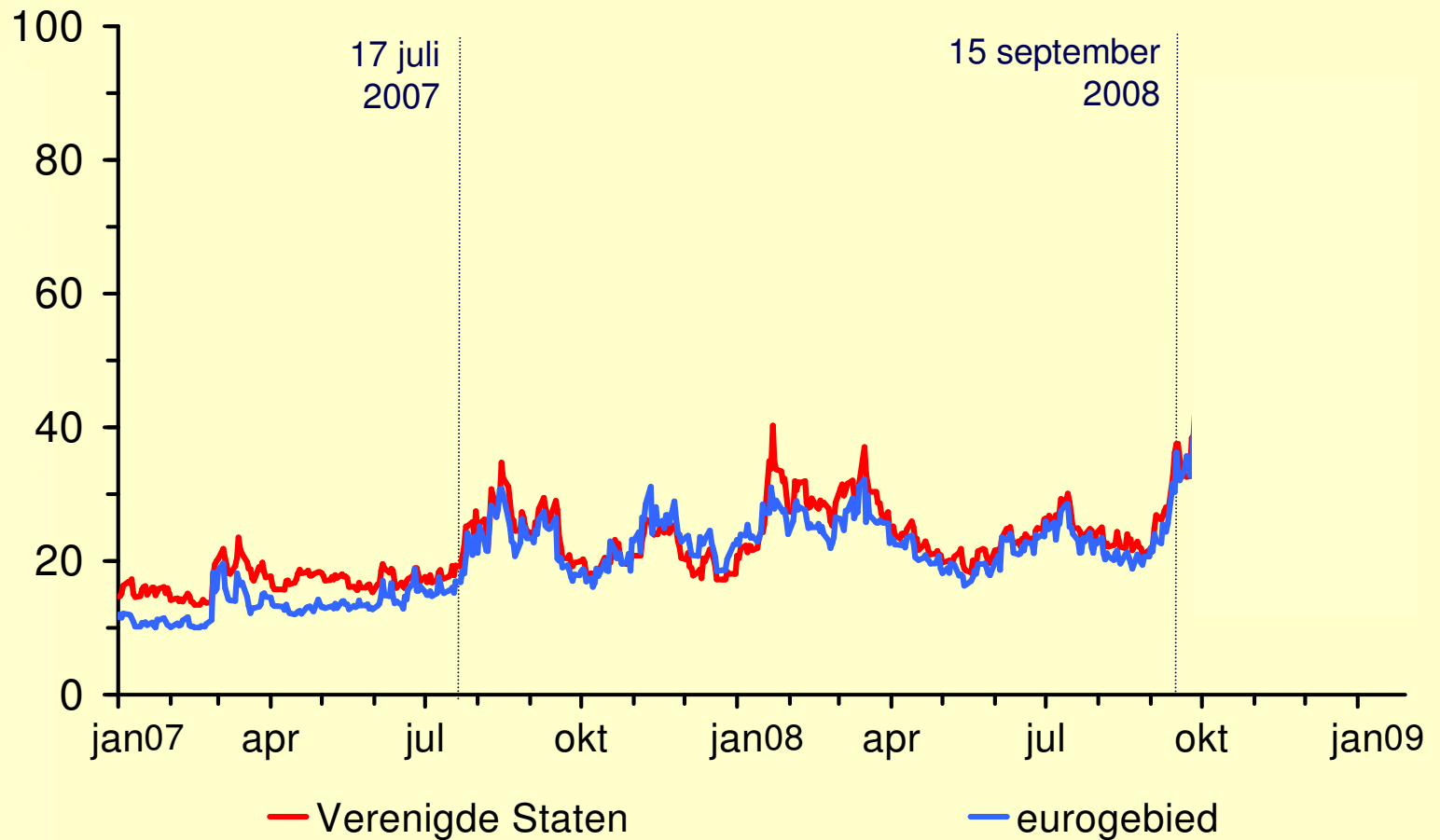
Nederland na de crisis

Prof. C.N. Teulings

Kredietcrisis



Volatiliteit aandelenkoersen



Kapitaalmarkt op slot

A banker is someone who lends you an umbrella when the sun is shining, to ask it back when it starts raining



cpb

Nederland na de crisis

Bilderberg
6 feb 2009

Rijnland versus de Angelsaksen



Rijnland versus de Angelsaksen

- 1990-2005: aandeelhouderswaarde
 - ▶ Verhoging koers-winst ratio's
 - ▶ Vermindering beschermingsconstructies
 - ▶ Economisch succes jaren negentig, *Puinhoop Paars*
- Sinds-2005: herwaardering Rijnlandse model
 - ▶ Private equity en hedge funds
 - ▶ Zie SER studie *Evenwichtig Ondernemingsbestuur*: spreekt van “*kwetsbaarheid*” ondernemingen
 - ▶ Versterkt door de financiële crisis
- Shareholders versus Stakeholders
 - ▶ Belang van alle partijen meewegen
 - ▶ = *redelijk compromis*
 - ▶ Wie kan daar nu tegen zijn?

