

Machtige Amerikaanse aandeelhouder is mythe

Anders dan het gangbare beeld wil, zijn Amerikaanse aandeelhouders helemaal niet zo oppermachtig. Het pure shareholder-model leidt paradoxaal genoeg tot beperkte aandeelhoudersinvloed en een situatie van 'alles of niets'.

BERT BAKKER

net **Financieel**
management

Is het verbazend dat in Europa het beeld bestaat dat Amerika een aandeelhouderswalhalla is? Nee natuurlijk. Alleen al het noemen van namen zoals T. Boone Pickens, Carl Icahn, Kerk Kerkorian, Warren Buffet of Bruce Sherman is genoeg om oude en jonge herinneringen op te roepen aan spectaculair vertoon van aandeelhoudersmacht. Icahn werd begin jaren negentig berucht door de aandelen van de kwakkelende luchtvaartmaatschappij TWA op te kopen, de board naar huis te sturen en het bedrijf, na verkoop van de waardevolle onderdelen, doodgemoedereerd failliet te laten gaan. Kerk Kerkorian werd miljardair met het handelen in bedrijven en doet dat nog steeds. Vorig jaar bouwde hij een fors belang op in de noodlijdende autofabrikant General Motors met het idee de board of directors te dwingen een andere koers in te slaan. Zonder succes. Maar inmiddels probeert hij nu Chrysler terug te kopen van het Daimler-Chrysler conglomeraat omdat hij denkt dat hij ook uit deze in zijn voegen krakende autofabriek meer waarde kan halen dan de Duitse eigenaren.

Armpje drukken

En het zijn niet alleen steenrijke - en veelal stokoude - miljardairs die besturen van grote, beursgenoteerde Amerikaanse concerns onder druk zetten. Ook *private equity funds* blazen een stevige partij mee. En niet te vergeten de hedge funds, zoals Paulson, belager van onder meer het Nederlandse Stork of Knight Vinke Asset Management, dat VNU en zelfs Koninklijke Shell durfde aanvallen, of Pershing Square

Management Partners dat vorig jaar hamburgerketen McDonalds onder druk zette om restaurants te verkopen en vastgoed af te splitsen. Zulke fondsen, vaak gefinancierd door respectabele institutionele beleggers, hebben niet voor niets een reputatie als levensgevaarlijke straatvechters op Wall Street. Maar zoals al gebleken is, komen ze net zo lief naar de Börsenplatz in Frankfurt of naar het Beursplein in Amsterdam om daar met ondernemingsbestuurders een partij armpje te drukken. En hoe toevallig kan het zijn dat het hele vocabulaire waarmee acties van ontevreden aandeelhouders worden omschreven Amerikaans is? *Shareholder activism*, *raiders*, *asset strippers*, *bootstrappers*, *hedgefunds*, *private equity funds*, *corporate restructuring*, *leveraged buy outs*, *management buy outs*, *proxy fights*, *class actions* en zo wat fraaie kreten, klinken vooral dreigend als ze met een fikse Amerikaanse knauw worden uit gesproken.

Paradox

En toch klopt het beeld niet. Jan Joosten, een Nederlander die in Leiden en aan Harvard Law School rechten studeerde en al ruim tien jaar als attorney werkt bij het New Yorkse advocatenkantoor Hughes Hubbard & Reed LLP, heeft genoeg met het bijltje van het Amerikaanse ondernemingsrecht gehakt om dat te weten. Begin april 2007 was hij even in Nederland om een presentatie te geven over aandeelhoudersactivisme in de Verenigde Staten. Joosten: "De indruk dat bij Amerikaanse beursgenoteerde bedrijven de aandeelhouders de baas zijn verdient nogal wat

Erik Breen (Robeco): *'Als het erop aankomt is de mogelijkheid om een heel bestuur te vervangen de enige wezenlijke macht van de aandeelhouders.'*

Erik Breen: *'Het is een systeem van alles of niets.'*

Jan Joosten: *'Discussie over de vraag op welke belangen het bestuur moet letten, is er in elk geval niet.'*

nuancering." Hij wijst op een essentieel verschil met de Nederlandse situatie: "Amerika kent geen stakeholder-model, waarin rekening moet worden gehouden met belangen van partijen rondom een onderneming zoals bijvoorbeeld werknemers en leveranciers, maar een puur shareholder-model. Daarin draait alles om de vraag: was de beslissing van het management in het belang van de aandeelhouders of niet? Maar paradoxaal genoeg leidt juist dat tot die beperkte aandeelhoudersinvloed." Amerikaanse vennootschappen zijn zo gestructureerd dat het belang van de board of directors en het management zoveel mogelijk parallel loopt met dat van de aandeelhouders. Door die eenduidigheid van de taak van het management en de alignment van belangen, past het in het Amerikaanse systeem om de board en de ceo een ruim mandaat te geven. De board of directors bepaalt de beloning van de ceo en die bestaat vaak voor een groot deel uit opties op aandelen in de onderneming. Bovendien weten grote aandeelhouders soms een zetel in de board te verwerven.

