

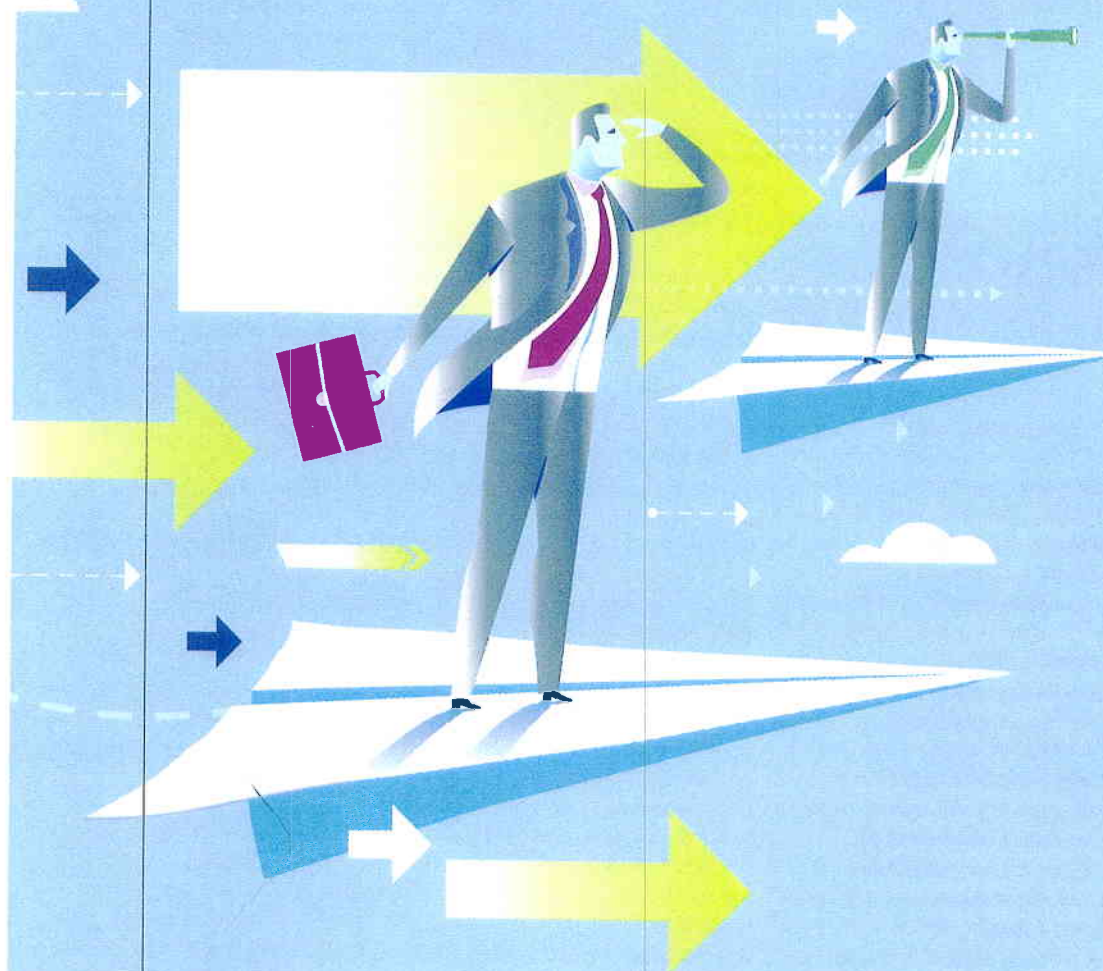
# Activisme is goed, ook voor de bedrijven die doelwit zijn

**Het overnamespel rond AkzoNobel roept de vraag op wie de baas is bij een bedrijf.** De voor deze taak aangestelde bestuurders? Een grootaandeelhouder? Of hebben activistische aandeelhouders van buiten de scherpste focus voor strategische keuzes?

**S**panning tussen aandeelhouders en de heren en dames die bedrijven namens alle stakeholders leiden, is van alle tijden. In een ver verleden waren de eigenaren van bedrijven ook zelf de managers. Maar het eigendom van de meeste bedrijven is versnipperd geraakt onder pensioenfondsen, investeringsmaatschappijen en particuliere beleggers.

"Managers denken te vaak dat een bedrijf een speeltje van ze is", zegt Charles Elson, directeur van het Weinberg Center for Corporate Governance van de University of Delaware. Aandeelhouders raken soms in bittere gevechten met bestuurders. Maar volgens Elson komen ze terecht op voor hun rechten. Volgens de Amerikaanse hoogleraar is een groter machtsevenwicht gunstig voor het welzijn van een bedrijf. "Activisme is goed, blijkt uit verreweg de meeste praktijkvoorbeelden. Het is eenvoudigweg goed voor een onderneming als bestuurders ter verantwoording worden geroepen."

