



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 automobielbedrijf 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 dividendrendement 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.”