

Meer mogelijk maken de “klucht” rond ABN AMRO

“The bogeyman I am now chasing is the structure of American corporations.”

–Carl Icahn.

Inleiding

Na Stork, heeft nog nooit een activistische aandeelhouder zoveel commotie veroorzaakt als het Londense hedge fund The Children Investment Fund (TCI) bij onze nationale trots ABN Amro. In een periode van tien weken was er bijna elke dag iets nieuws te melden en liepen de emoties steeds hoger op. In dit artikel zal ik kort de feiten op een rij zetten en een analyse maken van de affaire.

Het theater van de lach

Als je alle gebeurtenissen van de afgelopen periode op een rij zet ontcom je bijna niet aan het beeld van zo'n ouderwetse komedie van Het Theater van de Lach van John Lanting. U herinnert zich dat mischien nog wel: een huiskamer op het toneel waarin voortdurend allerlei deuren opengaan en er personages op het toneel verschijnen die kort wat roepen en dan weer verdwijnen om later via een andere deur weer op te komen. De razendsnelle wisseling van personages zorgt bij de toeschouwer voor voortdurende verbazing en spanning. Natuurlijk is het een plot van niks, maar de spelers maken er wel een leuke avond van. Wat dacht u van dit scenario voor een komedie:

20 februari: Brief TCI aan ABN Amro. De boodschap: wij zijn niet tevreden met het gevoerde beleid. Op de volgende aandeelhoudersvergadering willen wij dat aan de orde stellen.

23 februari: Rijkman Groenink gaat onmiddellijk op audiëntie bij De Nederlandsche Bank (DNB) naar eigen zeggen om deze te informeren over de brief. Wij weten wel beter, Rijkman zoekt gewoon hulp tegen deze onheuse overval. Rijkman zelf denkt niet aan aftreden (wie wel?) en blijft onverveerd. “Dit zijn juist de momenten dat je als voorzitter krachtig leiderschap moet tonen.”

24. februari: De volgende dag komt de beloofde hulp. De topmannen Wellink en Schilder van DNB staan pal achter de bedreigde bank. “De brief van TCI ademt de sfeer van: je zoekt het maar uit wat je gaat verkopen, maar de centen stuur je naar ons toe. Voor

ons is dat een brug te ver.”

26 februari: Vanuit Den Haag wordt er ook op de SOS-boodschap gereageerd. Op initiatief van Ewout Irrgang van de SP gaat Tweede Kamer een hoorzitting houden om te onderzoeken of er maatregelen nodig zijn om strategisch cruciale sectoren te beschermen tegen activistische aandeelhouders. Het lijkt ironisch dat onvervalste socialisten een kapitalistisch bolwerk gaan beschermen. Maar dat is niet verwonderlijk. Ewout kent naar eigen zeggen het verschil niet tussen hedge funds en private equity.

27 februari: De beschermer van de aandeelhouders mengt zich ook in het gewoel. De VEB heeft grote bezwaren tegen de uitlatingen van DNB en heeft een klacht ingediend bij commissarissen. DNB moet zich beperken tot toezichthoudende taak en geen uitspraken doen over individuele gevallen.

27 februari: De DNB is blijkbaar geschrokken en stelt hun reactie bij en in een nieuwe verklaring vervalt de krachtige waarschuwing aan het adres van hedge fund TCI dat DNB ‘tot het uiterste’ zal gaan om de financiële stabiliteit in Nederland te beschermen.

27 februari: Europa wordt nu ook bezorgd (denk aan datgene wat er door ABN Amro in Italië gebeurde). De Europese Commissie waarschuwt DNB dat protectionisme niet geaccepteerd wordt. ‘We maken ons zorgen als het er naar uitziet dat financiële spelers die zich aan de regels houden, worden gehinderd of gedwarsboemd’, aldus een woordvoerder van eurocommissaris van interne markt Charlie McCreevy.

28 februari: In het midden van het land zijn de pensioenbonzen ook op hun hoede. TCI krijgt onverwacht bijval van PGGM. ‘Er is redelijk wat ophef over deze zaak, maar wij vinden dat TCI vrij is om te laten weten teleurgesteld te zijn’, zei een zegsvrouw.

