

Loyaliteits aandelen zijn meestal overbodig, misplaatst en nadelig

Piet Duffhues

SAMENVATTING Het uitgeven van loyaliteits aandelen door ondernemingen wordt door sommige ondernemingen verdedigd. Doel van het management daarbij is aandeelhouders gedurende een bepaalde periode te binden aan de vennootschap zodat de aandeelhoudersstructuur meer stabiliteit krijgt. Door de belofte om gedurende een bepaald aantal jaren het aandeel niet te zullen verkopen verkrijgt de aandeelhouder in een of andere vorm een extraatje van de onderneming dat vervalt als die zijn belofte niet gestand doet. Dit lijkt aantrekkelijk. Deze loyaliteit en stabiliteit kunnen echter de onderneming en daarmee de aandeelhouder fundamenteel schaden. Zo is niet duidelijk wat de economische waarde van de beoogde stabiliteit is. Dit artikel analyseert de belangrijkste voor- en nadelen en concludeert per saldo afwijzend zoals in de titel van het artikel reeds is aangegeven.

RELEVANTIE VOOR DE PRAKTIJK Aandeelhouders zijn rechtstreeks betrokken bij de uitgifte van loyaliteits aandelen zowel via de Algemene Vergadering van Aandeelhouders (AVA) om toestemming te verlenen voor de uitgifte van dergelijke bijzondere aandelen als via de langetermijnwaarde van hun aandeel. Het is dan ook van groot belang dat zij in de praktijk de economische implicaties van een dergelijke aandelenuitgifte inzien. Essentie is dat het binden van aandeelhouders een nobel doel lijkt maar gezien de nadelen en schijnredeneringen die worden aangevoerd bij nader inzicht toch schadelijk zal blijken.

1 Inleiding

In het verleden zijn voorstellen ontwikkeld om in Nederland loyaliteits aandelen in te voeren. Deze geven extra rechten zoals extra stemrecht of dividendrecht. Doel is hiermee een stabiele aandeelhoudersstructuur te bereiken. Daarbij speelt het idee om 'loyale' aandeelhouders als beschermers tegen al te opdringerige andere aandeelhouders aan de vennootschap te binden. Het thema raakt aldus de kern van corporate governance ofwel goed ondernemingsbestuur. Dit dient te worden geoptimaliseerd door enerzijds het management voldoende ruimte te laten voor eigen beleidsvorming en -uitvoering maar anderzijds ook inbreng van aandeelhouders niet te ontmoedigen. Een eerdere po-

ging tot invoering in Nederland door DSM in 2007 is mislukt (Duffhues, 2010). In een nieuwe casus wijst Stibbe op het gebruik van loyaliteits aandelen die genoeg geen winstrechten maar wel stemrechten bezitten (Stibbe, 2013). Loyaliteit houdt in dat men zijn aandelen niet zal verkopen gedurende een bepaalde blokkadeperiode maar verkoop is wel toegestaan, zij het dat het dividend- of ander voordeel daarmee vervalt. Stibbe merkt hoopvol op dat hiermee het onderwerp loyaliteits aandelen weer even terug is van weggevoerd. In dit artikel wordt bijzondere aandacht besteed aan de schaduwzijden van loyaliteits aandelen. Belangrijk is deze schaduwzijden te plaatsen naast de veelal eenzijdig aangevoerde argumentatie dat een stabiele aandeelhoudersstructuur gewenst is. De positieve waarde van dit laatste is niet alleen nooit aangetoond maar een stabiele aandeelhoudersstructuur kan ook samengaan met zwaarwegende nadelen zoals een verschuiving van de macht van de aandeelhouders naar het management en het verlies van verhandelbaarheid. De juridische aspecten van loyaliteits aandelen zijn zeker interessant maar de economische aspecten van loyaliteits aandelen mogen niet uit het oog worden verloren. Altijd moet als hoogste doel gelden dat de onderneming waarde creëert met de invoering van loyaliteits aandelen. Dat is immers het enige relevante doel van elke onderneming. Dat doel vergt een bedrijfs-economische afweging van deelaspecten. Als die economische aspecten mede in beschouwing worden genomen blijkt dat de door Stibbe genoemde nieuwe casus helemaal niet nieuw is maar paradoxaal genoeg reeds bestaat als een aandeelhouder die niet 'loyaal' is overgaat tot empty voting. Het onderscheid tussen loyale en niet-loyale aandeelhouders wordt daarmee volstrekt ondergraven. Met dit bezwaar alleen al ontvalt de grondslag om extra stemrecht of extra dividend toe te kennen aan 'loyale' aandeelhouders. Maar er zijn meer economische bezwaren. Ook zijn er grote bezwaren tegen invoering van loyaliteits aandelen als men overziet dat managers zelf een kortetermijnfocus hebben in hun investeringsbeleid. Zowel de rol van de beleggers als van het management wordt in deze bijdra-

ge geanalyseerd. Wat resulteert is een negatieve conclusie over loyaliteitsaandelen.