Emotioneel beladen discussie

- Heftige reacties op pleidooi
 - ▶ Rijnland/stakeholder model
 - ▶ Wordt beschouwd als typisch Nederlandse polder
- Begrijpelijk
 - ▶ Emotioneel, gaat over normen
- Wat is een norm?
 1. Wat moet ik doen. Wat moet ik nalaten
 2. Hoe moet ik reageren als een ander regel 1. overtreedt
 - ▶ Geloofwaardig straffen vereist binding aan belofte
 - ▶ Emoties = binding, overruled ratio/eigen belang
- Juist daarom: open discussie nodig
 - ▶ Is dit de goede norm?

cpb

Nederland na de crisis

Bilderberg
6 feb 2009

IJzeren verdedigingslinies....



Linie 1: Korte termijn – lange termijn

- Aandeelhouder = korte termijn belang
- Bestuur = lange termijn belang alle partijen
- **ONJUIST!**
 - ▶ Aandeelhouders? Zie dot.com bubbel, zie TomTom
 - ▶ Bestuur? Zie *De Prooi*
- Wat is wel een probleem?
 - ▶ Asymmetrische informatie van aandeelhouders kunnen lange termijn investeringen niet beoordelen
 - ▶ Liquiditeit aandelenmarkt
 - ▶ Geloofwaardigheid bestuur voorwaarde geloofwaardige lange termijn beleid

Linie 2: Eigen versus vreemd vermogen

- Private equity
 - ▶ Stopt ondernemingen vol schuld
 - ▶ Op zich niet verkeerd: disciplineert management
 - ▶ Maar: fiscale horde
- Paradox van deze tijd
 - ▶ *Deleverage* nodig
 - ▶ Aandeelhouders hebben gebloed
 - ▶ Obligatiehouders gered
 - ... op kosten van belastingbetaler
 - ▶ Signaal samenleving: verschaft vreemd vermogen
 - ... dan ben je in crisistijd gegarandeerd
 - ▶ Strijdig met *deleverage*
- Risicovrij sparen/beleggen bestaat niet

Linie 3: Betrokkenheid werknemers

1. Specifiek menselijk kapitaal
 2. Betrokkenheid bij onderneming
 3. Plezier in het werk
 4. ... kortom: er is toch meer dan loon alleen?!?
- Natuurlijk!
 - Biedt werknemer optimaal pakket
 - ... maximaal afgestemd belang onderneming
 - ... want dat maakt lager loon mogelijk
 - Dus: niet strijdig met aandeelhoudersbelang

Corporate governance

How the hell do I know that I get my money back?

- Kapitaalmarkt = belofte maakt schuld
 - ▶ Caballero: investeren = geef de maffia een gijzelaar
 - ▶ Driehoek
 1. Management
 2. Werknemers
 3. Kapitaal
 - ▶ Bondgenootschap Management en Werknemers
 - ▶ Private equity: beschermt Kapitaal vs. bondgenoten
- *Hold up* probleem
 - ▶ = probleem van binding aan belofte
 - ▶ = tijdsinconsistentie

cpb

Nederland na de crisis

Bilderberg
6 feb 2009

Insider - outsider



Insider – outsider

- Wie krijgt bij succes ondernemings surplus?
 - ▶ = *hold up* probleem
 - ▶ Als *Ex post*: winst naar insiders met vaste baan?
 - ▶ Dan *Ex ante*:
 - Hogere kapitaalkosten
 - Minder investeringen in nieuwe banen
 - Lagere vraag naar arbeid en dus lager loon
 - ▶ *Ex post* belang insiders vs. *Ex ante* belang outsiders

- Voorbeeld: ontslagrecht
 - ▶ Beschermt insiders *Ex post*
 - ▶ ... ten koste van hogere kapitaalkosten
 - ▶ ... en dus van belangen outsiders *Ex ante*

cpb

Nederland na de crisis

Bilderberg
6 feb 2009

Politieke verleiding.....



Politieke verleiding

- Tijds(in)consistentie
 - ▶ Aandeelhouder heeft al geïnvesteerd
 - ▶ Hij hoeft dus niet meer te worden beloond
 - Ontslagrecht
 - Corporate governance
- **Nakomen beloftes jegens aandeelhouders = ieders belang**
- Kernpunt van het Nederlandse poldermodel
 - ▶ Venture capital
 - ▶ Hoofdkantoren
- Probleem van de driehoek: stem kapitaal
 - ▶ Vergroot door internationalisering kapitaalmarkt
 - ▶ Cruciale rol pensioenfondsen

cpb

Nederland na de crisis

Bilderberg
6 feb 2009

Waarde van Corporatisme ?



Waarde van Corporatisme ?

- Dus: weg met het poldermodel?
 - ▶ Nee!
 - ▶ Brede belangenbehartiging beperkt macht insiders
 - ▶ Vergelijk Denemarken – Verenigde Staten

- Management als marionet aandeelhouders?
 - ▶ Nee!
 - ▶ Heldere doelstelling
 - ▶ ... d.w.z. maximaliseer aandeelhouderswaarde ...
 - ▶ nodig voor effectief mandaat management

- Dus: open discussie over normen belangrijk