



Geld geven en verder je mond houden

One share, one vote was lange tijd het uitgangspunt op de beurs. Steeds meer bedrijven trekken zich daar weinig van aan en geven zelfs aandelen uit zonder stemrecht. De weerstand onder beleggers is groot.

G

Grondstofprijzen daalden, de lange termijnrente steeg aarzelend, net als de inflatie, en hier en daar viel een pittig overnamegevecht te noteren. Maar afgezien daarvan was de eerste helft van 2017 op de beurzen een periode van opmerkelijke rust. Op het eerste gezicht tenminste, want onder het oppervlak kondigde zich een ware aardverschuiving aan die aandeelhouders zich waarschijnlijk nog lang zullen heugen.

Directe aanleiding was de beursgang in maart van Snap, het socialemediabedrijf achter de populaire mobiele applicatie Snapchat. Met Snapchat kunnen via smartphones foto's en video's worden verstuurd die na enige tijd vanzelf worden gewist. Beleggers die inschreven op de beursgang van Snap stonden vanaf het begin met lege handen; de aandelen die Snap naar de beurs bracht, waren ontdaan van het belangrijkste recht dat aandeelhouders hebben: stemrecht. Kort gezegd hebben 'gewone' aandeelhouders Snap niets te zeggen over het beleid bij de onderneming waaraan ze hun geld toevertrouwen.

Dat is anders voor de twee oprichters van Snap, de twintigers Evan Spiegel en Bobby Murphy. Zij hebben 70% van het stemrecht, terwijl ze 'maar' 40% van de aandelen bezitten (de overige stemrechten zijn in handen van vroege investeerders in Snap).

Over de reden voor deze draconische maatregel doen de oprichters van Snap niet geheimzinnig. Zij zijn de bedenkers van het – weliswaar verlieslatende – miljardenbedrijf en daarom van eminent belang voor de toekomst van de onderneming. Kort

gezegd: zonder hen zou Snapchat geen geschiedenis hebben en voor de toekomst van het bedrijf is hun inbreng even cruciaal. Spiegel en Murphy zijn bepaald niet de enige technologie-grootheden die hun indrukwekkende prestaties zonder enige bescheidenheid op waarde weten te schatten.

Ook de oprichters van Facebook, Google, Zynga, Alibaba en Groupon achten zichzelf dermate onmisbaar dat ze hun eigen aandelenpakket met extra macht hebben omzwachteld. Het hoort blijkbaar bij een generatie topbestuurders die zichzelf een haast profetisch imago aanmeet. Mark Zuckerberg onderstreepte dat onlangs in een toespraak toen hij suggereerde dat Facebook het gat kon opvullen dat ontstond door de teloorgang van de kerken en andere maatschappelijke organisaties.

STEMLOZE AANDELEN

Ironisch genoeg zijn de voorlopers van de nieuwe technologie hopeloos ouderwets met hun initiatieven om de rechten van aandeelhouders uit te kleden. Ze keren daarmee terug naar de zompige beurstijden van eind negentiende eeuw toen een groeiend aantal Amerikaanse ondernemingen in groten getale aandelen met minder zeggenschap uitgaven. Ook in de jaren tachtig van de vorige eeuw beleefden stemloze aandelen een opleving in de strijd tegen vijandige overnames, maar na bemoeienis van toezichthouders werd de praktijk snel minder populair. Sindsdien was het principe van gelijke rechten voor reguliere aandeelhouders de gouden standaard op de beurs.

Ondernemingen hebben afgelopen jaren regelmatig geprobeerd om de praktijk van 'one share, one vote' te veranderen. In de VS werden in 2015 bij 15 procent van de beursintroductions aandelen met gedifferentieerd stemrecht gelanceerd, terwijl dat

OOK DE OPRICHTERS VAN FACEBOOK, GOOGLE, ZYNGA, ALIBABA EN GROUPON ACHTEN ZICHZELF DERMATE ONMISBAAR DAT ZE HUN EIGEN AANDELENPAKKET MET EXTRA MACHT HEBBEN OMZWACHTELD

tien jaar eerder maar één procent van de beursintroductions betrof.

LOYALITEITSDIVIDEND

In Nederland flirtte DSM elf jaar geleden met de idee van loyaliteitsdividend, waarbij beleggers hun aandelen voor langere tijd parkeren op een speciale rekening en daarvoor als beloning een extra dividend zouden ontvangen.