Dit artikel is als volgt opgebouwd. In paragraaf 2 volgt eerst een samenvattend overzicht van de her en der te beluisteren belangrijkste argumenten om loyaliteitsaandelen in te voeren. Kritisch commentaar wordt erbij vermeld.

In een afzonderlijke paragraaf (paragraaf 3) wordt ingegaan op een recentelijk verschenen artikel van Bolton en Samama (2013) waarin de auteurs pleiten om zogeheten L-aandelen en L-warrants in te voeren. Paragraaf 4 besteedt vervolgens theoretische en empirische aandacht aan de mogelijk persoonlijke doeleinden van het management van ondernemingen die kunnen afwijken van de doelstelling van de onderneming om waarde te maximaliseren. Paragraaf 5 trekt conclusies waarin loyaliteitsaandelen in beginsel worden afgewezen. In elk geval is grote waakzaamheid geboden om loyaliteitsaandelen te introduceren.

2 Analyse

In een artikel in het Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie (MAB) van juni 2010 is een economische afweging van de mérites en démérites van loyaliteitsaandelen gemaakt (Duffhues, 2010). Daarin werd geconcludeerd dat de invoering van loyaliteitsdividend voor aandeelhouders die bereid zijn om zich gedurende een aantal jaren te binden aan de vennootschap op bedrijfseconomische gronden in het algemeen met kracht moet worden ontraden. Hiervoor werden verschillende argumenten genoemd die als geheel neerkomen op de vrees dat in feite waardevernietiging zal optreden terwijl toch de bedoeling zou moeten zijn dat aandeelhouders het management disciplineren vanwege mogelijke te kortetermijndoelstellingen in de kring van het management zelf. Hierna worden deze argumenten opgediept, geactualiseerd en met nieuwe gezichtspunten aangevuld.

a. Communicatiemogelijkheden met de aandeelhouders

De voordelen van een stabiele aandeelhoudersstructuur worden niet verduidelijkt door de verdedigers van het voorstel. Die voordelen reiken in de literatuur niet verder dan de formulering van 'betere communicatiemogelijkheden' tussen de onderneming en de aandeelhouders in een publieke onderneming. Voor dat doel zijn echter verschillende andere media beschikbaar. Een onderneming kan via de talrijk beschikbare media meer dan ooit een uitgebreide toelichting op de AVA-agenda geven als ze op ontzette gronden een controverse met haar aandeelhouders wil voorkomen. Zij kan ook de mening van aandeelhouders met goede informatie beïnvloeden die dan vervolgens tijdens de AVA kan worden aanhoord. Daartoe is slechts vereist dat de investor relations-afdeling van de onderneming de

communicatie naar de aandeelhouders professioneel en tijdig verzorgt.

