

10 April 2007 Tuesday

OPTIEK; Pg. 9

1184 words

Aandeelhouder biedt gezonde tegendruk

RIENTS ABMA

Actieve aandeelhouder vergroot de waarde van een onderneming. Dat is ook gunstig voor werknemers.

Bedrijven, vakbeweging en een aantal politici roepen om wetgeving die aandeelhouders dwingt posities en intenties eerder kenbaar te maken. Zij zetten vraagtekens bij hun macht. De Tweede Kamer wijdt er morgen zelfs een hoorzitting aan. Maar de critici vergeten kennelijk dat in 2004 zowel de wetgever als de commissie-Tabaksblat aandeelhouders heeft opgeroepen gebruik te maken van de nieuwe rechten. De uitoefening van de zeggenschapsrechten door aandeelhouders zorgt voor een gezonde tegendruk tegen de macht van bestuurders. Dat zorgt voor goede 'checks and balances' binnen beursgenoteerde ondernemingen en vermindert het risico op nieuwe boekhoudschandalen.

Er bestaan veel misverstanden over de rol van aandeelhouders bij beursgenoteerde ondernemingen. Steeds vaker klinkt dat hedge funds en private equity- huizen ondernemingen kapotmaken en werkgelegenheid vernietigen. Voorts zou het aandeelhoudersactivisme een gevaar vormen voor ons Nederlands stakeholdersmodel.

Dit aandeelhoudersactivisme willen de critici tegengaan door de drempel te verlagen waarop aandeelhouders substantiële belangen moeten melden en hun intenties openbaar moeten maken. Bij al deze stellingen zijn echter kanttekeningen te plaatsen.

Om te beginnen de rol van hedge funds en private equity-huizen. De critici vergeten dat hedge funds voor meer efficiëntie en liquiditeit op de kapitaalmarkt zorgen. Dat bevordert een goede prijsvorming op deze markt. Activistische hedge funds sporen ondergewaardeerde ondernemingen op en proberen de waarde van de onderneming te vergroten via wijzigingen in het bestuur, het beleid en de strategie. Dit is op langere termijn niet alleen gunstig voor aandeelhouders maar ook voor werknemers. Private equity-huizen nemen een belang in een onderneming met als doel die te reorganiseren of te herstructureren om waardegroei tot stand te brengen.

Het opkopen van bedrijfsonderdelen door private equity-huizen betekent niet dat deze onderdelen verdwijnen. Ze wisselen alleen van eigenaar. De nieuwe eigenaar ziet blijkbaar meer heil in de bedrijfsactiviteiten dan het bedrijf dat deze activiteit afstoot.

Dat private equity-huizen een groot deel van de overnames financieren met vreemd vermogen is heel goed verklaarbaar gezien de huidige lage stand van de kapitaalmarktrente. Het zou economisch niet rationeel zijn als de private equity- huizen niet van die lage rente zouden profiteren.

Dit alles betekent overigens niet dat er geen zorgpunten zijn. Maar het is zaak de juiste zorgpunten te onderkennen. Hedge funds spelen het corporate governance-spel harder dan de traditionele institutionele beleggers. De code-Tabaksblat stimuleert een constructieve dialoog tussen onderneming en aandeelhouders. Daarin past niet dat de ondernemingsleiding een wens tot wijziging van de strategie uit de media moet vernemen. Een invloedrijke aandeelhouder roept dan al snel de verdenking van marktmanipulatie over zich af. Maar voor het hard aanpakken van marktmanipulatie beschikt de Autoriteit Financiële Markten over genoeg middelen. Reden tot zorg vormen verder mogelijke belangenconflicten bij bestuurders van de doelwitonderneming in het geval van een overname door private equity-huizen. Uitkomst bieden hier volledige transparantie in het biedingsbericht en een actieve rol van de raad van commissarissen.