Hoewel managers vaak zelf ook aandelen hebben in de bedrijven die ze besturen, kunnen hun belangen botsen met de eigenaren als het bedrijf groeit en meer aandeelhouders krijgt. In de jaren tachtig van de vorige eeuw kregen aandeelhouders steeds meer een voet tussen de deur bij bedrijven ten koste van het management. Vijandige overnames door partijier die stiekem buiten de beurs om belangen opbouwden waren schering en inslag.





**GIFPILLEN**

Maar het management vocht terug. Via de introductie van gifpillen en beschermingsconstructies werd de bewegingsruimte van aandeelhouders weerszins ingeperkt. Na de eeuwwisseling sloeg de pendule opnieuw om, zegt Elson. Aandeelhouders toonden hun activistische kant en wonnen terrein terug op managers. "Aandeelhoudersactivisten hebben tegenwoordig uitstekende kaarten. Zeker als ze achter de schermen de steun hebben van institutionele beleggers, wat steeds vaker het geval is." In de praktijk vinden vaak ideeënwisselingen plaats tussen de grote beleggers en hedgefondsen, zonder dat de buitenwereld dat door heeft.

Soms worden hedgefondsen zelfs aangespoord om op pad te gaan met een idee over een bedrijf dat afkomstig is van een timide pensioenfonds of vermogensbeheerder, zegt Steven Davidoff Solomon, een voormalig advocaat die nu hoogleraar is op Berkeley en columns voor de *New York Times* schrijft als Deal Professor. Beleggers zoeken vaak eerst de dialoog met de onderneming die



**'JE KUNT STELLEN DAT AANDEELHOUDERS-ACTIVISME EEN CYCLISCHE BELEGINGSSTRATEGIE IS'**

(Jeroen Wendelgelst, voormalig advocaat en tegenwoordig zelf activistisch belegger)

ze op het oog hebben. Maar de verhoudingen verslechteren vaak snel. "Op de dag dat een activist aanklopt", zegt Davidoff Solomon, "heeft een bedrijf eigenlijk al verloren. Activistische aandeelhouders weten bij de grote beursgenoteerde ondernemingen vrijwel altijd veranderingen af te dwingen."

De krantenkolommen, en niet alleen maar in de VS, puilen dit jaar uit van de voorbeelden van opruiende aandeelhouders. Oplettende particuliere beleggers kunnen daarvan profiteren als ze willen. "Je kunt stellen dat aandeelhoudersactivisme een cyclische beleggingsstrategie is", zegt Jeroen Wendelgelst, een voormalig advocaat uit Amsterdam die tegenwoordig zelf als activistisch belegger actief is in Nederland. "Uit Amerikaans onderzoek blijkt dat activisme vooral rendeert in een markt met lage rentes en veel overnameactiviteit. De financiële markten bevinden zich nu in deze fase."

**LAAGHANGEND FRUIT**

Miljardenbedrijven staan wereldwijd onder druk van activistische aandeelhouders en mogelijke kopers om hun bedrijfsonderdelen tegen het licht te houden. Bedrijven die te lang treuzelen met strategische keuzes worden benaderd door de grote, mondige beleggers uit New York en Londen. Davidoff Solomon voorspelt dat Amerikaanse activisten steeds vaker de grens over zullen gaan. "Ze stelden zich tot nu toe terughoudend op in het buitenland. Dat is gezien de juridische verschillen ook wel logisch. Maar de sector begint volwassen te worden. De waarderingen in de VS liggen hoog. Er is veel laaghangend fruit in het buitenland dat deze beleggers niet willen laten hangen."



**'ACTIVISME IS GOED, BLIJKT UIT VERREWEG DE MEESTE PRAKTIJKVOORBEELDEN. HET IS EENVOUDIG WEG GOED VOOR EEN ONDERNEMING ALS BESTUURDERS TER VERANTWOORDING WORDEN GEROEPEN'**

(Charles Elson, directeur van het Weinberg Center for Corporate Governance van de University of Delaware)

New Yorkse beleggers weten zelfs Almere te vinden. Eminence Capital eiste dat ASMI, de chipmachinefabrikant uit de polderstad, overging tot de verkoop van een bedrijfsonderdeel. Bij het Nederlandse verf- en chemieconcern AkzoNobel beukt Elliott Management aan de poort omdat het Nederlandse management keer op keer hun Amerikaanse belager PPG de deur wijst. In antwoord op de druk van buiten staat het verzelfstandigen van de chemiedivisie nu nadrukkelijk op de agenda.