b. Status van de onderneming op de internationale financiële markten

Het voorstel om een loyaliteitsdividend in te voeren is in strijd met de openheid van een grote internationale onderneming als beursfonds en met de verwevenheid van de internationale financiële markten waardoor beleggers diversificatievoordelen kunnen behalen die het geëiste rendement op de beleggingen verlagen. Ondernemingen kunnen daardoor meer investeren en groeien. Ook past het een internationale onderneming niet om complexe financiële producten als loyaliteitsaandelen uit te geven. Het zal wanneer dat wel gebeurt door de markten gemakkelijk worden geïnterpreteerd als een poging van het zittend management om de macht in de onderneming te leggen bij het management zelf. Bovendien zal het verhandelbaarheidsrisico worden vergroot als aandelen tijdelijk uit circulatie gaan. Het is alleen daarom al geen goed idee: beleggers zullen aandelen verkopen. De eventuele invoering van een dergelijk voorstel zal een onderneming opbreken omdat de 'cost of capital' zal stijgen. Dat ondernemingen na het invoeren van loyaliteitsaandelen meer langetermijngerichte investeringen zullen doen, is zeer kwetsief omdat niemand het management daartoe dwingt. Ze hebben juist geen of in elk geval minder last van kortetermijnbeleggers. Aandeelhouders die niet zijn geïnteresseerd in het voorstel zullen tot verkoop overgaan. Dat is niet in het belang van aandeelhouders ongeacht hun keuze tussen een korte- of langetermijngerichtheid: die treft hen in beide gevallen. Het zal de status van een groot beursfonds in het internationale beursverkeer afbreuk doen omdat het een stap terug is van het pad van de in allerlei codes van goed ondernemingsbestuur neergelegde internationale aandeelhoudersdemocratie. Deze codes zijn zowel ingevoerd in landen met het Angelsaksische als met het Rijnlandse model zodat de vraag naar het vigerende corporate governance-klimaat in deze niet of nauwelijks van belang is.

c. Verschil in beleggingshorizon tussen beleggers onderling is niet relevant

Beleggers die beloven voor meerdere jaren in een onderneming te zullen beleggen zijn niet per definitie beter of slechter voor de onderneming dan beleggers die slechts korte tijd in een fonds beleggen. Er zijn immers veel goede redenen om een belegging op een bepaald moment wel of niet te liquideren ongeacht de korte of lange duur van het aandeelhouderschap van dat moment. Bovendien is onzeker hoe lang geregistreerde aandeelhouders hun belofte houden om niet te verkopen. Zij kunnen de registratie namelijk ongedaan maken. Anderzijds zijn zogeheten kortetermijnaandeelhouders niet per definitie minder of meer toegewijd aan

het welvaren van de onderneming. Belangrijk is dat alleen nieuwe informatie basis is voor de beslissing om kort of lang te beleggen. Die nieuwe informatie kan betrekking hebben op de kortetermijn- én de langetermijnprestaties van de onderneming. Kortetermijnbeleggers kunnen en zullen dan ook weldegelijk óók op langetermijnoverwegingen besluiten om te verkopen. Kortehorizonbeleggers zijn om die reden dan ook geen speculanten. Wel zijn ze mogelijk meer liquiditeitsgedreven. Dat is echter geen discussiepunt maar een kwestie van beleggingshorizon die verschilt van beleggerstype tot beleggerstype, bijvoorbeeld van een particulier versus een institutionele belegger. Beleggers trekken conclusies uit de verkregen nieuwe informatie die op lange en korte termijn van de onderneming betrekking heeft en handelen daarnaar. Daartegen is ook geen enkel bezwaar. Bovendien kunnen ook kortetermijnbeleggers zich bedenken en worden ze misschien wel geruisloos langs wat 'de natuurlijke weg' kan worden genoemd langetermijnbeleggers als de zaken goed gaan. Om dat laatste gaat het. Een extra dividend of stemrecht is onterecht voor aandeelhouders die aanblijven. Deze zijn het juist die speculeren op nieuwe informatie die er nog niet is.

d. Waardeschepping

Waardeschepping veronderstelt het opzuigen van alle relevante informatie over korte- én langetermijnvooruitzichten van een onderneming. Wat nodig is, is transparant beleid van het management van de onderneming gericht op waardemaximalisatie. Dat bevat volgens alle gangbare academische geschriften alle korte- en langetermijnaspecten van de activiteiten van een onderneming (vgl. Franks, Broyles & Carleton, 1985). Een kortetermijnaandeelhouder bestaat niet wanneer men daaronder verstaat een aandeelhouder die de invloed van nieuwe informatie over de onderneming waarin hij belegt, kan ontlopen. Of het zou een insider moeten zijn. Insider trading is strafbaar. Alle aandeelhouders ongeacht hun intenties om lang of kort te beleggen ondergaan dezelfde invloed van nieuwe informatie doordat deze in de koers van het aandeel wordt verwerkt.

