

Donald Kalffs

Amerika en Engeland exporteren 'een slechte vorm van kapitalisme'. Maar ook de stakeholders in het Europese model jagen hun eigen kortetermijnbelangen na.

Tijd voor iets nieuws, vindt Donald Kalff. Met machtige commissarissen - "zoals ze volgens de wet eigenlijk bedoeld waren" - in een sleutelrol.

BERT BAKKER

het Financieel management

Was het boek *Onafhankelijkheid voor Europa* - Het einde van het Amerikaanse onder-

nemingsmodel al prikkelend en intrigerend toen het uitkwam in 2005, nu lijken de onderwerpen die auteur Donald Kalff aansnijdt haast nóg actueler. Juist in 2007 immers werd het bedrijfs-economische nieuws vaak politiek en het politieke nieuws economisch, zeker waar het Europa betrof.

De overnamegevechten rond onder meer ABN AMRO en Stork leidden tot maatschappelijke onrust en zelfs tot een hoorzitting in de Tweede Kamer over de dreiging die uitgaat van de veelal Amerikaanse hedge- en private equity-fondsen. In het politieke veld viel op dat bij de onderhandelingen voorafgaand aan het EU-verdrag dat in juni 2007 werd gesloten, het vaak ging over het economisch model dat Europa moet nastreven. Niet alleen de Fransen maakten zich druk over een 21ste eeuwse variant op *Le défi Americain*.

Verkeerde aanname

In *Onafhankelijkheid voor Europa*, poogde Kalff aannemelijk te maken dat Amerikaanse vennootschappen hun bedrijfswinsten in de jaren negentig slechts konden laten stijgen door uitbeentpraktijken en window dressing. Minutieus fileerde hij de macro-economische cijfers van de VS en toonde aan dat het land alleen door statistisch gesjoemel de wereld kon wijsmaken dat de Amerikaanse economie harder groeide dan de Europese. Stevige standpunten. Maar hoezo zou juist het eeuwig kwakkelende Europa de ideale thuisbasis zijn voor bedrijven die meer in waardecreatie

dan winst geïnteresseerd zijn? Tijd voor een serieus gesprek.

Wat is er nu precies zo kwalijk aan die typisch Amerikaanse, op Wall Street genoteerde onderneming?

Kalff: "Het probleem met beursgenoteerde bedrijven in het algemeen is dat het systeem is gebaseerd op een verkeerde aanname. Namelijk dat de koers een afspiegeling zou zijn van het potentieel van een onderneming om waarde te creëren. Uit onderzoeken is gebleken dat er geen enkele, écht geen enkele relatie bestaat. Geen wonder, want aandeelhouders hebben bijna nooit voldoende informatie om een bedrijf te beoordelen en te waarderen. Sommigen zien het onderscheid tussen kosten en investeringen niet eens.

Maar intussen bepalen koersen wel in hoge mate het beleid dat bestuurders volgen. Managers zitten gevangen in de spreadsheets van de beursanalisten. De overname destijds van Time Warner door AOL was geïnspireerd door de hoge koers van het AOL-aandeel. Niet door bedrijfsstrategische of -economisch logica. De geforceerde fusie draaide uit op een ramp. Hetzelfde gold indertijd voor British Steel en Hoogovens."

Alternatieven

Een specifiek Angelsaksisch probleem is volgens Kalff dat in het shareholder-georiënteerde model, dat door de grote meerderheid van de bedrijven wordt toegepast, er maar één doel geldt: de winst per aandeel laten stijgen zodat de beurskoers oploopt. "Directies krijgen tot vier jaar volmacht om iets te laten zien. Dat is te

kort om de bedrijfsinkomsten te laten stijgen, dus doen ze wat ze wel kunnen doen: snoeien in de uitgaven, en reserves uitkeren. Of, zoals we eind jaren negentig zagen, rommelen met de boekhouding. Zowel aandeelhouders als directies jagen dus een fantoom na."

Maar beursnoteringen voorzien in een evidente behoefte. Pensioenfondsen willen gespreid beleggen, liquiditeit en lage transactiekosten. Bedrijven willen een makkelijke toegang tot kapitaal. Wat is het alternatief?

