

klanten. Als eenmaal een bepaalde kritische massa is bereikt, is het heel lastig om deze vicieuze cirkel te doorbreken.

Dit komt (nog) niet tot uiting in het rendement op geïnvesteerd kapitaal van het platformbedrijf (ROIC: -29,1 procent). In Nederland heeft het bedrijf een marktaandeel van ruim 90 procent en boekt het een zeer aantrekkelijke marge van ruim 63 procent (ebitda) op een omzet van 42 miljoen euro in 2015. Maar in Duitsland en andere landen investeert Takeaway.com tientallen miljoenen per jaar om de grootste te worden. De ROIC zal hierdoor voorlopig onder druk staan.

## 5 CONCURRENTIEVOORDEEL: EFFICIËNTE SCHAAL

Soms is een markt zo klein dat nieuwe toetreders er niets te zoeken hebben. Een mini-monopolist kan als gevolg van dit zogeheten efficiënte schaalvoordeel keurige rendementen op geïnvesteerd kapitaal verdienen.

Efficiënte schaalvoordelen zijn, bijna per definitie, te vinden in nichemarkten. Denk aan het unieke medicijn dat biotechnologieconcern Galapagos ontwikkelt. Slechts 30 op de honderdduizend mensen heeft last van de longaandoening, waardoor de grote farmareuzen geen enkele belangstelling zullen hebben om met Galapagos te concurreren. Mocht het medicijn, dat nu uitgebreid getest wordt, succesvol zijn, dan is Galapagos alleenheerser in de markt. De Europese Commissie heeft zelfs toegezegd dat het concern in de tien jaar na de introductie marktexclusiviteit zal krijgen.

Ook kleinduimpje Wessanen, dat met merken als Zonnatura, Björg en Clipper inzet op gezonde organische voeding, lijkt precies groot genoeg. De merken zijn groot genoeg om schapruimte te krijgen bij Albert Heijn, maar te klein om interesse te wekken van voedingsgiganten als Unilever. Ter vergelijking: de elf merken van Wessanen waren allemaal bij elkaar goed voor ruim 500 miljoen euro omzet vorig jaar. Unilever boekte ruim 50 miljard euro omzet en heeft alleen al dertien merken die ieder meer dan



## – Column – Governance- flaters bij Imtech

Het zal de meeste beleggers een rotzorg zijn. Het thema corporate governance – (liefst goed) ondernemingsbestuur in goed Nederlands – is vooral interessant in de academische wereld. En het is ook zo'n dingetje van de VEB.

**I**k weet het. Velen onder u zouden het niet betreuren als de VEB een onsje minder aandacht schenkt aan corporate governance, wellicht met uitzondering van exorbitante bestuurdersbeloningen voor ondermaatse prestaties. De typische belegger zou het prima vinden wanneer de VEB zich beperkt tot het beoordelen (of veroordelen) van beursfondsen op strategische en financiële criteria.

Oh ja, u wilt ook dat de VEB via juridische acties schade verhaalt wanneer beleggers bakken met geld hebben verloren door misleiding, mismanagement en falend toezicht van bestuurders, commissarissen en controlerende accountants.

Ik hoop u nu gelukkig weer in de armen te kunnen sluiten, want de VEB is ervan overtuigd dat een goede governance de kans op debacles verkleint. Goede governance is geen garantie voor stijgende koersen, maar al te vaak blijkt slechte governance de opmaat naar ellende.

### De governance-flaters bij Imtech illustreren dit:

- President-commissaris Rudy van der Meer wil zijn termijn met vier jaar verlengen, ondanks grootschalige fraude in Polen. Pas na enorme publicitaire druk treedt hij af.

- Hoewel de puist na vertrek van Van der Meer pas echt openspringt, blijven twee oudgediende commissarissen gewoon aan 'in het belang van de onderneming'.
- Ex-KPMG-topman Ben van der Veer wordt commissaris, terwijl KPMG jarenlang de jaarrekeningen had goedgekeurd.
- Bestuursvoorzitter Gerard van de Aast accepteert een nevenfunctie bij de NS, hoewel het werk als crisismanager hem boven het hoofd groeit.
- Van de Aast wil commissaris worden bij hetzelfde bedrijf waar hij net afzwaait als bestuursvoorzitter. Hij zou daarmee feitelijk toezicht houden op het beleid dat hijzelf had ingezet, ware het niet dat Imtech ondertussen failliet is gegaan.

Veel aandeelhouders lieten zich toentertijd nauwelijks horen, want governance is niet zo relevant voor beleggers.

Nee hoor.



**ERROL KEYNER**  
is adjunct-directeur van de VEB