e. Empty voting

Financiële innovaties (met name financiële derivaten) hebben het mogelijk gemaakt om de kasstroomaspecten van een aandeel te scheiden van het zeggenschapsaspect van een aandeel. Dat schept het risico voor ondernemingen die extra dividend betalen, dat zogeheten 'loyale' aandeelhouders zich gedragen als 'empty voters' (Duffhues, 2011) die in feite geen of zelfs een pervers economisch belang bij de waardecreatie in de onderneming hebben in de periode dat ze geregistreerd zijn volgens de regelingen van het loyaliteitsdividend. Het economisch belang van een aandeel kan met behulp van aandelenderivaten namelijk

worden verkocht aan derden waarna het stemrecht achterblijft (niet iedere aandeelhouder doet dat door gebrek aan professionalisering of omdat de loyaliteit hem in sterke mate drijft ten koste van rendement). Het achterblijvende stemrecht kan dus alle mogelijke invullingen krijgen die het belang van de empty voter op een of andere wijze regaderen. Geregistreerde aandeelhouders zouden dus moeten worden opgedeeld in twee groepen: empty voters en non-empty voters. Dit zal niet eenvoudig zijn omdat daarvoor privé-informatie van de aandeelhouders vereist is. Als extra complicatie geldt hierbij ten aanzien van de eerste groep dat met aanvullende transacties een ont koppeling van cash flow-rechten en control-rechten ook weer snel ongedaan kan worden gemaakt. Al deze overwegingen wijzen op onuitvoerbaarheid van een regeling voor loyaliteits aandelen. De economische positie van een loyale aandeelhouder is voor buitenstaanders (in dit geval het management van de onderneming) altijd intransparant.

f. Extra stemrecht in plaats van extra dividend

Een alternatief voor een loyaliteitsdividend is het toekennen van extra stemrecht aan 'trouwe' aandeelhouders. Dit heeft als bezwaar dat de waarde van trouwe niet vast staat zoals in dit artikel ook wordt betoogd over de loyaliteitsdividend-regeling. Een andere suggestie om in beursondernemingen vaste aandeelhoudersgroepen te installeren die verscherpt toezicht houden op het management heeft als bezwaar dat de 'free float'-aandeelhouders op achterstand worden gezet op een wijze die vergelijkbaar is met de niet-geregistreerde aandeelhouders van de loyaliteitsdividendregeling. Het risico dat informatie niet hetzelfde is voor alle aandeelhouders neemt hierdoor toe.

g. Het uitgeven van loyaliteits aandelen ontnemt de geregistreerde een verkoop prikkel

Aandeelhouders wordt de prikkel ontnomen om tot verkoop over te gaan gedurende de blokkadeperiode die is afgesproken met de onderneming bijvoorbeeld drie jaar. Een belangrijk gevolg is dat gedurende die periode de bereidheid van het zittend management om inspraak in het beleid van 'responsible investors' (Lydenberg, 2013) terzake van het behartigen van het milieu en andere maatschappelijke doelstellingen te dulden niet groot zal zijn. Het zittend management behoeft geen koersdruk van milieuschendingen die zij mogelijk veroorzaakt, te vrezen. De toename van de belangstelling voor deze typisch maatschappelijke doelstellingen van ondernemingen in de huidige tijd en de huidige samenleving draagt er ook toe bij dat loyaliteits aandelen in Nederland niet moeten worden ingevoerd. Niet alleen de realisatie van de meer enge ondernemingsdoelstelling maar ook de meer maatschappelijke doelstelling komt door uitgifte van loyaliteits aandelen in gevaar.

h. Vermijden van impulsieve verkopen van aandelen

Een mogelijke gedachte is ook dat een loyaliteitsaandeel kan vermijden dat het aandeel min of meer impulsief wordt verkocht. Men mag in de blokkadeperiode niet verkopen. Dit argument van beleggersbescherming overtuigt niet omdat een snelle verkoop juist heel rationeel kan zijn. Latere verkoop kan betekenen dat de opbrengst lager is dan na een snelle verkoop.

i. Bescherming voor de onderneming

Het vorige argument kan ook worden gezien vanuit de onderneming. Doordat een geblokkeerde belegger niet mag verkopen kan een kandidaatkoper het aandeel tijdelijk niet verwerven. Dit werkt beschermend voor de onderneming die mogelijk belaagd wordt door een raider. Ook dit argument overtuigt niet omdat de blokkade tijdens de blokkadeperiode door de aandeelhouder kan worden opgeheven en hij alsnog zaken kan doen met de raider.