De stelling dat het Nederlandse stakeholdersmodel gevaar loopt, gaat niet op. We zien immers dat de Ondernemingskamer als hoeder van ons model optreedt. In de 'Stork-zaak' heeft de rechter de

bevoegdheidsverdeling tussen de verschillende vennootschappelijke organen verhelderd. Het bepalen van de strategie is in beginsel een aangelegenheid van het bestuur, waarop de raad van commissarissen toezicht houdt. De aandeelhouders kunnen hierover hun opvatting kenbaar maken via hun zeggenschapsrechten. Zij moeten daarbij echter uitdrukkelijk de gedragsnorm van de redelijkheid en billijkheid in acht nemen. Zij mogen niet zomaar een strategiewijziging tegen de zin van alle andere bij de onderneming betrokken partijen doordrukken. De rechter tikt aandeelhouders die hun macht misbruiken stevig op de vingers.

Partijen die het aandeelhoudersactivisme willen indammen, pleiten voor een verlaging van de eerste meldingsdrempel van zeggenschapsbelangen en een verplichting voor grootaandeelhouders om hun intenties kenbaar te maken. Dat blijkt uit diverse reacties op het consultatiedocument van de commissie-Frijns. Zij vragen zich echter niet af welke problemen worden opgelost.

Activistische aandeelhouders maken in de praktijk al vroeg hun aandelenposities en hun intenties bekend; zie de ervaringen bij VNU, Stork, ASMI, Ahold en ABN Amro. Het enige effect dat dergelijke nieuwe regels bewerkstelligen is dat aandeelhouders die zogenaamd geen kwade intenties hebben met hoge administratieve lasten worden opgezadeld. De maatregelen zijn buitenproportioneel en passen niet in een tijd dat administratieve lasten juist moeten worden teruggedrongen.

Wat kunnen we dan wel doen? Ten eerste moeten beursgenoteerde ondernemingen, hun bestuurders en commissarissen zich instellen op de nieuwe machtssituatie. Zij dienen hun aandeelhouders serieus te nemen door met hen een constructieve dialoog aan te gaan. Nodig is wel dat beide kanten openstaan voor argumenten. Sommige bestuurders en commissarissen, maar ook sommige aandeelhouders, hebben hierin nog een flinke weg te gaan.

In de tweede plaats moet de onderneming zorgen dat meer aandeelhouders bij de besluitvorming in de aandeelhoudersvergadering betrokken raken. Dat maakt de onderneming minder kwetsbaar voor toevallige meerderheden. Het betekent investeren in mogelijkheden om elektronisch te stemmen. Ook moeten allerlei obstakels voor aandeelhouders om te stemmen, zoals het blokkeren van aandelen, worden afgeschaft.

Ten derde moeten institutionele beleggers hun stembeleid serieus nemen. Dat kunnen zij doen door niet langer automatisch in te stemmen met adviezen van Angelsaksische stemadviesbureaus of met het beleid van de beheerder aan wie zij het vermogensbeheer hebben uitbesteed. Ook zouden meer institutionele beleggers hun uitgeleende aandelen kunnen terughalen op het moment dat er spannende zaken op de agenda van de aandeelhoudersvergadering staan.

Ten vierde kan de communicatie tussen de onderneming en haar aandeelhouders beter door banken wettelijk te verplichten informatie van de onderneming en van aandeelhouders door te geven aan (mede-)aandeelhouders, mits deze hier niet expliciet bezwaar tegen maken.

Al deze maatregelen dragen meer bij aan een volwassen relatie tussen de onderneming en haar aandeelhouders dan het simpelweg inperken van de zeggenschapsrechten van aandeelhouders of om hen op te zadelen met ineffectieve verplichtingen.

Rients Abma is directeur van Eumedion, het corporate governance-forum voor institutionele beleggers.

Vier voorstellen

Bedrijf start constructieve dialoog met aandeelhouders

Meer elektronisch stemmen

Eigen stembeleid grote beleggers

Verplicht banken tot informatie over bedrijf aan aandeelhouders