

## 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 daardoor 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 ondernemen 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

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



### 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*