3 De recente bijdrage van Bolton en Samama (2013): myopisch gedrag van beleggers

Recentelijk hebben Bolton en Samama (2013) de mening verdedigd dat er een onbalans is tussen de hoeveelheid langetermijn- en kortetermijnbeleggers: er zijn in hun ogen te weinig langetermijnbeleggers waardoor de leiding van beursondernemingen wordt geprikkeld om de groei op lange termijn onvoldoende aandacht te geven. Een beweerde soort bijziendheid van beleggers (myopisch gedrag) die leidt tot onderinvestering en dus tot schade, zo is de redenering. (Voor het achterliggend theoretisch raamwerk, zie de appendix).

De auteurs hebben om dit probleem op te lossen een innovatief aandeel bedacht – een Loyaliteitsaandeel (een L-share) en een daaraan gehechte Loyaliteitswarrant (een L-warrant) met een relatief lange looptijd van enkele jaren. Deze innovatieve financieringsfiguur moet aandeelhouders meer betrekken op de langetermijnwaarde van hun aandelen. De constructie lijkt op een aandelenoptie die bekend is als beloningsvorm voor het management maar nu voor gewone aandeelhouders. Zij kunnen de warrants pas na enkele jaren uitoefenen door aandelen bij de onderneming te kopen. Belangrijk is dat alle bestaande aandeelhouders dergelijke warrants krijgen aangeboden, dus er treedt geen tweedeling op in de aandeelhoudersstructuur. De warrant mag alleen worden uitgeoefend aan het eind van een blokkadeperiode van bijvoorbeeld drie jaar en op voorwaarde dat het aandeel waaraan de L-warrant is gehecht in die periode niet is verkocht. Gebeurt dit wel dan vervalt de waarde van de call warrant. Het toekennen van L-warrants komt in sterke mate overeen met het uitkeren van een loyaliteitsdividend. Call warrants kunnen worden uitgegeven als een gratis toekenning op bestaande aandelen maar

een emissie van call warrants is ook denkbaar. Zelfs is een onderhandse uitgifte denkbaar aan bepaalde institutionele beleggers.

De auteurs kennen de volgende voordelen toe aan L-warrants:

- De onderneming die call warrants uitgeeft kan langetermijnaandeelhouders aan zich binden doordat deze worden gecompenseerd voor het kostbaar monitoren van de onderneming en voor de (tijdelijke) illiquiditeit van hun bezit.
- Door L-warrants toe te kennen aan een strategische belegger kan aan de markt in een situatie van tijdelijke terugval van de resultaten een signaal van een sterke beleggersbetrokkenheid worden getoond.
- L-aandelen kunnen voorkomen dat onmiddellijk na een eerste aandelenemissie (IPO) de handel in het aandeel te volatiel wordt.

De volgende twee nadelen zijn volgens de auteurs slechts in schijn aanwezig:

- Overheveling van waarde van kortetermijnbeleggers naar langetermijnbeleggers om de eenvoudige reden dat de totale waarde van het eigen vermogen niet verandert. L-aandelen komen volgens Modigliani en Miller (1958) dan neer op een herallocatie van die ene gegeven waarde. Bolton en Samama (2013) hechten hier minder aan omdat in hun ogen ondernemingswaarde kan toenemen omdat er meer loyale aandeelhouders zijn en meer projecten met een positieve netto contante waarde (NPV) doorgang kunnen vinden.
- De mate van verhandelbaarheid van het aandeel – de liquiditeit – kan afnemen als aandeelhouders minder actief handelen op de markt alleen omdat de blokkadeperiode dat verbiedt. Dit is schadelijk voor de kwaliteit van de prijsvorming. Dit is voor de auteurs ook minder bezwaarlijk omdat er op de korte termijn juist teveel wordt gehandeld; zij zien met andere woorden hierin een voordeel.

Deze nadelen – de herallocatie en het liquiditeitsbeperkend effect – zijn naar onze mening echter in de kern reëel. Daaraan kan nog worden toegevoegd dat het uitgeven van L-warrants allerlei uitvoeringstechnische problemen kan opleveren gedurende de jaren van de looptijd van die warrants. Men denke hierbij aan de vraag naar het hoe en waar de L-warrant te plaatsen op de balans, hoe de mate van loyaliteit van de L-aandeelhouder te bewaken gedurende de looptijd, hoe te handelen met de L-warrant ten tijde van financiële reorganisaties en fusies en wat is de fiscale behandeling van de L-warrant. Dit kan gemakkelijk een complex en kostbaar circuit worden. Bolton en Samama (2013) besteden hier wel enige aandacht aan maar tillen minder zwaar aan deze uitvoeringstechnische problemen.