Hou ze wakker en scherp, die heren en dames in de boardrooms. Waar ze ook zitten in de wereld; ze moeten aandeelhoudersrendement leveren. Dat is de filosofie van de Amerikaanse belegger Paul Elliott Singer (72). Natuurlijk doet hij het voor zijn eigen portemonnee en die van zijn klanten en niet voor werknemers van zijn talloze doelwitten, laat staan een hoger maatschappelijk doel. Deze strategie heeft Singer geen windeieren gelegd. Het persoonlijke vermogen van de voetbalfan wordt door zakenblad *Forbes* geschat op 2,7 miljard dollar. In zijn fonds zit 33 miljard dollar om belangen in bedrijven te nemen en ze van koers te laten veranderen.

Managers spelen tegenwoordig proactief in op de mogelijke oproer buiten de poorten. Beleggers die zich van deze praktijken bedienen vinden in de financiële media een gewillig oor.

Maar pas op: aandeelhoudersactivisten zijn lang niet altijd succesvol. Zie de zwakke resultaten van investeerder Bill Ackman met zijn avontuur met farmaceut Valeant en het drama van de activistische betweter Eddy Lampert die bij Sears zelf ceo werd en het tij nog niet heeft kunnen keren. "Activistische aandeelhouders horen niet aan het roer van

een bedrijf", oordeelt hoogleraar Elson. "Dat aandeelhouders hun stem laten tellen en zich laten vertegenwoordigen in gekozen raden van bestuur is een prima oplossing. Maar daar hoort transparante verantwoording bij." Dat gebeurt volgens hem te weinig.

#### SLECHTE TIMING

Soms is de timing van activisten ronduit slecht. Wendelgelst zegt dat het aantal kansrijke doelwitondernemingen afneemt en het aantal activisten toeneemt bij oplopende koersen en waarderdingen. "Dan neemt de kans op overrendement af en nemen de neerwaartse risico's toe. Activisten houden vaak een groter en dus minder liquide belang in een onderneming aan, waardoor het voor hen moeilijker en duurder is om weer uit te stappen. Wanneer een activist gebruikmaakt van schuldfinanciering kan hij bovendien gedwongen worden zijn posities af te bouwen waardoor een neerwaartse spiraal ontstaat. Activisme kan dan slechter presteren dan de markt."

Frank Partnoy bestudeert al jaren de rol van aandeelhoudersactivisten als Paul Singer, Bill Ackman, David Einhorn en Eddy Lampert. De hoogleraar van de University van San Diego probeerde het kunstje laatst zelf uit, samen met collega Steven Davidoff Solomon. Doelwit: een zieltoegend, klein vastgoedfonds in de VS. In hun stuk in *The Atlantic* over hun avontuur noemen ze activistische hedgefondsen "het belangrijkste fenomeen van de financiële markten van de laatste twintig jaar".

Hoewel het duo er zelf weinig van bakte, zegt ook Partnoy dat de acties van de beste aandeelhoudersactivisten bedrijven en zelfs de economie als geheel eerder sterker dan zwakker maken. Dat deze beleggers in bedrijven zitten voor de korte klap noemt hij een

## AAANDEELHOUDERSACTIVISTEN ZIJN LANG NIET ALTIJD SUCCESVOL. ZIE DE ZWAKKE RESULTATEN VAN INVESTEERDER BILL ACKMAN MET ZIJN AVONTUUR MET FARMACEUT VALEANT EN HET DRAMA VAN DE ACTIVISTISCHE BETWETER EDDY LAMPERT BIJ SEARS

