Activistische aandeelhouders een zegen?

Arnoud W.A. Boot



Zo maar een hedgefund die met een simpele brief ABN AMRO doet veranderen in een beleggingsobject dat niet meer beoordeeld wordt op zijn eigen prestaties, maar louter nog op de verwachtingen over de signatuur van de partij die haar zal overnemen. Het zal je maar gebeuren. De vakbonden zitten helemaal in de stress. Het mooie evenwicht tussen arbeid en kapitaal dat hen voor ogen stond, lijkt plotseling wel heel ver weg. De Tweede Kamer organiseert hoorzittingen, en dit tijdschrift heeft een special issue over aandeelhouderactivisme in voorbereiding.

Is er wat orde te brengen in deze chaos? Als goede christenen is het een legitiem standpunt om maar af te wachten. Ga maar rustig slapen, alles komt wel goed… Dat kan heel goed zo zijn. Misschien zitten we in een soort overgangssituatie. Wat vastigheden (inclusief het geloof overigens) zijn weggevallen, en het wachten is op wat nieuwe zekerheden. Zo lang dit niet leidt tot te veel populisme, of een roep om een sterke man, valt hiermee wel te leven. Maar misschien zijn tegen die tijd al onze ondernemingen opgekocht en in stukjes doorverkocht, en dat zou toch zonde zijn. Dus ik weet niet of het automatisch wel goed komt. In ieder geval lijkt het prettig wat meer te begrijpen van wat er gaande is, en wat we kunnen verwachten.

Prof. dr. Arnoud W.A. Boot is hoogleraar Ondernemingsfinanciering en Financiële Markten aan de Universiteit van Amsterdam, en directeur van het interfacultaire Amsterdam Center for Law & Economics. Tevens is hij director van het Amsterdam Center for Corporate Finance (ACCF), en adviseur en commissaris bij verschillende bedrijven en instellingen.

Toch maar weer een poging daartoe. Hoe aan te kijken tegen het activisme van aandeelhouders? Eerst het positieve nieuws. Deze activistische aandeelhouders zetten ondernemingen op scherp en dat is vaak hard nodig. Waarom heeft ABN AMRO het moeilijk? Zeker ten dele omdat ze de afgelopen zeven jaar nooit bereid is geweest keuzes te maken, en als ze dat wel een keer deed, werd het maar halfslachtig uitgevoerd om de goede vrede te bewaren. Een ander slachtoffer van aandeelhouderactivisme – VNU – werkte zich in de nesten door een reeks van overnames niet goed te verwerken en vervolgens in een soort vlucht naar voren nog een grotere overname aan te kondigen. Het is moeilijk om in deze gevallen geen positieve rol te zien voor de activistische aandeelhouders.
Maar er is nog een andere belangrijke reden om positief aan te kijken tegen activistische aandeelhouders. Eindelijk weet een onderneming wie haar aandeelhouders zijn en kan zij met deze aandeelhouders in dialoog treden. Hoewel ondernemingen dit anders ervaren (!!), helpt dit het probleem van ongrijpbare, niet bij de onderneming betrokken gespreide aandeelhouders op te lossen. Is dat niet wat beursgenoteerde ondernemingen nodig hebben? Aandeelhouders die aanspreekbaar zijn, en waarmee zij een relatie kan opbouwen?

Activistische aandeelhouders slecht?

Goed, maar nu de bedreigingen. Sommigen zeggen dat activistische aandeelhouders niet het beste voor hebben met de onderneming omdat zij gaan voor een "quick buck". Is dat zo? Zeker niet per definitie. De aandelenkoers is een reflectie van de toekomst. Als activistische aandeelhouders iets doen wat niet in het belang is van de winstgevendheid van de onderneming op termijn, beïnvloedt dit de aandelenkoers nadelig. Dus kortetermijnacties worden via de aandelenkoers tegen een langetermijnmeetlat gelegd. Maar natuurlijk hebben critici gelijk die zeggen dat de aandelenmarkt niet perfect werkt. Maar zomaar

zeggen dat de realiteit is dat aandelenkoersen korte termijn gedreven zijn, is onzin. In principe is de aandelenkoers een reflectie van de gehele toekomst. Dus ook een kortetermijnoriëntatie wordt in check gehouden door de langetermijnoriëntatie die in de aandelenkoers is verwerkt. Maar natuurlijk, door informatieproblemen kan men trachten de markt voor de gek te houden, bijvoorbeeld door 'stiekem' de kasstromen te verhogen door te besparen op noodzakelijk onderhoud. Als de markt dit niet in de gaten heeft, kan inderdaad de hogere kasstroom worden geïnterpreteerd als een verbetering van de prestaties van de onderneming. Zodra de markt dit ontdekt, zal de aandelenkoers echter instorten, maar dan zijn de schuldigen misschien al gevlogen...