Ons grootste bezwaar tegen de theorie van Bolton en Samama is dat zij het bestaan van een onbalans tussen langetermijn- en kortetermijnbeleggers weliswaar aanmerkelijk maken maar niet dat dit een onwenselijke situatie is. Zij beweren dat er veel meer kortetermijn- dan langetermijnbeleggers zijn en storen zich daaraan. Blijkbaar moet die verhouding tenderen naar een 50/50-verhouding. De vraag is wat het bezwaar is tegen de genoemde onbalans. Dit wordt niet duidelijk (Vgl. ook Duffhues, 2010, p. 308). Wij tekenen hierbij nog aan dat de keuze voor een langetermijnbelegging meer gebaseerd zal zijn op rendementsverwachtingen dan op liquiditeitsverwachtingen terwijl die laatste bij kortetermijnbeleggers een belangrijkere rol spelen. Dat heeft alles van doen met verschillen in de beleggingshorizon van beleggers. Beide typen van beleggers hebben volledige bestaansgrond. In een efficiënte markt is er in de feitelijke situatie juist altijd een goede balans tussen beide soorten beleggers ongeacht de kwantitatieve verhouding tussen die twee groepen.

De conclusie over het artikel van Bolton & Samama is dat zij hun uitgangspunt niet geloofwaardig hebben onderbouwd. Dat heeft tot gevolg dat alleen daarom al aan het ontwikkelde financiële instrument van de L-warrant geen behoefte bestaat. Los daarvan zijn er zoals in dit artikel besproken belangrijke bezwaren tegen het innovatieve financiële instrument aan te voeren. De blokkadeperiode waarin niet mag worden gehandeld in het L-share blijft ook in deze constructie het effect genereren dat het zittende management haar wensen betrekkelijk ongestoord kan uitvoeren. Dat is geen verbetering maar een bestendiging van een bestaande situatie die juist vraagtekens oproept over de macht van het zittend management versus de macht van de aandeelhouders. De L-warrant staat ver van het in Codes voor goed ondernemingsbestuur vastgelegde aandeelhoudersdemocratie.

4 De preferenties van het management van ondernemingen

Tot nu toe bespraken we hierboven het mogelijke gedrag van beleggers in hun appetijt om zich wel of niet te laten registreren als loyale aandeelhouders. We deelden de groep beleggers in twee groepen in: loyale en niet-loyale beleggers afhankelijk van wel of geen registratie bij de onderneming en aanvaarding of afwijzing van een bepaalde blokkadeperiode. Voor- en nadelen passeerden de revue. Echter, het investeringsgedrag van het management van de onderneming zelf kwam nog niet aan bod terwijl dat wel van belang is. Hierbij doen zich twee mogelijke gevallen voor.

a. Alleen als dat managementgedrag werkelijk optimaal is – lees nettocontantewaarde-creërend met langetermijnfocus – is er geen behoefte aan correctie door de beleggers. Het management van de onderneming

neemt de best mogelijke beslissingen over wat goed of fout is voor de aandeelhouders. Een blokkadeperiode die eigen is aan loyaliteits aandelen heeft dan geen enkele zin. Registratie door middel van loyaliteits aandelen is dan niet schadelijk maar levert ook niets op. De onderneming draait prima en de aandeelhouders worden op lange termijn optimaal bediend ook zonder loyaliteits aandelen.

b. Echter, wanneer het management afwijkende persoonlijke doelen nastreeft, is dat gedrag niet per se optimaal, eerder suboptimaal. In dat geval moeten de aandeelhouders voor correctie zorgen. Dan is er juist geen behoefte aan geregistreeerde beleggers die slechts de rol zouden vervullen als makke schapen die het beleid van het management met enige zelfsprekendheid onderschrijven. Een voorstel om registratie dan toch in te voeren kan dan moeilijk anders worden geïnterpreteerd dan als een greep van het management naar de macht in de vennootschap.