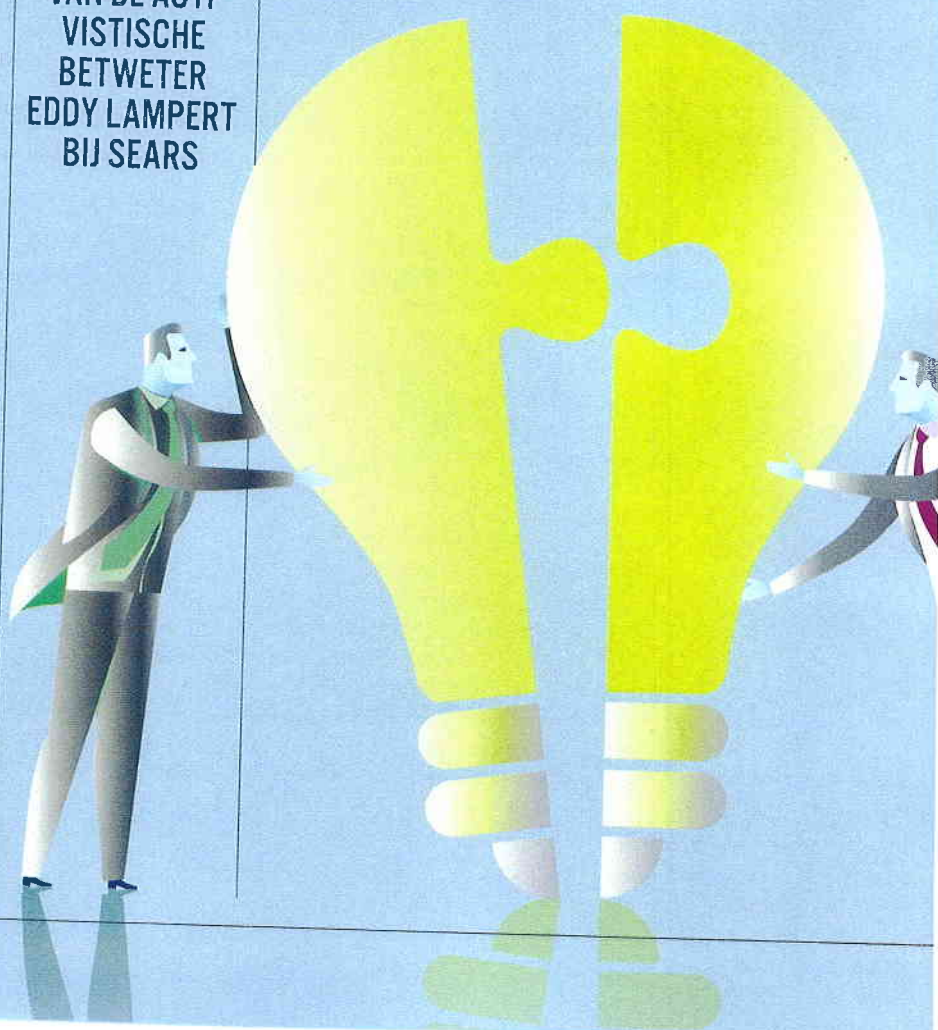
mythe. "Activisten houden hun aandelen gemiddeld langer vast dan pensioenfondsen en beleggingsfondsen: jaren, niet dagen of weken."

#### AASGIEREN

Investeerders als Singer worden niet zelden in Europa weggezet als nietsontziende op geld beluste aasgieren. Interventies door activistische hedgefondsen hebben een negatief effect op de langetermijnbelangen van bedrijven en hun aandeelhouders, roepen vakbonden of ministers. "De boodschapper van het slechte nieuws wordt vaak ten onrechte aangepakt", zegt Elson. "Activistische beleggers richten zich alleen op bedrijven die slecht worden

geleid en consequent zwak presteren." Belaagde bedrijven hun bestuurders worden gedwongen in de spiegel te kijken, menen de drie Amerikaanse hoogleraren. Leidinggevenden voeren onder druk strategische keuzes sneller door. Aan aandeelhouders wordt vaak betere verantwoording afgelegd nadat een activist zich heeft gemeld.

Conclusies over het verleden geven nooit een garantie voor de toekomst, maar uit empirisch onderzoek op Harvard University van onder meer hoogleraar Luc Bebchuk, blijkt dat doelwitbedrijven over vijf jaar gemiddeld hogere rendementen boeken dan hun concurrenten. De onderzoekers vonden geen bewijs voor het



verhaal dat activisten het liefst de beurskoers van een aandeel omhoogwerken om vervolgens er snel uit te stappen ten koste van zittende aandeelhouders. Eigenlijk moeten beleggers blij zijn als hun bedrijf wordt belaagd. Beurskoersen slaan op hol als een brief richting bestuur naar buiten komt. Gemiddeld gaat het om een waardestijging van 7 procent direct na bekendwording. Dat is volgens Bebchuk in lijn met de uitkomst op de lange termijn.

Davidoff Solomon maakt wel een paar kanttekeningen. "Je kunt wel vraagtekens zetten bij hoe de waarde onder invloed van activisten wordt opgekrikt. Soms wordt daar inderdaad een maatschappelijke prijs voor betaald in de vorm van het afslanken van onderdelen en ontslagen." Zijn vriend Partnoy stelt anderzijds dat er geen bewijs is voor de bewering dat activistische aandeelhouders door hun eisen een bom leggen onder uitgaven aan onderzoek en ontwikkeling voor de lange termijn.

