



BELGIË IS NIET IMMUUN VOOR **BLACKROCK ALS AANDEELHOUDER**

Blackrock heeft de wereld in zijn zak

Het Amerikaanse Blackrock is 's werelds grootste vermogensbeheerder en daardoor ook een belangrijke aandeelhouder van veel bedrijven. In deze eerste aflevering van een driedelige reeks zetten we Blackrocks participaties in Belgische bedrijven op een rij en belichten we de rol die de vermogensreus speelt als aandeelhouder. *Jef Poortmans*

Op een doordeweekse januari-dag begin 2018 kregen duizenden CEO's van beursgenoteerde bedrijven wereldwijd dezelfde brief in hun mailbox. 'Besef en zingeving' luidde de titel. Inhoudelijk was de auteur minder vaag. "Bedrijven moeten alle belanghebbenden dienen: aandeelhouders, werknemers, klanten en de plaatselijke gemeenschap", klonk het. De nieuwjaarsboodschap van een ngo, zou men denken. Maar verrassend genoeg bleek de brief ondertekend door Larry Fink, de CEO van Blackrock, 's werelds grootste vermogensbeheerder.

De Amerikaanse geldreus beheert meer dan 6300 miljard dollar. Tien jaar geleden was dat nog 1000 miljard dollar. Daarmee is Blackrock wereldwijd een belangrijke aandeelhouder van beursgenoteerde bedrijven, ook in België. Trends brengt samen met het journalistencollectief Investigate Europe een reeks over het reilen en zeilen van 's werelds grootste geldbeheerder. Te beginnen met zijn rol als aandeelhouder in België, Europa en de rest van de wereld.

Blackrock heeft participaties in meer dan 17.000 bedrijven. Bij vele is het een van de grootste aandeelhouders, met heel ➔

BLACKROCK
De Amerikaanse geldreus heeft participaties in 17.000 bedrijven.

➔ wat macht. In België heeft de Amerikaanse assetmanager net geen 11 miljard dollar geïnvesteerd in 52 beursgenoteerde bedrijven. De top tien waarin Blackrock het zwaarst weegt (in procent) bevat acht Bel-20-leden. De grootste portie aandelen heeft het in Cofinimmo: 7,8 procent, goed 192 miljoen dollar. Daarmee is het de grootste aandeelhouder van de vastgoedgroep.

Die investering valt echter in het niets tegenover het nummer twee van de lijst: KBC Group. Daar zit Blackrock voor net geen 2,5 miljard dollar in, goed voor 6,9 procent van het kapitaal. Blackrock is de belangrijkste buitenlandse aandeelhouder van de grootste Belgische bank, naast de moederholding Ancora, de CERA-vennoten en de Boerenbond. Enkel de participatie in AB InBev is groter (2,8 miljard dollar), maar die is slechts goed voor 1,5 procent van de aandelen.

Passieve investeerder of actieve aandeelhouder

De vraag is hoe Blackrock zich als aandeelhouder roert in die bedrijven. Bij bijna geen enkele van de Belgische Blackrock-participaties kwam een officieel antwoord op die vraag. Wel blijkt er een tweespalt in de manier waarop de vermogensreus hen benadert.

Blackrocks positie in Cofinimmo is nog jong. “Toen we een jaar geleden de transparantieverklaring over Blackrocks positie kregen, contacteerden we ze voor een gesprek”, vertelt Ellen Grauls, woordvoerder bij Cofinimmo. “Ze maakten meteen duidelijk dat het voor hen geen strategische positie is en ze daarom geen contact wilden.”

Voor 's werelds grootste passieve investeerder is dat een logische reactie. Blackrock is de grootste uitgever van ETF's (indextrackers) en indexfondsen ter wereld. Twee derde van de 6300 miljard dollar beheert Blackrock passief.

In tegenstelling tot bij Cofinimmo, is het voor veel Belgische bedrijven niet duidelijk of Blackrock als passieve of actieve beheerder in het kapitaal zit. Wel blijkt dat Blackrock niet tegenover alle bedrijven even onverschillig is. “Ze leggen ons wel degelijk op de rooster”, klinkt het bij een van de grotere partici-