Wat blijkt hiervan in de praktijk? Het management is volgens onderzoek van onder andere Bolton & Samama (2013) vaak geneigd om het belang van de kortetermijnberichtgeving aan de aandeelhouders te doen prevaleren boven de langetermijnberichtgeving zodat langetermijn-NPV verloren gaat door bewust gekozen onderinvestering op korte termijn. Dit empirisch onderzoek wijst derhalve niet op de relevantie van alternatief a maar juist van alternatief b. De reden is dat het eigen functioneren van het management (lees: het beperken van de ontslagdreiging bij slechte resultaten op korte termijn) daarmee is gediend. Als dit juist is, gaat er langetermijn-NPV verloren en komen irrationele beslissingen tot stand. De aandeelhouders zouden deze irrationaliteit moeten bestrijden in hun eigen belang. De vraag is dan of ze dat beter doen in een systeem met of zonder loyaliteits aandelen. Het antwoord is uiteraard helder: aan loyale aandeelhouders is in een dergelijk kader geen enkele behoefte. Die zouden als ze er wel zijn slechts de agencykosten van het management afdekken. Zij dienen juist de kortzichtigheid van het management voortdurend te corrigeren en de managers te doen concentreren op de langetermijnbelangen van de onderneming.

De conclusie uit de publicatie van Bolton en Samama (2013) is dat het management van de ondernemingen een voorkeur heeft voor een kortetermijnfocus. Daaruit vloeit voort dat beleggers corrigerend moeten optreden om ook de langetermijnaspecten te laten benadrukken. Derhalve is er op basis hiervan geen enkele behoefte aan loyaliteits aandelen. De conclusie is dat Bolton en Samama een nieuw financieel instrument (de L-warrant) bedenken (waaraan ook uitvoeringstechnisch grote problemen kleven) om een niet bestaand probleem op te lossen.

5 Conclusies

Als algemene afsluiting wordt geconcludeerd dat het niet eenvoudig is om duidelijke voordelen van het invoeren van loyaliteitsaandelen aan te geven maar wel een reeks nadelen. Die hebben van doen met de machtsverhoudingen tussen het zittend management en de aandeelhouders. Een groot voordeel is dat het management onder omstandigheden meer speelruimte heeft om zwaarwichtige beslissingen te nemen in het belang van de aandeelhouders. Die kan echter ook worden benut om de belangen van het management zelf veilig te stellen. Een beursonderneming moet het grote voordeel van haar beursnotering (het bieden van liquiditeit aan het aandeel en dus aan de aandeelhouders) niet snel op het spel zetten door bindingen met (groepen van) aandeelhouders aan te gaan en aan deze groepen financiële en/of informatievoordelen toe te kennen. Bovendien zagen we dat de tweedeling in de aandeelhoudersstructuur zal leiden tot verhoging van de vermogenskosten van de onderneming en daarmee tot waardevernietiging. Dat is een grote stap terug vanuit de bestaande publieke status die zij – zo moet toch worden aangenomen – wenst te continueren. Die beslissing van de onderneming destijds om internationaal te gaan is mede beïnvloed door het streven om de vermogenskosten juist te verlagen. Internationale diversificatie van de aandeelhoudersstructuur draagt bij aan verlaging van het aandeelrisico zodat de kostenvoet van het eigen vermogen daalt. Loyaliteitsaandelen daarentegen geven in feite een mars richting ‘private equity’ aan doordat formeel een communicatietraject met een bepaald deel van de aandeelhouders wordt gecreëerd en niet met anderen. Concentratie in plaats van diversificatie treedt daarbij op. Dat is de verkeerde richting. Voor dat model heeft een internationale beursonderneming niet gekozen. Verder bleek dat door het inzetten van aandelenderivaten de beoogde loyale aandeelhouders zich gemakkelijk kunnen ontdoen van het economisch risico van hun aandelenbezit

maar wel het stemrecht kunnen behouden. Dat stemrecht kan dus worden uitgeoefend zonder dat dit is gebaseerd op het economisch belang van de stemgerechtigde. Het middel kan dus erger zijn dan de kwaal. Daarmee vervalt zelfs de hele zin van het onderscheid tussen loyale en niet-loyale aandeelhouders.

Wanneer de mogelijk van NPV-maximalisatie afwijken- de persoonlijke doelstellingen van het management van ondernemingen worden betrokken bij de vraag of er behoefte bestaat aan loyaliteitsaandelen, is het antwoord dat die behoefte dan juist niet aanwezig is omdat het management niet loyaal maar juist kritisch moet worden gevolgd om zoveel mogelijk de langetermijnfocus te hebben en in daden om te zetten.