1 maart: De Bank is inmiddels wat van de schrik bekomen. Er komt een reactie via een woordvoerder van ABN Amro die zegt dat de bank bereid is gesprekken te voeren met zijn kritische aandeelhouder. ABN Amro is niet van plan toe te geven aan de

wens van TCI de bank op te splitsen. Alternatieven, zoals een extra kapitaaluitkering, zijn mogelijk wel bespreekbaar.

1 maart: De toezichthouder AFM ziet een nieuwe taak. Bestuurder Paul Koster lanceert voorstellen in London in een lezing over "Shareholder activism in the Netherlands." In nieuwe Europese regels moet worden opgenomen dat een belegger na het versturen van een open brief al zijn transacties moet melden bij de markttoezichthouder. Verborgene boodschap: wij zullen hier goed op toezien.

2 maart: Stichting SOBI ziet weer kansen voor nieuwe publiciteit en wil een onderzoek van de AFM naar gebruik voorwetenschap. Volgens deze stichting heeft TCI zich verrijkt over de rug van de kleine aandeelhouder. Zoals gebruikelijk wordt deze beschuldiging niet toegelicht, maar is het weer een mooie kop in de krant.

4 maart: De VEB zegt bij monde van voorzitter Peter Paul de Vries dat TCI de goede vragen stelt t.a.v. de strategie en de prestaties van de bank. Wij hebben over deze zaken al meerdere malen geklaagd.

5 maart: De bankenbelangenvereniging NVB bestijgt de kansel. Eventuele opsplitsing acht deze vereniging slecht voor de stabiliteit van de financiële sector.

7 maart: Er komt een nieuwe belager. Volgens de Financial Times ziet hedge fund Tosca graag dat ABN Amro geen grote overnames doet. Het fonds wil dat ABN Amro samengaat met een partner die het beter doet, aldus de Britse zakenkrant.

8 maart: Shell maakt bekend dat de oliemaatschappij Groenink wil voordragen als lid van de raad van commissarissen. Een eervolle benoeming voor deze geplaagde bestuursvoorzitter. Veel commentatoren denken echter dat hij van zijn raad van commissarissen geen toestemming zal krijgen omdat hij beter maar eerst eens goed op de eigen winkel moet passen.

8 maart: Dan komt er weer een andere belanghebbende in het nieuws. De VEUO stelt dat aandeelhouders die een belang in een beursfonds hebben opgebouwd van 1%, verplicht moeten worden om zich bekend te maken bij de beurstoezichthouder (brief aan monitoring commissie Frijns). Eumedion schreef overigens dat dit op 5% moet blijven i.v.m. vrijstelling dividendbelasting.

9 maart: Ondertussen heeft Groenink goed nagedacht. Persbureau Reuters meldt dat de bank de verkoop van enkele belangen in opkomende markten

onderzoekt. Een bekende tactiek om activistische aandeelhouders voorlopig gerust te stellen.

9 maart: Zoals altijd melden ook de vakbonden zich weer. Peter Gortzak van de FNV vindt dat pensioenfondsen niet zouden moeten beleggen in bedrijven die vakbondsonvriendelijk zijn. Hij vindt ook dat pensioenfondsen kritischer moeten kijken naar het gedrag van hedge funds waarin zij beleggen. Ik weet niet wat u denkt, maar naar mijn mening slaat dit in deze discussie helemaal nergens op. Maar goed: het punt is voor de achterban gemaakt.

17 maart: Als laatste in de rij komen de werkgevers. Het VNO vindt dat grootaandeelhouders (belang meer dan 5%) moeten uitleggen wat hun bedoelingen zijn. Het is volgens VNO-NCW van belang om te weten of een grootaandeelhouder zijn belang voor de lange termijn aanhoudt, of dat dit wordt aangehouden om 'actief invloed uit te kunnen oefenen op de gang van zaken'. Ik zou niet weten wat het uitmaakt, want de wet zegt hier helemaal niets over. Maar goed, je mag in dit land zeggen wat je denkt.

18 maart: Het lijkt wel een sprookje, maar Groenink wordt gered door een heuse echte ridder op een wit paard. De Britse bank Barclays heeft ABN Amro benaderd met ambitieuze fusieplannen. Barclays heeft duidelijk gemaakt dat het ABN Amro graag als 'white knight' uit de problemen helpt. Dit alles volgens The Sunday Times.