Delaware corporation

Joosten: "Normaal gesproken is er dus weinig reden om te denken dat board-leden een ander doel voor ogen hebben dan het behartigen van de belangen van aandeelhouders. Vandaar dat een board en de door de board aangestelde ceo, veel macht krijgen."

Aandeelhouders hebben meestal niet het recht om zich met het beleid te bemoeien. Dat is een zaak van de board. Joosten: "Als de aandeelhouders ontevreden zijn over het beleid, kunnen ze slechts proberen de board te vervangen in de vergadering van aandeelhouders."

Joosten wijst er overigens wel op dat het model enigszins van staat tot staat

verschilt, maar juist bij de beursgenoteerde bedrijven die in de staat Delaware gevestigd zijn - zo'n zestig procent van de S&P 500-bedrijven is een Delaware corporation - is het standaard om een ruim mandaat te geven. De attractie van Delaware zit onder meer in het feit dat er een aparte rechtbank voor vennootschappelijke zaken bestaat, de Delaware Court of Chancery. Wetgeving en jurisprudentie zijn er het meest ontwikkeld. Joosten: "Zowel aandeelhouders als boards of directors hechten aan de efficiency en voorspelbaarheid die dat met zich meebrengt."

Plurality voting

In Nederland zijn er niet zoveel partijen die behoefte voelen een grote mond opzetten in de annual general meeting (AGM, de algemene vergadering van aandeelhouders) van een Amerikaanse beursgenoteerde onderneming. Maar Nederland heeft wel relatief veel grote pensioen- en beleggingsfondsen, met ook zeer aanzienlijke belangen in de Verenigde Staten. Door de corporate governance codes kunnen grote beleggers zich niet meer zomaar afzijdig houden. De pensioenfondsen ABP en PGGM hebben mensen in huis die de spelregels voor aandeelhouders in Amerikaanse



FOTO: CORREIS



FOTO: SIMONE VAN ES

Rients Abma: 'In Amerika wordt het machtsspel keihard gespeeld, namelijk via de zeer actieve overnamemarkt.'



FOTO: SIMONE VAN ES

Kees Cools: 'Amerikaanse bedrijven zijn zwaar beschermd tegen aandeelhoudersactivisme terwijl Nederlandse bedrijven nu het minst beschermd lijken.'

bedrijven kennen. Maar ook bij het Rotterdamse beleggingsfondsenhuis Robeco is een team van vijf mensen bezig met de verantwoordelijkheid van deze belegger als betrokken aandeelhouder. Dat impliceert ook het uitoefenen van stemrechten in Amerikaanse bedrijven. Erik Breen, een van de teamleden, noemt de macht van een board of directors "heel groot". "Aandeelhouders kunnen weliswaar over de benoeming van directeuren stemmen, maar veel Amerikaanse bedrijven hanteren de zogenaamde plurality voting-systematiek. Dat houdt in dat

'Kloof tussen beeld en realiteit'

Rients Abma is directeur van Eumedion, een platform van Nederlandse institutionele beleggers dat door bundeling van krachten de corporate governance-structuur van ondernemingen wil versterken. Eumedion kent een beleggingscommissie waarin ook relevante informatie over de positie van aandeelhouders in Amerika wordt uitgewisseld. Abma: "Het opvallendste verschil tussen Amerika en hier is dat in de Verenigde Staten een echte dialoog tussen bestuur en aandeelhouders eigenlijk niet bestaat. Daar geldt de *business judgment rule* die inhoudt dat zolang het mandaat van de board van kracht is, alleen het management het beleid bepaalt. In Amerika wordt het machtsspel keihard gespeeld, namelijk via de zeer actieve overnamemarkt."