Van recenter datum zijn de initiatieven om trouwe aandeelhouders extra stemrecht te geven. In Frankrijk krijgen aandeelhouders dubbel stemrecht op hun aandelen als ze deze twee jaar vasthouden. Dat is bijvoorbeeld het geval bij Air France-KLM. Van AEX-fonds Altice worden aandelen met veel en aandelen met minder stemrecht verhandeld. Dit met schulden overladen kabelbedrijf bracht onlangs een deel van zijn Amerikaanse activiteiten apart naar de beurs via de uitgifte van (vrijwel) stemrechtloze aandelen. De beursgang van Snap is het voorlopige en extreme sluitstuk van de kanteeling in zeggenschap richting ondernemingen ten koste van aandeelhouders. Door de lage rente is vers kapitaal voor ondernemingen overvloedig beschikbaar. Een beursgang wordt dan ook niet zozeer gebruikt om geld voor verdere groei op te halen, maar om investeerders van het eerste uur, durfinvesteerders, de mogelijkheid te bieden om hun eerdere belegging te verzilveren.



LEGE HANDEN

Beleggers die inschreven op de beursgang van Snap stonden vanaf het begin met lege handen

BANANENREPUBLIEK

De hernieuwde populariteit bij ondernemingen van aandelen met minder stemrecht heeft tot felle protesten geleid bij beleggers. Grote langetermijnbeleggers zoals het Amerikaanse ambtenarenpensioenfonds Calpers en het Noorse staatspensioenfonds voeren fel oppositie tegen bedrijven die de macht van aandeelhouders willen inperken door stemrechten te kortwieken. Calpers reageerde op de beursgang van Snap met de mededeling dat dit "de aanpak van een bananenrepubliek" is. Grote Amerikaanse investeerders hebben de Amerikaanse toezichthouder SEC gevraagd om op te treden tegen dergelijke plannen.

In een bijzonder lastige situatie zitten grote vermogensbeheerders als Blackrock en Vanguard. Via hun indexfondsen en trackers hebben ze miljarden aan beleggersgeld in beheer en zijn daarvoor de meest prominente aandeelhouder in het merendeel van de grote beursfondsen wereldwijd. Als beurzen stemrechtloze aandelen als Snap opnemen in hun indexen dan beleggen Blackrock en Vanguard hier automatisch in en dat gaat dwars in tegen hun pogingen om actiever hun controlerende rol als aandeelhouder uit te oefenen. Er wordt dan ook forse druk uitgeoefend op indexbouwers om beursfondsen met aandelen zonder stemrecht buiten de indexen te houden.

WAPENEN

Voorstanders van opkomst van aandelen met minder of geen stemrecht zullen betogen dat dit ondernemingen helpt zich te wapenen tegen activistische beleggers die voor een korte periode in een aandeel stappen en bestuurders onder druk zet om maatregelen te nemen die op korte termijn de beurskoers omhoog helpen maar op langere termijn wellicht minder in het belang zijn van de onderneming en langetermijnaandeelhouders.

Die redenering klopt maar zeer



EEN BEDRIJF OPHANGEN AAN DE VISIE EN WIL VAN EEN PAAR INDIVIDUEN BRENGT EXTRA RISICO'S MEE VOOR BELEGERS



OPLEVING

In de jaren tachtig van de vorige eeuw beleefden stemloze aandelen ook een opleving in de strijd tegen vijandige overnames, maar na bemoeienis van toezichthouders werd de praktijk snel minder populair

ten dele. Afgezien van de kwestie of dergelijke activistische beleggers niet vaak een punt hebben in hun kritiek op ondernemingen, is het maar zeer de vraag of langetermijnaandeelhouders juist niet weg zullen blijven bij bedrijven waarin hun stemrecht is uitgekleeft.

Vaak wordt ook gewezen op de prestaties van bedrijven met uitgehold stemrecht. Acht van de twintig grootste beursfondsen kennen geen controle van buiten en daaronder bevinden zich succesbedrijven als Google, Facebook en Warren Buffett's Berkshire Hathaway. Fiasco's zoals Groupon, aanbieder van voordeelbonnen, en gamefabrikant Zynga worden daarbij buiten beschouwing gelaten, terwijl juist deze twee bedrijven het gebrek aan controle en zeggenschap van buitenstaanders is opgebroken. Van Groupon, bekend van de restaurant-voordeelbonnen, ging het aandeel in een glijvlucht toen de accountant zwakheden in de interne controle ontdekte. De topman en zijn financieel directeur bleven echter in functie omdat niemand de macht had hen te vervangen door capabelere bestuurders.

CONTROLEMECHANISME

Groupon illustreert het voornaamste nadeel van uitgekleeft stemrecht. De zeggenschap van aandeelhouders is voor een belangrijk deel

bedoeld om te voorkomen dat bestuurders een onderneming gaan gebruiken als persoonlijke uitdaging en het belang van de onderneming uit het oog verliezen. Dat controlemechanisme ontbreekt als aandeelhouders het enige recht wordt ontnomen dat ze hebben.

Een bedrijf ophangen aan de visie en wil van een paar individuen brengt extra risico's mee voor beleggers. Een daarvan is de informatievoorziening aan beleggers. In geval van Snap bijvoorbeeld is de onderneming niet verplicht om houders van stemloze aandelen dezelfde informatie over de gang van zaken bij de onderneming te geven als andere aandeelhouders. Daarmee staan de houders van stemloze aandelen op achterstand.

