

naar de particuliere sector wel slagen, aldus Den Drijver in de aandeelhoudersvergadering van mei 2009.

Bovendien zag VDM af van een eerder aangekondigde deelname in vermogensbeheerder GSFS. En even later maakte het bekend een derde van de eigen handelsopbrengsten te reserveren om fiscale tegenvalers te verhapstukken. Ook is gebleken dat de strategie om geld te verdienen met dividendarbitrage verlieslijdend is geweest en VDM is daar inmiddels mee gestopt.

#### KOMEN EN GAAN

Ook in de bestuurskamer was VDM geen baken van stabiliteit. Het bedrijf had de hoogste omloopsnelheid van financieel directeuren (cfo). In zes jaar tijd had het handelshuis liefst vier cfo's, totdat in juli 2008 ook Michiel Wolfswinkel, inmiddels cfo van automatiseerder Qurius, het voor gezien hield.

Mogelijk heeft de zwalkende strategie ook te maken met het opvallende verloop binnen de raad van commissarissen. In het toezichthoudend college was het een komen en gaan. President-commissaris Dolf van den Brink, oud-bestuurslid ABN Amro, trad in augustus 2007 "om persoonlijke redenen" af, net als Marinus Arentsen, oud-bestuurslid van CSM. Een jaar eerder had Jan Aalberts, bestuursvoorzitter van Aalberts Industries, zijn commissariaat al opgegeven.

Sinds mei 2009 bestaat de raad van commissarissen, althans officieel, weer uit drie personen: Peter Zwart, voormalig bestuurslid Van Lanschot Bankiers, en Arjen Paardekooper kwamen de Brit McNally bijstaan, terwijl Gerrit de Marez Oyens vertrok. En dus bestond de raad op een kritiek moment volledig uit onervaren commissarissen.

#### DOORSTART HEEFT PRIORITEIT

De VEB is van mening dat het werken aan een mogelijke doorstart prioriteit heeft in het belang van iedereen die betrokken is bij het handelshuis. Op korte termijn zullen de tijdelijk bestuurders Zwart en Paardekooper oplossingen moeten verzinnen voor de acute liquiditeitsnood. Het afstoten van onderdelen lijkt voor de hand te liggen, maar is bij een handelshuis als VDM niet eenvoudig.

Medio september houdt VDM een buitengewone aandeelhoudersvergadering om aandeelhouders tekst en uitleg te geven over de precaire situatie waarin het terecht is gekomen. Dan moet duidelijk zijn of VDM nog een toekomst heeft of dat een faillissement toch onafwendbaar is. ■

Door Pieter Wind

Directeur Investment Content Management bij ING Investment Management

## Belegger versus consument

**D**e risicobereidheid bij beleggers is de laatste tijd flink toegenomen, zoals is te zien aan de rally op de aandelenmarkten die nu al ruim vijf maanden aan de gang is.

Daartegenover heerst er over een breed front angst voor inflatie, terwijl de rente op obligaties per saldo is gedaald. Verder blijft het consumentenvertrouwen laag en geven veel particuliere beleggers nog steeds de voorkeur aan het parkeren van hun geld op steeds matiger renderende spaarrekeningen. Hoe vallen deze tegenstrijdige marktontwikkelingen te rijmen?

De stijging van de aandelenmarkten kan worden verklaard door de combinatie van een stabiliserende Amerikaanse economie en meevallende winstcijfers van bedrijven. Anders dan consumenten zijn beleggers er als de kippen bij om voor te sorteren op een herstel van de economie zodra deze tekenen van stabilisatie vertoont. Die geconditioneerde reflex werd versterkt doordat centrale banken aangaven dat de rente langere tijd op een laag niveau zal blijven. Bovendien laten ondernemingen weten dat de winsten minder hard zijn gedaald dan vooraf werd gevreesd.

Het gedrag van consumenten is echter veel meer afhankelijk van de toestand van de arbeids- en huizenmarkt. Na de sterkste daling van de huizenprijzen in de afgelopen tachtig jaar en de sterkste stijging van de werkloosheid in dertig jaar in de Verenigde Staten is er voor hen nog weinig reden tot juichen. Na de creatie van de grootste schuldenberg in de geschiedenis zijn zowel bedrijven als consumenten genoodzaakt hun schulden terug te brengen. Ondernemingen pakken dit zeer voortvarend aan, onder andere door hun personeelsbestand in sneltreinvaart in te krimpen. Dit is dan ook de belangrijkste oorzaak van de meevallende bedrijfscijfers. Ook huishoudens reduceren hun schulden. Onder druk van banenverlies, het gebrek aan reële loongroei en dalende huizenprijzen zijn zij aan het sparen geslagen en het is niet aannemelijk dat deze trend de komende tijd zal keren.

Er heerst nog steeds een brede overtuiging dat olopemde overheidsschulden en het bijdrukken van geld in de toekomst zullen leiden tot hogere inflatie. Hoewel dit voor de verre toekomst niet kan worden uitgesloten, lijkt het erop dat de deflatoire druk, door de grote overcapaciteit en hoge werkloosheid in 2009 en mogelijk ook 2010, zwaarder zal wegen. Bovendien zal de vergrijzing in de westerse wereld op langere termijn eveneens een remmend effect op de inflatie hebben, iets wat in Japan al te zien is.

Op de aandelenmarkten is het goed mogelijk dat de huidige opleving nog wat langer aanhoudt, gezien het groeiende optimisme over de toekomstige bedrijfswinsten. Het positieve effect van kostenbesparingen en voorraadaanvullingen zal in de komende zes tot negen maanden echter afnemen. Het stokje moet dan worden overgenomen door aantrekkende consumentenbestedingen en dat kan nog wel eens voor beren op de weg zorgen.

Een V-vormig winstherstel zoals we dat in 2004-05 zagen, verwacht ik niet voor 2010-11. Destijds begon het herstel vanuit duidelijk lagere marges, in een context waarin consumenten minder schulden hadden, er meer banen waren, de loonontwikkeling beter was en de huizenprijzen stegen. Een herhaling van dat patroon verwacht ik daarom niet. De winsten zullen weliswaar toenemen, maar slechts in een bescheiden tempo. ■