19 maart: Er melden zich nog meer grote financiële instellingen met voorstellen tot een fusie of overname zo geven diverse bronnen aan. Op deze fusiegeruchten stijgt de koers van de bank met bijna 10%. Daarmee is het probleem met de te lage koers van het aandeel ook gelijk opgelost. ABN Amro bevestigt "exclusieve inleidende gesprekken" met Barclays.

20 maart. Het lastige TCI zegt in een brief aan ABN Amro dat de bank geen andere biedingen mag uitsluiten om zo de beste aandeelhouders waarde te creëren.

24 maart. TCI dreigt met de rechter als de bank zich niet openstelt voor eventuele andere bidders. In de markt worden BBVA, BNP Paribas, Citigroup, ING, Royal Bank of Scotland en Santander genoemd. Sindsdien wordt er bijna elke dag wel een speculatie gedaan over de uitkomst van de onderhandelingen en mogelijke andere bidders.

12 april. Er komt een nieuwe kaper op de kust. Royal Bank of Scotland, Santander en Fortis hebben de

ABN uitgenodigd om verkennende gesprekken te voeren. De drie banken zouden ABN willen opsplitsen. Fortis zou de investeringsbankdivisie en de activiteiten in de Benelux overnemen, Royal Bank of Scotland zou de Amerikaanse retailbank LaSalle overnemen en Banco Santander zou de Italiaanse en Braziliaanse activiteiten van de Nederlandse bankgroep inlijven.

19 april. De Nederlandsche Bank waarschuwt voor de risico's die een gezamenlijk bod van het bankenconsortium van Fortis, Royal Bank of Scotland (RBS) en Santander op ABN Amro met zich mee zou brengen. 'Vanuit prudentieel oogpunt zou een bod van het consortium een sterk risicoverhogende en complicerende factor zijn, zowel in de voorbereiding van de transactie als in de executie en implementatie daarvan.'

23 april. ABN en Barclays zijn er uit. De grootste grensoverschrijdende fusie ooit in de bankwereld lijkt een feit te worden. Barclays biedt rond de 36,25 euro (wat neerkomt op 66 miljard euro) en tegelijkertijd wordt LaSalle aan Bank of America verkocht voor 15,5 miljard euro. De combinatie kondigde alvast aan 10% van het personeelsbestand te schrappen. Peter Paul de Vries van de Vereniging van Effectenbezitters is niet blij. De VEB heeft er bezwaar tegen dat de verkoop van de Amerikaanse dochter niet aan de aandeelhouders zal worden voorgelegd. 'Ondanks het feit dat het een majeure transactie is.'

25 april. Het consortium Royal Bank of Scotland, Fortis en Santander doen een tegenbod van 39 euro per aandeel (totaal 73 miljard euro). Hiervan is 70% in contanten en 30% in aandelen. Het bod geldt echter alleen als LaSalle bij ABN Amro blijft.

26 april. Op de aandeelhoudersvergadering van ABN Amro zijn de aandeelhouders het in hoofdlijnen eens met de voorstellen van TCI voor de verkoop, spin-off of fusie van onderdelen of het geheel van de bank. Tevens drongen aandeelhouders er op aan dat de verkoop van LaSalle aan hen ter goedkeuring wordt voorgelegd. De afzonderlijke verkoop ervan werpt een dam op voor andere geïnteresseerden in de bank, die mogelijk een hogere prijs willen betalen, zo vinden

zij. Topman Groenink bestrijdt dat en volgens hem is er sprake van een wereldprijs. De VEB stapt naar de rechter om de kwestie LaSalle.

28 april. Op een zonnige zaterdag houdt de Ondernemingskamer een zitting waarbij de partijen hun standpunt uiteenzetten. De VEB wil de verkoop van LaSalle blokkeren pm ook anderen in de gelegenheid te stellen een bod uit te brengen. Tevens menen zij dat de directie voor deze verkoop uitdrukkelijk de toestemming van aandeelhouders nodig heeft. Rijkman Groenink waarschuwde de Ondernemingskamer dat er grote schade dreigt voor ABN Amro en zijn aandeelhouders als de rechter de verdere afhandeling van de verkoop van LaSalle aan Bank of America blokkeert.