De bezwaren van veel grote beleggers tegen aandelen met verschillend stemrecht zorgen voor extra risico. Hun omvang maakt dat ze ondanks beperkte zeggenschap wel degelijk invloed kunnen uitoefenen op het bestuur van een onderneming. Als de grote beleggers zich afkeren van een onderneming gaat een deel van de informele macht van aandeelhouders verloren, nog afgezien van de koersdruk die het gevolg is van een dergelijk besluit.

Het gebrek aan invloed en controle van aandeelhouders heeft zijn prijs. Uit onderzoek van het

toonaangevende stemadviesbureau ISS blijkt dat de ondernemingen met 'ongelijke' aandelen slechter presteren op het gebied van aandeelhoudersrendement, omzetgroei en rendement op eigen vermogen ten opzichte van ondernemingen met gelijk verdeeld stemrecht.

RECHTZAAK FACEBOOK

Komende maanden zal duidelijk moeten worden of grote spelers als Blackrock, State Street en tal van pensioenfondsen hun bezwaren tegen afkalving van hun stemrechten zullen doorzetten of alleen maar met de mond beleden hebben.

Een eerstvolgende krachtmeting staat voor eind september op de agenda. Dan dient een rechtszaak die beleggers hebben aangespannen tegen Facebook om te voorkomen dat het bedrijf aandelen gaat uitgeven zonder stemrecht.

Beleggers zijn gewaar-schuw. Wie in aandelen zonder of met beperkt stemrecht stapt, heeft geen enkele mogelijkheid om ongunstige of onverstandige besluiten van bestuurders tegen te houden. Dat is de consequentie als bedrijven zich weinig gelegen laten liggen aan de – soms stilzwijgende- afspraken op het gebied van goed ondernemingsbestuur die sinds vele jaren gelden.



WAPEN

Voorstanders van opkomst van aandelen met minder of geen stemrecht betogen dat dit ondernemingen helpt zich te wapenen tegen activistische beleggers

KOMENDE MAANDEN ZAL DUIDELIJK MOETEN WORDEN OF GROTE SPELERS ALS BLACKROCK, STATE STREET EN TAL VAN PENSIOENFONDSEN HUN BEZWAREN TEGEN AFKALVING VAN HUN STEMRECHTEN ZULLEN DOORZETTEN OF ALLEEN MAAR MET DE MOND BELEDEN HEBBEN



– Column –

Ingedutte macro-economen



Stammenstrijd in het economengilde stond ooit garant voor vuurwerk. Nu is het pais en vree.

In koor roepen macro-economen dat Duitsers – en dus ook Nederlanders – minder moeten exporteren (en meer importeren) en meer moeten consumeren. De export van de een is de import van de ander. Een nulsomspel op aarde, daar valt geen speld tussen te krijgen. De economen manen verder tot meer consumptie in het Germaanse rijk. De beoogde verlaagde export of de verhoogde import eindigt dan in de buik van de landgenoten.

Tegelijkertijd pleiten de economen broederlijk voor loonsverhoging in de Hollandse vazallenstaat. Dat zal de consumptie en de economie opjagen.

Laten we – voordat we concluderen dat macro-economie in wetenschappelijk en maatschappelijk opzicht volwassen is geworden, en er een Nobelprijs voor zou moeten worden uitgereikt als die er nog niet was – eerst even kijken of het uniforme geluid van onze economiegoeroes wel klopt.

Grote structurele overschotten op de handelsbalans van grote economieën als Duitsland knellen inderdaad. De oproep aan (alle) Duitsers om minder efficiënt te worden of (al) hun producten duurder te maken, is echter bizar. Stel dat je een heel land zou kunnen aanspreken, dan is het

logischer om juist de tekortlanden aan te sporen concurrerend te worden door harder en slimmer te werken of goedkoper te worden. Pas dan zullen Duitsers (en Amerikanen) Amerikaanse auto's kopen. Totdat BMW nog mooiere en betere auto's maakt. Indien daarna de Amerikanen weer een inhaalslag maken, functioneert de markt optimaal, zowel voor producenten als consumenten in welk land dan ook.

Wat de individuele of collectieve loonsverhogingen (of -verlagingen) betreft, laat die vooral over aan de markt, niet aan een landelijke overheid of een economengilde. De VEB gaat haar lonen niet met 10 procent verhogen omdat Nederland veel mooie bloemen exporteert.

In de praktijk is de bottom-up micro-economie bepalend. De macro-economie is uiteindelijk een optelsom van wat wij allen op de (wereld)markt doen, zodat de macro-economische oproepen futiel zijn. Tijd voor onenigheid in het gilde.



ERROL KEYNER

is adjunct-directeur van de VEB