Ook **Kees Cools**, hoogleraar ondernemingsfinanciering en strategie in Groningen, partner bij The Boston Consulting Groep en lid van de Monitoringcommissie Corporate Governance Code (commissie Frijns) wijst op de kloof tussen beeld en realiteit. "Amerikaanse bedrijven zijn zwaar beschermd tegen aandeelhoudersactivisme terwijl Nederlandse beursgenoteerde bedrijven wereldwijd nu het minst beschermd lijken." Volgens hem is de macht van aandeelhouders in Nederland de laatste tijd versterkt. Niet zozeer door introductie van de code Tabaksblat, maar door verandering van de wetgeving rond de structuurvennootschap in 2004 en de afschaffing van de meeste overige beschermingsmaatregelen." Cools denkt dat de kwetsbaarheid van Nederlandse beursfondsen ook samenhangt met de sterke spreiding in het aandeelhoudersbestand. "Van de AEX-bedrijven is gemiddeld meer dan driekwart van de aandelen in handen van buitenlandse beleggers." Bovendien kent alleen Nederland een Ondernemingskamer als rechtbank. "Alleen aandeelhouders kunnen daar zaken ter beoordeling voorleggen. Bestuurders mogen dat niet."

aandeelhouders slechts kunnen kiezen tussen instemmen met de voorstellen, of hun stem onthouden. En ook als slechts een minderheid instemt, is de benoeming een feit." Het stemt hem daarom gelukkig dat steeds meer bedrijven overstappen op *majority voting*, waarbij aandeelhouders wel een tegenstem kunnen geven.

Moeizame weg

"Als het erop aankomt is de mogelijkheid om een heel bestuur te vervangen de enige wezenlijke macht van de aandeelhouders", zegt Breen. "Als

ISS onzichtbare machtsfactor

In Amerika zijn veel institutionele aandeelhouders op grond van hun eigen interne regels verplicht te stemmen in een *annual general meetings* (equivalent van onze algemene vergadering van aandeelhouders). De opkomst ligt daardoor gemiddeld boven de tachtig procent. Maar veelal ziet men die plicht meer als corvee dan als een gekoesterd recht. Omdat het voor institutionele beleggers - die natuurlijk ook gewoon hun aandelen kunnen verkopen als ze ontevreden zijn (Walking the Wall Street walk) - tijdrovend en kostbaar is om bij te houden wat er speelt bij al de bedrijven waarin ze beleggen, laten de meeste zich adviseren door een gespecialiseerd bureau. Vaak is dat ISS (Institutional Shareholder Services), dat in zijn specialisme absoluut marktleider is. In Nederland doet Eumedion, een initiatief van enkele zeer grote institutionele beleggers, iets vergelijkbaars.

Hoewel de naam van ISS in geen *governance code* voorkomt kan dit bureau toch een cruciale rol spelen in de Amerikaanse aandeelhoudersvergaderingen. In het geval van spraakmakende, controversiële *proxy solicitations* zullen beleggers de adviezen van ISS wel kritisch tegen het licht houden. Maar in de meeste andere gevallen is de verleiding groot om klakkeloos de stemadviezen van ISS op te volgen. Die laksheid maakt ISS tot een onzichtbare maar belangrijke machtsfactor.

een groep aandeelhouders ontevreden is over een ceo maar de board blijft hem steunen, dan kunnen ze een alternatief bestuur voorstellen met een alternatief beleidsplan. Die groep moet dan onder de overige aandeelhouders via de moeizame weg van *proxy solicitation* steun zien te winnen. Pas als de *proxy contest* gewonnen is, kan het nieuwe bestuur met een ander beleid beginnen. Het is een systeem van alles of niets."

Advocaat Jan Joosten vat de situatie nog eens samen: "Amerikaanse aandeelhouders hebben feitelijk maar twee rechten: namelijk geïnformeerd worden, en het bestuur afzetten. Slechts bij zoiets ingrijpends als een fusie hebben ze - meestal - een instemmingsrecht."

Class action

Maar ze hebben nóg iets. Namelijk de mogelijkheden om een board het leven zuur te maken als ze denken dat ze door wanbeleid schade leden. Joosten: "Als activistische aandeelhouders met een *class action*-procedure beginnen - een civielrechtelijke procedure namens alle aandeelhouders - dan zijn bestuurders daar echt niet blij mee."

Positie ceo binnen de board of directors

Een van de moeilijkst te begrijpen kanten van het Amerikaanse systeem van *checks and balances* om de macht te controleren is de positie van de ceo binnen de *board of directors*. Een Amerikaans ondernemingbestuur kent niet twee lagen, zoals in Nederland, maar één: het is een *one-tier board*. Alle boardleden zijn *directors*, maar de mensen die het echte werk moeten doen worden *officers* genoemd. Vandaar de 'o' in ceo, cfo of coo. De overige directors zijn in feite parttime bestuurders. De board als geheel bepaalt de veelal aan de aandelenkoers gerelateerde beloning van de ceo, en beoordeelt ook diens functioneren. Echter in nogal wat ondernemingen is de *chairman of the board* een grootaandeelhouder die tegelijkertijd ceo is. Mede hierdoor concentreert zich bij Amerikaanse bedrijven soms erg veel macht in één persoon.