29 april. Cees Maas, de voormalig financieel topman van de bankverzekeraar ING, uit kritiek geuit op het bestuur van ABN Amro in het televisieprogramma Buitenhof. In zijn ogen heeft bestuursvoorzitter Rijkman Groenink gedane beloften niet waar kunnen maken. De aandelenkoers is te weinig gestegen. ING is met een belang van meer dan 5% de grootste aandeelhouder van ABN Amro.

30 april. VNO-NCW-voorzitter Bernard Wientjes stelt de toegenomen macht van aandeelhouders ter discussie. De werkegeversvoorman vindt mogelijke opbreking van ABN Amro "heel zorgelijk". Dat zei Wientjes in een interview met NRC Handelsblad.

3 mei. Huub Willems, voorzitter van de Ondernemingskamer, beveelt ABN Amro de verkoop van LaSalle voor te leggen aan aandeelhouders, omdat deze onlosmakelijk verbonden is met de verkoop van de gehele bank, waarover ABN Amro een akkoord heeft bereikt met Barclays.

4 mei. Bank of America vindt dat ABN Amro zich aan de afgesloten overeenkomst moet houden en begint een gerechtelijke procedure. De bank, wil dat de Amerikaanse rechter ABN AMRO verbiedt nog verder met derden te onderhandelen over de verkoop van LaSalle, of sowieso het Amerikaanse onderdeel te verkopen aan een andere partij. Verder eist Bank of America een schadevergoeding wegens contractbreuk



tegen een bedrag dat op de rechtszitting bepaald dient te worden.

5. mei. De zakenkrant *Financial times* meldt dat ABN Amro een stop heeft afgekondigd op alle nieuwe biedingen op haar Amerikaanse bankdochter LaSalle.

6. mei. De *Telegraaf* meldt dat het bankenconsortium onder leiding van de Royal Bank of Scotland een bod van 24,5 miljard dollar op LaSalle heeft uitgebracht en dat er binnen enkele dagen een hoger bod op ABN Amro komt.

De werkelijkheid is vaak verrassender dan fictie. U zult mij hopelijk vergeven dat ik hier en daar wat zaken erbij heb verzonnen om de gebeurtenissen als het ware aan elkaar te verbinden. Eigenlijk had ik dat niet hoeven doen, want de opeenvolging van gebeurtenissen spreekt voor zich. Laten we daarom eens wat afstand nemen en proberen er achter te komen waar het nu feitelijk om gaat.

Hebben aandeelhouders te veel macht?

Deze vraag wordt mij regelmatig gesteld vanuit de gedachte dat

we in Nederland veel te ver doorgeschoten zijn, zeker in vergelijking met andere landen. Laten we echter niet vergeten dat aandeelhouders tot en met 2004 in Nederland bijna niets te vertellen hadden en er, met name door de boekhoudschandalen, de gedachte is ontstaan dat het machtsverwicht meer naar aandeelhouders moet worden verschoven.

In nieuwe wetgeving in 2004 hebben aandeelhouders twee rechten gekregen in het burgerlijk wetboek:

1. Het recht van agendering. Aandeelhouders die alleen of tezamen ten minste 1% van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen, krijgen het recht om het bestuur te verzoeken onderwerpen op de agenda van de aandeelhoudersvergadering te plaatsen. Bedoeling van de wetgever was dat aandeelhouders hierdoor konden bereiken dat er discussie plaats gaat vinden over voor hen belangrijke onderwerpen en dat niet alleen het bestuur de agenda van de vergadering van aandeelhouders bepaalt. In vergelijking met andere landen lopen we op dit punt in de pas.

2. Goedkeuring belangrijke bestuursbesluiten. Om de aandeelhouder meer bij de vennootschap te betrekken en meer zeggenschap te geven is geregeld dat besluiten die een "belangrijke wijziging van de identiteit of het karakter van de vennootschap of de onderneming tot gevolg hebben zijn onderworpen aan de goedkeuring van de algemene vergadering van aandeelhouders."

Deze open norm zal in de jurisprudentie verder tot ontwikkeling moeten komen. In andere landen als Engeland en Duitsland gold overigens reeds een dergelijke regeling.