Zo zijn er nog meer schadelijke effecten te bedenken. Bijvoorbeeld, schrikreacties van het management om agressieve aandeelhouders van haar lijf te houden kunnen schade aan de onderneming toebrengen. Maar ook de activistische aandeelhouders zelf zijn niet onschuldig. Opportunistisch gedrag is een mogelijk risico. De neiging om te veel vreemd vermogen te gebruiken is een van de mogelijke risico's. Te veel vreemd vermogen kan een molensteen zijn rond de nek van ondernemingen. Hoe plausibel dit ook klinkt, het is niet in het belang van private equity partijen om waardeverminderende molenstenen te introduceren.[1] Misschien zit het echte probleem wel bij banken en pensioenfondsen die zitten te slapen en tegen te lage (= goedkope) condities vreemd vermogen ter beschikking stellen. De oplossing hiervan is om banken en pensioenfondsen wakker te schudden; zie bijvoorbeeld de acties van de DNB als toezichthouder. Merk ook op dat leveraging (de terminologie voor lbo's en mbo's verwijzend naar veel financiering met vreemd vermogen) optimale incentives geeft aan partijen om iets te maken van een buy out. Kleine verbeteringen hebben dan immers een groot effect op het door de verschillende (activistische) partijen ingebrachte eigen vermogen.
Maar risicoloos is dit allemaal niet. Ik ben ervan overtuigd dat de overvloed aan goedkoop vreemd vermogen (en de overvloed aan kapitaal in de handen van private equity investors) vroeg of laat leidt tot verkeerde deals. De blinde zoektocht naar hogere yields in een lage yield-omgeving vraagt om ongelukken.

Pas op voor marktmanipulatie

Een belangrijke zorg is ook dat belangentegenstellingen tussen activistische aandeelhouders en derden aandeelhouders in beursgenoteerde bedrijven tot problemen van marktmisbruik kunnen leiden. Dit is werk voor de toezichthouder op de financiële markten, de AFM. Dit bestaat onder meer uit[2]:

- handel met voorkennis (met informatie opgedaan in dialoog met het management). Er is dus een potentieel conflict tussen de wenselijkheid van een dialoog tussen grootaandeelhouders en management en de gewenste gelijke informatie voor alle aandeelhouders in de financiële markt;
- samenspannen van activistische aandeelhouders en het management. Activistische aandeelhouders kunnen trachten het management om te kopen met beloftes van een hoog inkomen, mits het management instemt met een voor de grootaandeelhouder lucratieve transactie. Bijvoorbeeld als een private equity partij het management een equity participatie geeft (c.q. laat kopen) in het bedrijf bij een voorgenomen buy out. In dat geval hebben het management en de private equity partij er belang bij om samen te spannen om het bedrijf zo goedkoop mogelijk van de beurs te halen;
- conflicterende belangen die ontstaan doordat een private equity partij belangen heeft in een reeks van ondernemingen. In dat geval kan de private equity partij er belang bij hebben 'iets te doen' met een onderneming wat slecht is voor die onderneming, maar goed is voor een andere partij waar de private equity groep ook een belang in heeft.

De bovenstaande problemen wijzen op de noodzaak van een actieve rol van de AFM. Tegelijkertijd is er reden voor een actieve toezichthoudende rol voor de DNB om banken en pensioenfondsen te behoeden voor te veel risico's en het mogelijk te goedkoop ter beschikking stellen van leningen aan private equity partijen. DNB zal mogelijk terecht bang zijn voor systeemrisico's, namelijk een aantasting van de financiële stabiliteit van de bancaire sector als leningen niet kunnen worden terugbetaald.

Fundamentele zaken liggen nog helemaal open

Wat betekent het als ondernemingen als "warme broodjes over de toonbank" kunnen worden verkocht? Is dit wenselijk? En is dit niet wat er aan de hand is? Dit verwijst naar een fundamenteel marktvraagstuk tussen arbeid en kapitaal. Inderdaad lijkt deze ontwikkeling slecht voor de "social fabric" van een organisatie. Het vergroot de afstand tussen management en de rest van de organisatie. Het management weet zich immers meestal financieel veilig te stellen in deze transacties.
Welke negatieve invloed heeft dit op een onderneming als samenwerkingsverband van verschillende

stakeholders? Het perspectief van de macht van aandeelhouders ten opzichte van arbeid, en dus het perspectief op de onderneming als samenwerkingsverband van allerlei verschillende participanten, staat inderdaad zwaar onder druk. Vooral Raden van Commissarissen die het bredere vennootschappelijk belang moeten dienen, voelen dit aan den lijve.
Dus het vraagstuk arbeid versus kapitaal ligt nog helemaal open. Het woord ondernemingsraad bijvoorbeeld valt ook nooit als het gaat om activistische aandeelhouders. Op z'n minst is dit opmerkelijk.

Oplossingen?

Oplossingen krijgt u niet van mij, maar wel een waarschuwing. Sommigen willen door middel van beschermingsconstructies de macht van aandeelhouders terugdringen. Maar of dit het juiste recept is is de vraag. Aandeelhouders hebben in het normale ondernemingsgebeuren helemaal niet veel te vertellen. Het is bijna alsof zij de activistische weg nodig hebben om zich te kunnen laten horen. Dus misschien moeten ondernemingen leren te luisteren naar aandeelhouders…. ■

Noten

1 De precieze verschijningsvorm van activistische aandeelhouders, hedgefondsen, private equity partijen of 'gewone' grootaandeelhouders, is in mijn ogen niet echt van belang, en veelal is er ook geen helder en eenduidig onderscheid. Ook zijn populaire concepties, zoals hedgefondsen zijn korte termijn georiënteerd en private equity partijen meer lange termijn, lang niet altijd juist.

2 Zie ook A.W.A. Boot, Private equity: actie nodig…, *Bank- en Effectenbedrijf*, maart 2007. Een ander probleem bestaat met securities lending waarbij "stemmen" bij een derde partij terecht komen zonder dat daar een financieel belang tegenover staat; dit is ongewenst omdat de partij die dan stemt geen (direct) financieel belang heeft bij die stem.