#### AKZONOBEL EN ASMI

De Nederlander Wendelgelst zegt: "Uit Amerikaans onderzoek blijkt dat activisme doorgaans alleen een duidelijk overrendement laat zien wanneer dit is gericht op- of leidt tot- een bod of overname van een doelwitonderneming of een majeure verkoop van activa door de doelwitonderneming dat leidt tot de verhoging van het rendement op het geïnvesteerde vermogen. Deze strategie wordt in Nederland nu toegepast bij AkzoNobel en ASMI."

Onderwaardering is allang niet meer de enige reden voor kwetsbaarheid. Ook bedrijven met grote hoeveelheden cash op de balans, zoals Apple, en bedrijven met lage schulden blijken kwetsbaar. Vaak wordt - terecht - gedacht dat een bedrijf in delen meer waard is dan in zijn geheel. Nederland kent een



### 'ACTIVISTISCHE HEDGEFONDSEN ZIJN HET BELANGRIJKSTE FENOMEEN VAN DE FINANCIËLE MARKTEN VAN DE LAATSTE TWINTIG JAAR'

(Frank Partnoy, hoogleraar van de University van San Diego)

systeem van stichtingen en de uitgifte van preferente aandelen dat overnemende partijen op afstand moet houden. In de VS zijn aandeelhouders ook niet overbedeeld met rechten. "Ook Amerikaanse bedrijven kunnen gifpillen in stelling brengen", zegt Davidoff Solomon. "Er is geen toverformule, maar er zijn verschillende kleine dingen die ze kunnen doen om activisten tegengas te geven."

Kleine bedrijven kunnen volgens de Deal Professor makkelijker de trukendoos opentrekken. Een dominante grootaandeelhouder, een familie of een overheid, kan ook helpen om activisten van het lijf houden. Veel automakers, denk aan Ford, Toyota en Volkswagen maar ook Fiat en de Franse autobedrijven, worden gecontroleerd door een sleutelpartij. Dat geldt niet voor General Motors, dat geregeld doelwit is van activisten.

#### GENERAL MOTORS

David Einhorn is met 48 jaar een stuk jonger dan zijn landgenoot Singer. Maar ook deze Amerikaanse belegger laat van zich horen. In Nederland was Einhorn bekend als aandeelhouder van Delta Lloyd, waar hij een aantal jaren in relatieve stilte opereerde als meedenker. Tegenover autobedrijf General Motors en zijn aandeelhouders heeft de miljardair een radicaal plan gepresenteerd. Na de surseance acht jaar geleden is GM weer prachtige winsten gaan maken. Beleggers worden in de watten gelegd met vette dividenden van meer dan 4 procent per jaar. Maar de beurskoers van het cyclische bedrijf steeg in al die jaren slechts met 20 procent terwijl de S&P 500 met 120 procent omhoogging. Een lagere koers-winstverhouding is haast niet te vinden in de index van de 500 grootste Amerikaanse bedrijven.

Voor Einhorn is het reden voor zijn campagne voor het splitsen van GM in twee aparte aandelen: een dividendaandeel en een groeiaandeel. Zijn plan werd breed uitgemeten, maar is niet erg kansrijk. In Europa zijn niettemin vergelijkbare geluiden te horen over Siemens. Topman Joe Kaeser zei onlangs dat hij beleggers in de toekomst ook een keuze wil geven. Investeer in een innoverend beursgenoteerd dochterbedrijf van Siemens of investeer in de bovenliggende holding als je een hoog dividrendement wil. Voor GM heeft Einhorn William Thorndike naar voren geschoven als board member. Thorndike schreef *The Outsiders*, een boek over kapitaalallocatie dat de *Wall Street Journal* een bijbel voor activistische aandeelhouders (en hun tegenstanders in de *board rooms*) noemt. Topvrouw Mary Barra kent het klappen van de zweep. Het is al de derde keer dat activisten aan de poort staan met vergaande eisen. Ze heeft laten weten het plan niets te vinden en ook kredietbeoordelaars waren vernietigend.

Activisten staan zelden met compleet lege handen na een campagne. Maar de ene afgedwongen verandering is de andere niet. Wendelgelst waarschuwt dat het rendement van activisme veel minder of soms zelfs negatief is als een bedrijf niet overgenomen wordt of niet overgaat tot majeure verkopen of uitkering van overtollige kasmiddelen. "Onderzoek naar het aandeelhoudersrendement van acties die zijn gericht op verbetering van de governance laten per saldo geen overrendement zien, althans niet in de periode rondom de bekendmaking van de actie en ook niet in het jaar erna. Activisme kan rendabel zijn, mits je op tijd instapt en ook weer op tijd uitstapt. Voor de massa uit, maar dat geldt natuurlijk voor iedere beleggingsstrategie."