Men kan moeilijk volhouden dat op basis van deze twee nieuwe regelingen de aandeelhouders te veel macht gekregen hebben. Evenmin kan men stellen dat we hier in Nederland met de nieuwe regels uit de pas lopen met het buitenland.

Wat TCI heeft gedaan is dan ook heel normaal. Sinds 2004 is elke aandeelhouder van een besloten of naamloze vennootschap gerechtigd om te vragen om onderwerpen op de agenda van de aandeelhoudersvergadering te plaatsen. Dit agenderingsrecht hoeft

alleen niet te worden gehonoreerd als een zwaarwichtig belang van de vennootschap zich hiertegen verzet. Deze regel heeft niets te maken met de gedragscode Tabaksblat maar is opgenomen in de wijzigingen in het burgerlijk wetboek, betreffende ondernemingen. Onder juristen noemt men dit de structuurregeling. Onze wetgever meende dat dit

nodig was om de aandeelhouders meer invloed te geven op de gang van zaken in een vennootschap. Het ging daarbij vooral om een verbetering van de relatie tussen aandeelhouders en bestuur.

Ook de Vereniging van Effectenbezitters (VEB) is z'n boekje beslist niet te buiten gegaan. De vereniging vond dat de verkoop van LaSalle een belangrijke beslissing is die ter goedkeuring aan aandeelhouders had moeten worden voorgelegd. De rechter geeft de vereniging daarin helemaal gelijk.

Samenvattend, de aandeelhouders, waaronder TCI en de VEB maken gewoon gebruik van de bestaande wettelijke regels. Regels die op zich uitermate billijk zijn en waarvan men nu niet bepaald kan zeggen dat onlogisch of onredelijk zijn. In vergelijking met het buitenland lopen we evenmin uit de pas, want ook andere landen hebben al eerder dergelijke regels aanvaard.

De affaire

Laten we eens kijken waar de hele affaire nu feitelijk om gaat. De activistische aandeelhouders TCI en Tosca fund vinden dat de Nederlandse grootbank onder de maat presteert. TCI wil ABN daarom opdelen, terwijl Tosca pleit voor een opgaan van de bank in een grotere branchegenoot. Alleen TCI heeft tot nu toe van het agenderingsrecht gebruik gemaakt.

Ik kan de hedge funds geen ongelijk geven. Sinds het aantreden van Rijkman Groenink als topman in 2000

‘wat TCI heeft
gedaan is heel
normaal’

heeft de bank zo'n 40% beneden de Europese banken index gepresteerd, m.a.w. onder de maat. Dit feit is ook andere beleggers (waaronder de VEB, PGGM en SNS Asset Management) niet ontgaan, evenals de beursanalisten. De mindere prestaties van de bank zijn ook intern een bekend gegeven. In het jaar 2000 maakte ABN Amro bekend dat het voor het eind van 2004 tot de top vijf best presterende banken in de wereld wilde behoren. Dit is echter mislukt. Topman Rijkman Groenink gaf destijds toe dat het doel te ambitieus was geweest. Het is daarom niet zo vreemd dat je op een gegeven moment door de aandeelhouders hierop wordt afgerekend.

De aandeelhouders hebben dus wel degelijk een punt en blijkbaar is hun geduld op. Het agenderingsrecht is dan een goed, maar ook legitiem, middel om met het bestuur over het onderwerp van de strategie te discussiëren op de aandeelhoudersvergadering. Dat TCI zijn verzoek hiertoe gelijk openbaar heeft gemaakt valt eveneens te prijzen, omdat het nu eenmaal koersgevoelige informatie betreft.

Het vervolg van deze zaak is inmiddels duidelijk geworden. Op de aandeelhoudersvergadering van 26 april werd het voorstel aangenomen met bijna 68% van de stemmen. Daarmee werd ook duidelijk dat

TCI, dat zegt inmiddels 3% van de aandelen te bezitten, sinds februari onder de andere aandeelhouders veel steun heeft verworven. Daardoor vervalt ook het argument dat het vooral de korte-termijn hedge funds zijn die alle kwaad aanrichten. Blijkbaar waren de argumenten van TCI zo overtuigend dat ook een relatief grote meerderheid van de overige aandeelhouders met hun argumenten meegingen. Boodschap aan het bestuur: ga eens wat doen met de onderneming.

