

net als de commissarissen, de verplichting om zich in te spannen voor de creatie van aandeelhouderswaarde op lange termijn. Bij een bieding en niet-onafhankelijke commissarissen weegt deze verplichting extra zwaar en moet voor alle aandeelhouders een optimale prijs worden bewerkstelligd, zonder afbreuk te doen aan overige belanghebbenden.

Brouwer zal andere partijen tot de onderhandelingstafel moeten toelaten om een zo hoog mogelijk bod te realiseren. Dit kan Brouwer persoonlijk ook een leuk extraatje opleveren. Bij zijn aanstelling eind 2006 kreeg hij vierhonderdduizend onvoorwaardelijke opties toegekend met een uitoefenprijs van 3,78 euro, die bij een 'change of control' direct verzilverd kunnen worden. In maart 2009 kwamen daar nog eens 160.000 opties bij, nu met een uitoefenprijs van 2,23 euro. Nog afgezien van mogelijke andere speciale vergoedingen als het tot een overname komt, kan Brouwer onder het bod van Jumbo alleen al 483.000 euro aan optiewinst incasseren.

#### VEB VRAAGT OPHELDERING

Als onderdeel van zijn bod heeft Jumbo bedongen dat het dertig dagen exclusief met grootaandeelhouder Casino kan onderhandelen, waarmee de doelvennootschap zelf (Super de Boer) gepasseerd lijkt. Mogelijk is ook dat Super de Boer inmiddels tot concrete afspraken met Jumbo en/of Casino is gekomen. Wel is al duidelijk dat Jumbo als enige toegang heeft gekregen tot de boeken van Super de Boer. In het kader van de verplichte gelijke behandeling van aandeelhouders heeft de VEB Super de Boer verzocht nadere informatie te verstrekken over de exacte inhoud van de gemaakte afspraken. Als het nog niet zover is gekomen, moet Super de Boer duidelijkheid scheppen over de huidige stand van de gesprekken met Casino en Jumbo.

De VEB heeft ook aan Casino en Jumbo om opheldering gevraagd over de exacte inhoud van de gemaakte (handels)afspraken. Het is de taak van het bestuur en de commissarissen om te zorgen dat er een speelveld ontstaat, waarop potentiële kandidaten gelijke kansen hebben om een bod uit te brengen ('level playing field'). Nu Casino heeft aangegeven het bod van Jumbo in elk geval gedurende dertig dagen te steunen, hebben individuele minderheidsaandeelhouders in die periode niet de mogelijkheid het bod tegen te houden door tegen te stemmen, wanneer bijvoorbeeld een hoger bod volgt. ■

Door Pieter Wind

Directeur Investment Content Management bij ING Investment Management

## Schuld en boete

Voor het eerst sinds het uitbreken van de crisis heb ik het gevoel dat er vooruitgang geboekt wordt in de discussie over de dieper liggende oorzaken. Tot nu toe is het publieke debat hoofdzakelijk gegaan over zaken zoals ethiek en beloningen. Begrijpelijk, want zo wordt de woede richting de veroorzakers gekanaliseerd, maar het is natuurlijk niet meer dan symboolpolitiek. Symboolpolitiek omdat de menselijke natuur niet verandert door minder verleiding en een bankierseed. Foutief menselijk gedrag zal altijd en overal voorkomen. Natuurlijk kunnen omstandigheden wel van invloed zijn.

Ik hecht veel meer waarde aan de analyse van de diepere oorzaken die de economische inrichting en beleid betreffen. In mijn ogen zijn dat er twee. De eerste is het zogenaamde 'too big to fail'-principe. Foutief menselijk gedrag blijft beperkt door af- of bestraffing. Dit laatste blijkt bij de huidige omvang van de financiële instellingen niet mogelijk. Micro-economisch fout bankieren wordt zo niet bestraft met faillissement maar met redding vanuit macro-economisch belang. Om faillissementen wel te kunnen laten gebeuren is herinrichting van het bankenlandschap noodzakelijk. Vele proefballonnen zijn hierover opgelaten (systeembank of niet, zakenbank versus spaarbank, internet spaarbanken, buitenlandse omvang), weinige blijven in vruchtbare aarde te vallen. Naast grote praktische bezwaren spelen allerlei nationale belangen mee. Weerbarstige materie dus en het ziet ernaar uit dat door bankomvang te relateren aan hogere kapitaalbuffers slechts een werkbare oplossing voor het 'fail'-probleem bereikt kan worden. Maar je kunt het nauwelijks straf voor slecht gedrag noemen.

De tweede diepere oorzaak is het zeer ruime monetaire beleid dat het ontstaan van allerhande financiële luchtballonnen in de hand heeft gewerkt. Lang gingen de centrale bankiers ervan uit dat als de inflatie onder controle bleef, de economie het best gediend was. Zogenaamde 'asset bubbles' zouden bij tijd en wijle opleven maar geen structurele schade aan de reële economie aanrichten. De huidige financiële crisis heeft het besef gebracht dat dit niet zo is en dus aanpassing behoeft in de beleidsdoelstellingen. De gedachte is om vermogensmarkten in het monetaire beleid te verankeren, zo blijkt uit een IMF-studie en uitspraken van de president van onze eigen centrale bank DNB. Dat impliceert naast de bestaande doelstelling van prijsstabiliteit een soort van financiële stabiliteitsdoelstelling. Er gaan zelfs stemmen op om weer geldgroei als doelstelling te introduceren. Immers, nieuw geld slaat neer in de reële economie of in de financiële markten. Als econoom heb ik hier wel oren naar: je tracht niet het menselijk gedrag te vervolmaken maar controleert alle randvoorwaarden waarbinnen de marktkrachten – goed en slecht – hun gang kunnen gaan. Zo beheers je eigenlijk de maximale schade. Voor beleggers zit hier echter wel een prijs aan. Het zal leiden tot een meer gematigde geldgroei, bij overigens gelijk blijvende omstandigheden, en dus waarschijnlijk tot een kleinere structurele geldstroom naar de financiële markten of een lagere nominale groei van de economie. Beide leiden tot lagere verwachte rendementen in de toekomst; het eerste via minder expansie van de koers-winstverhoudingen, de laatste via lagere winstgroei. Daartegenover staat dat wellicht door minder financiële luchtballonnen ook de extreme koersuitslagen kleiner worden. Mede gezien de lichte oplossing van de eerste oorzaak moeten beleggers die prijs misschien maar gewoon betalen. ■