Puntsgewijs vatten wij als volgt samen:

- a. Loyaliteitsaandelen zijn soms overbodig namelijk in een ideale wereld waarin het management geen persoonlijke doelstellingen nastreeft die afwijken van de langetermijn-NPV-doelstellingen van de aandeelhouders.
- b. Als er wel persoonlijke doelstellingen van het management spelen (agencytheorie) zijn loyaliteitsaandelen misplaatst omdat deze afhankelijkheid niet voorkomt dat waardevernietiging optreedt maar juist ruimte schept voor waardevernietiging.
- c. Onderzoek toont aan dat persoonlijke doelstellingen van het management heel vaak een belangrijke rol spelen bij hun beslissingen waardoor zij bewust langetermijninvesteringen laten schieten voor kortetermijnresultaten. ■

Prof. dr. Piet J.W. Duffhues is emeritus hoogleraar Ondernemingsfinanciering Tilburg University

Literatuur

- Bolton, P., & Samama, F. (2013). Loyalty-shares: Rewarding long-term investors. *Journal of Applied Corporate Finance*, 25(3), 86-97.
- Bootsma, B. (2011). Een loyaliteitsdividend voor langetermijnaandeelhouders. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 85(7/8), 408-411. Met naschrift Piet Duffhues. 85(7/8), 412,413.
- Duffhues, P.J.W. (2010). Geen loyaliteitsdividend voor langetermijnaandeelhouders. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 84(6), 303-314.
- Duffhues, P.J.W., & Oirschot, S. van (2011). Zeggenschap in de publieke onderneming: empty voting, hidden ownership, securities lending en short selling. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 85(6), 306-316.
- Franks, J.R., Broyles, J.E., & Carleton, W.T. (1985). *Corporate finance (Concepts and Applications)*. Boston.
- Lydenberg, S. (2013). Responsible investors: Who they are, what they want. *Journal of Applied Corporate Finance*, 25(3), 44-49.
- Modigliani, F., & Miller, M.H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Stibbe, F. (2013). Loyaliteitsaandelen revisited. *De Commissaris*, september, nr 122, 19.

Appendix

Katern: Het achterliggend theoretisch raamwerk van Bolton & Samama(2013)

De achterliggende gedachte van Bolton & Samama (2013) is als volgt. Zij breken een lans om het probleem op te lossen dat volgens hen excessieve aandacht van beleggers en zelfs van institutionele beleggers uitgaat naar kwartaalresultaten en koersontwikkelingen op korte termijn (Bolton & Samama, 2013). Zij menen dat ondernemingen hierdoor te weinig investeren waardoor de economische groei wordt beperkt en de werkgelegenheid wordt geschaad. De auteurs schrijven deze focus van de aandacht van beleggers toe aan het negeren van de langetermijnwaarde van een onderneming. Dit komt er volgens deze auteurs op neer dat ondernemingen worden afgerekend op hun kortetermijnresultaten. De financiële markt wordt in deze visie gekarakteriseerd als in hoofdzaak bepaald door wat zij noemen speculanten. Deze worden beschreven als: "Their activities have almost nothing to do with any effort to discover the long-term fundamental value of the companies they invest in" (Bolton & Samama, 2013, p. 86). Deze bewering is echter niet onderbouwd. Het blijkt uit hun artikel dat dit beleggersgedrag in hun analyse voortkomt uit het feit dat managers van ondernemingen beleggers zodanig informeren dat zij niet snel worden ontslagen, dus als het even kan publiceren deze ondernemingen relatief gunstige resultaten hetgeen aan winstmanipulering doet denken. Daarop reageren dan weer de beleggers. Slechts 10% van de beleggers zouden als reactie hierop geïnteresseerd zijn in de langetermijnwaarde van een aandelenbelegging. Ook de managers van institutionele beleggers hebben vergelijkbare ontslagrisico's als ze niet presteren op de korte termijn. Beleggers en CFO's hebben derhalve vergelijkbare problemen die op de korte termijn betrekking hebben. Bolton en Samama reiken een oplossing voor dit probleem aan. De 'excessieve' aandacht voor kwartaalresultaten waaraan zij zich storen, komt ons inziens echter voort uit de sterk toegenomen professionalisering van de effectenhandel en de opleiding van beleggers en is voorts mogelijk gemaakt door de explosie van de informatietechnologie. Dit alles past binnen de theorie van de informatie-efficiënte markt.