Voor het zittende bestuur heeft dit overigens niet al te veel invloed. De stemming is adviserend en ABN Amro kan dit naast zich neerleggen. Wel wordt de druk op de bank verhoogd om andere partijen naast Barclays grotere kansen te geven op een geslaagde overname.

Samenvattend is er feitelijk weinig aan de hand. De kern van de zaak is dat ontevreden aandeelhouders gebruikmaken van hun agenderingsrecht om de strategie van de bank ter discussie te stellen op de komende aandeelhoudersvergadering. Daar is niets mee aan

de hand en het is ook volstrekt legitiem.

Bijeffecten

Samenhangend met het feit dat bepaalde aandeelhouders zich activistisch opstellen is er wel degelijk een effect op de aandelenkoers van de onderneming. Sinds de actie van TCI is de koers van ABN Amro gestegen. Na bekendmaking van de brief van TCI sloot op dinsdag 21 februari de koers op euro 25,92. Afgelopen vrijdag 4 mei sloot het fonds op 36,70. Sinds ultimo 2006, toen het aandeel nog op 24,35 stond, is het aandeel 50% gestegen, waarmee ABN Amro een prima presterende AEX-fonds is tot dusver dit jaar. De actie van TCI en Tosca heeft daardoor al gelijk rendement opgeleverd voor alle aandeelhouders.

Ook de geruchten over een mogelijke fusie met het Britse Barclays waren de aanleiding voor een volgende koerssprong van 9,75% naar een prijs van 29,94 euro. Hiermee heeft de bank de hoogste koers ooit bereikt sinds 1991. Op het moment dat ik dit schrijf is de beurswaarde van ABN afgelopen vrijdag 4 mei geste-

gen naar 70 miljard euro.

Dat geeft aan dat de aandeelhouders goede zaken hebben gedaan. Degenen die op 1 januari 2007 zijn ingestapt op een koers van 24,35 euro, hebben in minder dan drie maanden tijd een winststijging van 5,6 euro per aandeel gerealiseerd, ofwel een rendement van 23%. Dat betekent dat niet alleen TCI en Tosca goede zaken hebben gedaan, maar ook alle andere aandeelhouders.

Het valt mij altijd op dat in de discussie rond activistische aandeelhouders vergeten wordt dat ook de gemiddelde investeerder er beter van wordt. In een ingezonden brief aan het tijdschrift Business Week brengt superinvesteerder Carl Icahn dit nog eens fijntjes onder de aandacht. Hij geeft daarin onder andere het voorbeeld van zijn activiteiten rond beursfonds Kerr-McGee, waarvan de pers meldde dat hij daaraan 370 miljoen dollar heeft verdiend. Cahn stelt dat door zijn activistische opstelling de koers van het aandeel van 30 dollar naar 70 dollar is gestegen en dat de tota-



le aandeelhouderswaarde met 135% ofwel 10 miljard dollar is gestegen.

Een hiermee samenhangend aspect rond het optreden van deze samenhangende aandeelhouders is de negatieve perceptie over hun gedrag. De publieke mening is er vrij duidelijk over: hedge funds zijn slecht door hun korte termijn optiek en daarom nadelig voor aandeelhouders en werknemers. Deze mening is echter niet gebaseerd op feiten. Uit een recente onafhankelijke wetenschappelijke studie blijkt dat de koersen van aandelen van bedrijven waar hedge funds het op gemunt hebben, het gemiddeld beter doen dan die van andere beursgenoteerde ondernemingen. Dat geldt met name in die situaties waarin hedge funds een wijziging in de strategie te bewerkstelligen. Tevens concluderen de auteurs (op basis van hun onderzoek van 374 acties door 110 hedge funds in de periode van 2004 tot en met 2005), dat er geen empirisch bewijs is voor de aanname dat activistische hedge funds waarde vernietigen en/of een korte termijn focus hebben.

Los daarvan zien we een spectaculaire koerswinst van ABN Amro. De werkelijkheid is daarmee verrassender dan de fictie. Er wordt al heel lang gesproken over mogelijke overnames en de ontevredenheid met de strategie van ABN Amro is evenmin een nieuw feit. Toch is het uitermate wonderlijk dat een aandeelhouder met een klein belang van iets meer dan 1% een dermate grote invloed kan uitoefenen.

