

Met mij zal ook u de aanhoudende berichtgeving over World online niet zijn ontgaan. Hoe we ook over WOL mogen denken, haar beursgang is niet helemaal naar wens verlopen en sommige insiders zijn wel erg rijk geworden ten koste van anderen die iets verder van het vuur af zaten. Laten we hopen dat het justitieel apparaat duidelijkheid kan scheppen. Maar goed, u zit niet te wachten op weer een veroordeling van de praktijken van Nina Brink en haar vrienden. Waar we het wel over moeten hebben is wat de gedragsnormen moeten zijn in de huidige wereld waar het financiële, en in het bijzonder de persoonlijke verrijking wel erg de overhand krijgen.

Misschien zijn gedragsnormen niet eens zozeer het probleem. Ieder van ons kan gevoelsmatig bepalen wat wel en niet door de beugel kan. Ik denk niet eens dat over hoe het hoort grote meningsverschillen bestaan. De handhaving van gedragsnormen is echter heel wat problematischer. Het probleem is de ongekende persoonlijke verrijking die te verwezenlijken is met transacties die de grenzen van onze gedragsnormen tarten. Maar, zult u zeggen, niets nieuws, dit speelt toch altijd al? Nee. Er is iets veranderd. Financiële markten zijn dominant geworden en deze bieden een ongekende toegang tot het grote geld. Onze maatschappij wordt op dit punt Angelsaksisch: geen paternalisme en calvinisme meer maar de almacht van de financiële markten.

De traditionele maatschappelijke 'checks and balances' zijn niet opgewassen tegen het grote geld. Regels, toezichhouders en andere politieagentjes zijn nodig om de verleidingen van het grote geld in goede banen te leiden. En hier zit het echte probleem: wij hebben de markt geïntroduceerd maar niet de bijbehorende regels en politieagentjes. Waar staan we, en waar gaat het naar toe?

World off-line: het snelle geld en... integriteit

ARNOUD W.A. BOOT

Maar laten we eerst de zegeningen tellen. Welk geluk brengen ons de financiële markten?

Vraag het economen, en zij zullen de opmars van financiële markten toejuichen. Markten zorgen — in het economenjargon — voor een efficiënte allocatie van middelen. De financiële markt zorgt ervoor dat het beschikbare kapitaal daar terecht komt waar het tot de hoogste opbrengsten leidt. Managers, of ze het leuk vinden of niet, worden door diezelfde financiële markten afgerekend op hun prestaties. Een dalende aandelenkoers is een probleem, en zo maar een goed overnamebod afslaan om zelf langer in het zadel te kunnen blijven is er ook niet meer bij. We kunnen hierover debatteren, maar vriend en vijand zullen het er over eens zijn dat een financiële markt heel wat neutraler en objectiever is dan een staatsbureau dat de verdeling van middelen zelf ter hand neemt. De ervaringen in de voormalige Sovjet-Unie liggen nog vers in het geheugen.

Ook heeft de proliferatie van financiële markten gezorgd voor een soepele toegang tot kapitaal. We kunnen wel sceptisch doen over de torenhoge waardering van internetfondsen en andere hightech-bedrijven op de Nasdaq, maar vergeet niet dat juist door de gemakkelijke toegang tot nieuw kapitaal

een vliegwiel van vernieuwing en innovatie in gang is gezet. En het vliegwiel zet ook de oude economie in een hogere versnelling: traditionele ondernemingen voelen zich bedreigd en moeten meedoen aan de vernieuwing. Financiële markten brengen dus heel veel goeds. Zij leveren de brandstof voor vernieuwing.

Maar financiële markten hebben ook hun problemen. Zij openen de kraan voor het grote geld. En voor heel veel geld zijn velen bereid hun reputatie en eigenwaarde op het spel te zetten. Insiders die snel 'cashen' bij een beursgang en er zelf vandoor gaan (dus een 'lock-up' is nodig: insiders moeten hun aandelen voor enige tijd vasthouden). Managementopties toekennen net voordat er goed nieuws te verwachten is (mag natuurlijk niet). Opties uitoefenen net voordat er slecht nieuws naar buiten komt (mag ook niet). Informatie achterhouden (wie is verantwoordelijk voor de prospectus?). En nog erger: met inside-informatie handelen in eigen aandelen.

Een kleine opsomming van slechts voorbeelden die de dagelijkse praktijk van de financiële markten kenmerken. Al deze voorbeelden hebben een gemeenschappelijke noemer: insiders profiteren van outsiders.

Als dit de praktijk is en onze regels lopen achter, dan is enige sympathie voor het justitieel apparaat op zijn plaats. Is het niet veelzeggend dat de advocaten van WOL een persoonlijke aanval doen op officier van justitie De Graaff? Want wanneer ga je over tot persoonlijke aanvallen? Inderdaad, als je eigen gedragingen niet door de beugel kunnen. De aanval is de beste verdediging zullen ze gedacht hebben. Maar laten we vooral niet denken dat dit gedrag zich beperkt tot de nieuwe economie. Schandalen rond managementopties en insider trading zien we overal. Niets menselijks is de oude economie vreemd; als het om veel geld gaat worden de grenzen van het fatsoen 'afgetast'.

Waar staan we nu? De dominantie van financiële markten vereist een heel grote transparantie en streng toezicht. De Amerikanen liggen voor. Zij hebben veel geleerd van de schandalen van de jaren tachtig. In een zeer geruchtmakend boek van tien jaar geleden, *Den of Thieves*, beschrijft James Stewart de excessen en concludeert dat '...the scandals of the 1980s underscore the importance of the securities laws and their vigorous enforcement'. De Amerikaanse toezichthouder op de financiële markten, de SEC, heeft sindsdien een ongekende macht en prestige verworven. Wij liggen tien jaar achter. De Nederlandse toezichthouder op de financiële markten, de STE (de tegenhanger van de SEC) staat pas net in de steigers. In het geval van WOL was ze in geen velden of wegen te zien. Maar dit valt de STE niet te verwijten: een apparaat opbouwen en prestige verwerven kost tijd. Tot die tijd zullen de zegeningen en excessen van de financiële markten hand in hand gaan.

Arnaud W.A. Boot is hoogleraar ondernemingsfinanciering en financiële markten aan de Universiteit van Amsterdam.