"In Europa is van oudsher een veel kleiner percentage van de bedrijven beursgenoteerd. Er bestaat een grote variëteit aan werkende alternatieven: coöperaties, BV's, CV's, familievennootschappen. Die laatste vorm spreekt me zeer aan omdat familieaandeelhouders per definitie loyaal zijn en daarom meer geïnteresseerd in waarde creëren dan externe beleggers die vooral op koerswinst hopen. Ook financiering door private equity-fondsen is in principe een prima alternatief, omdat ook die in de groei van een onderneming geïnteresseerd zijn. Voor bedrijven die zó groot zijn dat het aandelenbezit wel gespreid moet zijn, zou ik bepleiten dat aandelenpakketten op een onderhandse markt worden verhandeld. De waarde zou telkens moeten worden getaxeerd door specialisten die echt goed naar de toekomstige kasstromen kijken."

Anti-globalist?

Uw vertrouwen in de Europese bedrijfscultuur is opmerkelijk, gezien de matige economische prestaties van het oude continent. Wat zijn onze sterke kanten?

Kalff: "Eerst dit: Europa presteert helemaal niet

Derde Weg



FOTO: MARIA BROUWER

Donald Kalff: 'Zowel aandeelhouders als directies jagen een fantoom na.'

zo matig. De economie van de VS groeide de laatste jaren slechts dankzij een uiterst bedrijfsvriendelijk rentebeleid en dankzij consumentenbestedingen aangejaagd door extra belastingverlagingen. Daarvoor stak het land zich nog dieper in de schulden. Europa groeide op eigen kracht. De strategisch sterke kanten van Europa zitten behalve in die diversiteit in ondernemingsmodellen ook in de minder ver doorgeslagen juridisering. De transactiekosten zijn in Europa lager doordat er minder geld wordt verspild aan advocaten- en proceskosten. Maar het uit zich ook in een opener innovatiecultuur. Niet elke vernieuwing wordt zo angstvallig met patenten dichtgespijkerd. Die sterke kanten moeten we goed beschermen."

Bent u een beetje anti-globalist?

"In zekere zin ja, want ik vind dat Amerika en Engeland een slechte vorm van kapitalisme exporteren. Ook naar Nederland. Dat we hier een code Tabaksblat moesten introduceren, IFRS accepteerden en de rol van de AFM zo groot lieten worden, betekent dat onze kapitaalmarkt steeds meer het Amerikaanse ondernemingsmodel overnam, inclusief die verkeerde veronderstellingen over wat een aandeelhouder vermag."

Landen die het Amerikaanse model overnemen, doen dat toch vrijwillig?

"Vrijwillig? De druk van buitenaf was groot in de jaren tachtig en negentig. Aanvankelijk waren de verschillen tussen Amerika en Europa enorm. Maar in het tijdperk van Reagan en Thatcher, met de ideologie van de terugtrekken- de overheid, privatisering en de invloed van ►



‘Ook stakeholders zijn uit op kortetermijnresultaten voor zichzelf. Geen van allen zet het belang van de onderneming voorop.’

wat studenten op hun business schools leerden, ging Europa ook steeds meer het daarbij passende ondernemingsmodel overnemen. Misschien heeft het een tijd gewerkt, maar er is de laatste jaren maatschappelijk veel veranderd. De nadelen van dat shareholder-model worden daardoor groter dan eventuele voordelen. Landen die het nu nog overnemen krijgen het slechtste van twee werelden.”

Wat is er maatschappelijk dan zo veranderd?

“Het idee over een onderneming is gebaseerd op het 19e eeuwse beeld dat arbeid en kapitaal elkaar in een onderneming weliswaar nodig hebben, maar dat hun belangen ook tegengesteld zijn. In die verhoudingen denken velen nog steeds. Zowel in Amerika als Europa worden bedrijven gezien als een gemeenschap waarin de kapitaalverschaffer en de overige betrokken par-

tijen elk hun eigen belang bevechten. Dat acht ik achterhaald. Weliswaar is het Angelsaksische shareholder-model schadelijker dan het Europese stakeholder-model. Maar ook dat laatste model heeft grote nadelen.”

Aha, ook ons stakeholder-model moet op de schop?

“Ja. In de corporatistische jaren na de oorlog zijn de verhoudingen steeds meer geïnstitutionaliseerd. Ook die stakeholders zijn uit op kortetermijnresultaten voor zichzelf. In Nederland bijvoorbeeld is een ‘ijzeren ring’ ontstaan van deskundigen binnen de verschillende pressiegroepen: onderhandelaars van vakbonden en consumentenbonden, aandeelhouders, fractiespecialisten in de Tweede Kamer en bepaalde ambtenaren. Maar geen van allen zet het belang van de onderneming zelf voorop. In een volgend boek werk ik een model uit voor een eigentijdse onderneming.”