Alleen al de actie om de strategie op de agenda van de komende aandeelhoudersvergadering te plaatsen geeft een grote reactie bij andere beleggers en levert een forse koersstijging op. Hebben al die andere beleggers hun verstand verloren door massaal ABN Amro te kopen? De markt heeft altijd gelijk is een aloude beurswijsheid. Dat de koers een nieuwe sprong maakt op basis van fusiegeruchten is dan evenmin verwonderlijk, maar ook niet op het conto te schrijven van enkele kleine activistische aandeelhouders. Dat andere financiële instellingen daarvan gelijk mee profiteren met een stijging van de koers is evenmin te verklaren. Ook stelt niemand de vraag waarom een mogelijke fusie met Barclays Bank nu wel zo goed zal uitpakken. Het maakt allemaal niet uit, de beurshandel volgt zijn eigen onnavolgbare weg.

Dat is ook de paradox van de hele situatie. Het mag dan zo zijn dat de gemiddelde beursbestuurder niet erg blij is met de actieve opstelling van aandeelhouders, maar dat is volstrekt geen reden om deze groep beleggers in een negatief daglicht te stellen. Andere aandeelhouders zijn volkomen vrij om hierop hun beleggingsstrategie af te stemmen en dat doen ze ook. Vanuit die optiek zijn termen als "beurssprinkhanen" of "as van het kwaad" volkomen afkeurenswaardig, want het staat alle beleggers volkomen vrij om wel of niet te reageren op de boodschap van een activistische

aandeelhouder. Hoe dat uitpakt is van tevoren niet te voorspellen. De historie tot nu toe wijst echter uit dat de ondernemingen zelf en de aandeelhouders er belijst beter van worden.

Wie heeft de schuld?

Ik heb al vaker betoogd dat er veel meer bedrijven failliet gaan door mismanagement dan door activistische aandeelhouders. ABN Amro is een voorbeeld van een onderneming die onder de leiding van Rijkman Groenink niet goed heeft gepresteerd. Daarbij komt nog dat de strategie veel te ambitieus was en een aantal malen volledig is veranderd. Dat alles roept bij aandeelhouders nu niet bepaald een beeld op dat bij het huidige bestuur de onderneming in goede handen was.

Aan het managen van de percepties van aandeelhouders is het bestuur dan ook volkomen tekort geschoten. Het steeds weer wekken van verwachtingen die vervolgens niet gerealiseerd worden werkt op den duur tegen je. Als je als topbestuurder bovendien de uitstraling van een diepvrieskist hebt werkt dat evenmin een goede verstandhouding met aandeelhouders in de hand. Saillant voorbeeld hiervan is ook het ontbreken van Rijkman Groenink bij de uitspraak van de Ondernemingskamer. Terwijl zijn eigen personeel buiten stond te protesteren, was hij op kantoor aan het werk. De top van de bank schitterde door afwezigheid en laat zich vertegenwoordigen door zijn advocaten en stafjuristen. De aanwezigheid van oud topman Kalff was daarom des te opvallender.

Los van het gebrek aan inlevingsvermogen en het onderschatten van aandeelhouders heeft het bestuur van ANM Amro naar mijn mening ook volledig gefaald in de verkoop van LaSalle. Het is bijna ondenkbaar dat je in vier dagen tijd tot een weloverwogen transactie kunt komen voor zo'n belangrijk onderdeel van de onderneming. Het is ook een blunder van de eerste orde om te denken dat zo'n besluit niet de goedkeuring van aandeelhouders behoeft. Sterke nog, dat je daarvoor ook geen ontbindende voorwaarde inbouwt in de verkoopovereenkomst. De schadeclaim van Bank of America was bij goed management te voorkomen geweest evenals de hierdoor ontstane schade. Nare bijkomstigheid is nog dat de schadeclaims ten koste gaan van de mogelijke opbrengst van de verkoop van ABN Amro. Een gegeven waar aandeelhouders zeker niet bij mee zullen zijn.