Knuppels in handen van benadeelde aandeelhouders: litigation en class action

Het Amerikaanse ondernemingsrecht geeft een board of directors bijna carte blanche. Maar als aandeelhouders denken dat bestuurders hun belangen hebben geschaad zullen ze niet aarzelen om die schade te claimen. Ze geven advocaten dan opdracht om tot litigation over te gaan. In een gejuridiseerde wereld als de Verenigde Staten betekent dat voor een board slecht nieuws.

Wat aandeelhouders kunnen doen is:

- Een *shareholder derivative action* instellen. De aandeelhouders spreken namens de vennootschap de bestuurders aan op wanbeleid.
- Procederen namens alle andere aandeelhouders door midden van een *class action*.
- Discovery eisen. Alle documenten inzake bepaalde besluitvorming moeten dan openbaar worden gemaakt.
- Zonder groot financieel risico met *litigation* beginnen; want advocaten werken op *no cure no pay*-basis.
- Zeer hoge schadevergoedingen eisen. Vaak worden board-leden ook privé aansprakelijk gesteld.
- Reputaties van managers publiekelijk ernstig beschadigen doordat bijna alle rechtspraak in de VS openbaar is. Bovendien gebeurt dat in veel staten (niet in Delaware) via juryrechtspraak, waarbij leken moeten beoordelen of iets wanbeleid is of niet.



Situatie verandert heel langzaam

Door de lessen van Enron en Worldcom en introductie van de Sarbanes-Oxley Act begint het voorzichtig te schuiven in vennootschappelijk Amerika.

- Sinds SOX is de positie van *audit committees* versterkt, waardoor board-leden zonder tussenkomst van ceo of cfo met de externe accountant kunnen praten. Dat versterkt de positie van board-leden jegens de oppermachtige ceo.
- Minder dan voorheen steunen aandeelhouders de figuur waarin de ceo tevens *chairman of the board* is, waardoor de baas minder makkelijk 'vriendjes' in 'zijn' board kan parachuteren.
- Pensioenfondsen voeren vaker actie om *plurality voting* te vervangen voor *majority voting*, zodat ook tegen bestuursvoorstellen kan worden gestemd (zie onder meer www.ibm.com/annual-report/2006/proxy_prop_majvote.shtml).
- De benoemingsperiode van board-leden is korter dan voorheen, zodat een niet-functionerend bestuur iets sneller kan worden vervangen.
- Er ligt een wetsvoorstel om beleggers de mogelijkheid te geven te stemmen over het beloningsbeleid voor board-leden.
- Er wordt gediscussieerd over de mogelijkheid om per e-mail in een aandeelhoudersvergadering te stemmen, waardoor actieve deelname aan die vergaderingen eenvoudiger wordt.

Jan Joosten (Hughes Hubbard & Reed):

‘Aandeelhouders hebben meestal niet het recht om zich met het beleid te bemoeien. Dat is een zaak van de board.’

Maar het afzetten van een bestuur blijft bijzonder lastig. Bijvoorbeeld doordat veel vennootschappen een *staggered board* hebben. Dat wil zeggen dat bij stemming in een aandeelhoudersvergadering nooit ineens het hele bestuur vervangen kan worden, maar bijvoorbeeld slechts eenderde. Dan gaan er twee jaarvergaderingen overheen voor de meerderheid van een zittend bestuur is vervangen. Of een beschermingsconstructie zoals een *poison pill*. Het belang van een agressieve aandeelhouder kan daarmee worden verwaterd door uitgifte van extra aandelen.

Geen dialoog

Voor Europeanen is het moeilijk te vatten dat er in het Amerikaanse governance-model eigenlijk geen ruimte is voor dialoog. Maar Joosten herinnert er fijntjes aan dat Nederland een vergelijkbaar *winner takes all*-bestuursmodel ook kent. Namelijk in de politiek. “Als er na Kamerverkiezingen een coalitie is gevormd en een nieuw kabinet samengesteld, krijgt dat kabinet met haar meerderheid in de kamer ook de volle vier jaar om zijn programma naar eigen inzicht uit te voeren. Van argumenten van de oppositie en van de kiezers hoeft zij zich in beginsel tot de volgende verkiezingen niets aan te trekken.”

Ondanks de beperkingen voor aandeelhouders geeft Joosten inmiddels zelfs de voorkeur aan het Amerikaanse model. “Vanwege die eenduidigheid. In de VS zou men het verwarrend vinden als het bestuur van een vennootschap, zoals in Europa, een meervoudig focus zou hebben. Discussie over de vraag op welke belangen het bestuur moet letten, is er in elk geval niet.” ■