Nieuwe commissaris

Uw ideale ondernemingsmodel klinkt als een soort Derde Weg. Hoe ziet die eruit?

“Ik zie een modern bedrijf niet als belangengemeenschap maar als werkgemeenschap. Een organisatie waaraan verschillende betrokken partijen als leveranciers contractueel gebonden zijn. Aandeelhouders en banken leveren geld, werknemers leveren tijd en kennis, managers zorgen dat de bedrijfsprocessen worden gecoördineerd en efficiënt verlopen - met waardecreatie als enig doel. De concentratie op kasstromen vereist continuïteit. En die is alleen mogelijk als in de ogen van alle betrokkenen de contracten legitiem zijn.

Bij beursgenoteerde ondernemingen mankeert het aan die legitimiteit. Daar is het contract



‘Een raad van commissarissen heeft al vergaande bevoegdheden, maar men laat te veel over aan de executives, letterlijk de uitvoerders.’

extreem en onevenwichtig omdat zeggenschap en aanspraken op surplussen in de onderneming in handen zijn van partijen die toevallig de aandeelhouder zijn. Maar ook de figuur van het bedrijf met een directeur-groootaandeelhouder vind ik uit balans. Zodra die legitimiteit er is, wordt maatschappelijk verantwoord ondernemen vanzelfsprekend.”

Maar wie zou in zo'n onderneming dan uiteindelijk de baas zijn?

De vraag waarom het draait is: Wie beschikt over de legitimiteit om de strategie van een onderneming te mogen uitstippelen? Bij een net gestarte onderneming is dat duidelijk; daar zijn dat natuurlijk de oprichters. In een rijpere onderneming moet een raad van commissarissen het ‘erfgoed’ van de oprichters bewaken en vernieuwen. Anders dan nu moet een commissariaat geen bijbaan zijn maar fulltime. Een kleine maar zeer deskundige staf moet de raad ondersteunen.”

Is dat niet een beetje utopisch? Uw nieuwe commissarissen lijken sprekend op de huidige raad van bestuur.

“Nee, ze lijken op commissarissen zoals ze ook volgens de Nederlandse wet eigenlijk bedoeld waren. Een raad van commissarissen heeft al vergaande bevoegdheden op het gebied van strategie, financiering, investeringen, bestuurdersbenoemingen en -beloningen. Maar men laat te veel over aan de executives, letterlijk de uitvoerders. Het wordt tijd dat die zich weer gaan bezighouden met de implementatie van de strategie en de dagelijkse bedrijfsvoering. Maar alleen die kleine verandering zal lastig genoeg blijken.” ■

Who the hell is Donald Kalff?

In eerdere levens werkte Donald Kalff bij Shell en van 1990 tot 2000 bij KLM. Vanaf 1997 was hij daar hoofd-onderhandelaar voor fusies en langetermijn-samenwerkingsverbanden. Nu is hij directeur en mede-oprichter van Impact, een biotech bedrijf dat werkt op het gebied van immunologie. Verder adviseert hij BTF, een private equity-fonds dat in de biotech-sector investeert.

Kalff, die studeerde in Amerika en promoveerde bij de Wharton School aan de Universiteit van Pennsylvania, begon na te denken over de beperkingen van het Amerikaanse ondernemingsmodel toen hij namens KLM onderhandelde met British Airways, SAS en Swissair, en later met Alitalia en de Amerikaanse partners. Van nabij zag hij hoe kansen om samen waarde te creëren, werden gemist door de eenzijdige oriëntatie van Amerikaanse beursgenoteerde bedrijven op het laten stijgen van de winst per aandeel.

Kalff schreef zijn boek om een dam op te werpen tegen de oprukkende Angelsaksische bedrijfscultuur. Zijn kritiek betreft het Britse ondernemingsmodel net zo goed als het Amerikaanse. De effecten ervan zijn in Engeland - ‘een zielig land’ - goed te zien, vindt Kalff. “Welke sociale maatstaf je ook aanlegt, in vergelijking met het continent steekt het land als zwakste af. Het zaakje drijft nog op de City, van hun industrie is vrijwel niets over.”

Kalff woont deels in Nederland, deels in Frankrijk.