Ook de plotselinge voorkeur voor Barclays wekte bij mij nogal verbazing. Het is opvallend dat uit het vonnis van de Ondernemingskamer blijkt dat de directie van de bank op 20 februari besloten heeft om niet langer zelfstandig te blijven maar aansluiting te zoeken bij een gelijkwaardige partner. Nota bene op dezelfde

dag als waarop de brief van TCI werd ontvangen. Dat kan bijna geen toeval meer zijn en duidt op een nogal overhaaste besluitvorming. Ook de plotselinge voorkeur voor Barclays lijkt mij nogal prematuur. Je hoeft van een brief van een kleine aandeelhouders toch niet gelijk van schrik van je stoel te vallen en onmiddellijk steun bij een ander te gaan zoeken? **Waarom is er niet langer de tijd genomen om naar goed alternatieven te zoeken? Waarom is er louter en alleen naar Barclays gekeken en is de interesse van anderen bij voorbaat afgewimpeld?**

De discussie hoort naar mijn mening dan ook niet te gaan over activistische aandeelhouders maar over het slechte presteren van het management en de raad van commissarissen in de afgelopen zeven jaar. Daar helpen geen nieuwe regels of wetgeving tegen, alleen het verantwoordelijk stellen van betrokkenen. Daar moet de echte discussie over gaan en het kan geen kwaad de bonussen van het bestuur eens in dit licht te bezien.

Conclusie

In de zaak rond ABN Amro hebben de aandeelhouders wel degelijk een punt. De bank heeft de afgelopen zes jaar onder de geformuleerde (eigen) maat gepresteerd. Het agenderingsrecht is dan een goed, maar ook legitiem, middel om met het bestuur over het onderwerp van de strategie te discussiëren op de komende aandeelhoudersvergadering. Hoe het vervolg van deze

zaak zal zijn is nog onduidelijk maar uiteindelijk zal de bank worden overgenomen, er is geen weg terug.

Het mag dan zo zijn dat de gemiddelde beursbestuurder niet erg blij is met de actieve opstelling van aandeelhouders, maar dat is volstrekt geen reden om deze groep beleggers in een negatief daglicht te stellen. De publieke mening is er vrij duidelijk over: hedge funds zijn slecht door hun korte termijn optiek en daarom nadelig voor aandeelhouders en werknemers. Deze mening is echter niet gebaseerd op feiten. Uit een recente onafhankelijke wetenschappelijke studie blijkt dat de koersen van aandelen van bedrijven waar hedge funds het op gemunt hebben, het gemiddeld beter doen dan die van andere beursgenoteerde ondernemingen.

Ook de gedachte dat aandeelhouders in Nederland te veel macht hebben gekregen wijs ik af. Het nieuwe agenderingsrecht en het goedkeuren van belangrijke bestuursbesluiten zijn rechten die ook in andere landen aan aandeelhouders zijn toegekend. Daarnaast zijn zij bedoeld om aandeelhouders meer bij de onderneming te betrekken en hun stem duidelijker te laten horen. In het geval van ABN Amro was dit zeker nodig, gezien de tegenvallende resultaten van de bank.

Naar mijn mening moeten we niet de activistische aandeelhouders de schuld geven van de hele affaire maar het bestuur en de raad van commissarissen. Slecht beleid maakt een onderneming kwetsbaar en niet de actieve aandeelhouders.



Prof. dr. Ruud Pruijm RA is een bekend en veelgevraagd spreker in binnen- en buitenland en is auteur van diverse boeken en van talrijke artikelen. Zijn lezingen over de nieuwe netwerkeconomie hebben veelal te maken met de ongekend grote invloed van informatietechnologie op het functioneren van ondernemingen en organisaties. Daarin spelen begrippen als Internet, intranet, electronic commerce, nieuwe economie, outsourcing en virtuele organisaties een grote rol. Het is echter niet alleen de techniek die aan de orde komt, maar vooral ook de implicaties ervan voor beleid, structuur, werk- en managementprocessen, vaardigheden van medewerkers en de bedrijfscultuur. Hij laat niet alleen de ongekende mogelijkheden van de technologie zien, hij analyseert ook wat daadwerkelijk praktisch te gebruiken is. Zijn favoriete stelling is: "de intelligentie boven het toetsenbord is belangrijker dan die eronder." Ruud Pruijm boeken als lezer of dagvoorzitter tijdens uw (bedrijfs)evenement?

Voor nadere informatie mailt u naar: ruudpruijm@speakersacademy.nl