BLACKROCK

Bron: Thomson One, maart 2018

Bedrijf	Miljoen dollar ⁽¹⁾	% aandelen	Aandeelhouderspositie
Cofinimmo	192	7,3	Grootste
KBC Groep	2476	6,9	4 ^{de} grootste
Umicore	726	6,7	2 ^{de} grootste
Telenet	548	6,7	2 ^{de} grootste
Aedifica	110	6,7	Grootste
Ageas	529	6,0	4 ^{de} grootste
Proximus	663	5,8	2 ^{de} grootste
Solvay	832	5,7	2 ^{de} grootste
Kinopolis	88	4,8	5 ^{de} grootste
Bpost	262	4,4	2 ^{de} grootste
WDP	106	4,4	2 ^{de} grootste
Befimmo	70	4,3	3 ^{de} grootste
UCB	531	3,8	Minderheidsaandeelhouder
Ablynx ⁽²⁾	143	3,6	Minderheidsaandeelhouder
Intervest Offices & Warehouses	13	2,7	Minderheidsaandeelhouder
Ontex Group	44	1,8	Minderheidsaandeelhouder
Groep Brussel Lambert	324	1,8	Minderheidsaandeelhouder
Etablissements Franz Colruyt	139	1,7	Minderheidsaandeelhouder
Evs Broadcast Equipment	8	1,7	Minderheidsaandeelhouder
Anheuser Busch InBev	2792	1,5	Minderheidsaandeelhouder
Nyrstar	11	1,5	Minderheidsaandeelhouder
Agfa Gevaert	12	1,4	Minderheidsaandeelhouder
Ackermans & Van Haaren	86	1,4	Minderheidsaandeelhouder
Barco	20	1,2	Minderheidsaandeelhouder
Gimv	18	1,2	Minderheidsaandeelhouder
Ion Beam Applications	8	1,0	Minderheidsaandeelhouder
Retail Estates	8	0,9	Minderheidsaandeelhouder
Tessengerlo Group	17	0,9	Minderheidsaandeelhouder
Bekaert	22	0,7	Minderheidsaandeelhouder
Orange Belgium	8	0,7	Minderheidsaandeelhouder
Leasinvest Real Estate	4	0,7	Minderheidsaandeelhouder
Fagron	8	0,7	Minderheidsaandeelhouder
Elia System Operator	24	0,6	Minderheidsaandeelhouder
Exmar	3	0,6	Minderheidsaandeelhouder
Econocom Group	12	0,6	Minderheidsaandeelhouder
Wereldhave Belgium Comm	4	0,5	Minderheidsaandeelhouder
Melexis	22	0,5	Minderheidsaandeelhouder
D'leteren	12	0,5	Minderheidsaandeelhouder
Sofina	29	0,5	Minderheidsaandeelhouder
KBC Ancora	25	0,5	Minderheidsaandeelhouder
CFE	11	0,3	Minderheidsaandeelhouder
Xior Student Housing	1	0,3	Minderheidsaandeelhouder
Biocartis Group	2	0,2	Minderheidsaandeelhouder
Euronav	2	0,2	Minderheidsaandeelhouder
Recticel	1	0,2	Minderheidsaandeelhouder
Celyad	1	0,1	Minderheidsaandeelhouder
Sioen Industries	1	0,1	Minderheidsaandeelhouder
Van de Velde	1	0,1	Minderheidsaandeelhouder
Balta Group	0	0,1	Minderheidsaandeelhouder
Greenyard	1	0,1	Minderheidsaandeelhouder
Montea Comm	0	0,0	Minderheidsaandeelhouder
Lotus Bakeries	0	0,0	Minderheidsaandeelhouder

TOTAAL 10.970

(1) Afgeronde getallen (2) Ablynx is ondertussen volledig in handen van Sanofi



paties. Een ander Bel-20-lid waarin Blackrock al jaren een participatie heeft, beaamt dat. “De fondsbeheerders en analisten spelen heel kort op de bal en kennen ons bedrijf”, klinkt het, “maar we hebben geen idee welk fonds ze vertegenwoordigen en of dat actief of passief wordt beheerd.”

Blackrock heeft wereldwijd zoveel entiteiten dat het exacte aandeelhouderschap moeilijk te bepalen is. Trends gebruikt de gegevens uit de Thomson One-databank van het informatiebureau Thomson Reuters. Die komen echter systematisch hoger uit dan de transparantiekennisgevingen die Blackrock via de Belgische marktregulator FSMA publiceert. In een reactie zegt de FSMA dat zij pas een melding krijgt als de drempel van 3, 5 of 10 procent van het aandeelhouderschap wordt overschreden. Op al wat daartussen ligt, heeft de markt geen zicht.

In het verleden was Blackrock niet altijd even transparant over de aandelen die het in handen had. De Duitse marktregulator legde Blackrock in 2015 een recordboete op van 3,25 miljoen euro omdat de vermogensbeheerder zijn deelnemingen in Duitse bedrijven niet correct had gemeld.

Ook al is Blackrock in Belgische bedrijven vaak maar voor een paar procent aandeelhouder, toch is het daarmee de of een van de grootste. Vaak is het de tweede grootste, na de moederholding, zoals bij Solvay, of de referentieaandeelhouder, zoals bij Telenet.

In onze buurlanden weegt de Amerikaanse reus nog zwaarder. In Frankrijk heeft hij voor meer dan 100 miljard dollar in 173 bedrijven geïnvesteerd. In Duitsland is dat 130 miljard dollar in bijna 200 beursgenoteerde bedrijven.

Aan de leiband

Aandeelhouderschap is stemrecht en stemrecht is macht. Elke Heemskerk is hoogleraar politieke economie aan de Universiteit van Amsterdam (UvA) en doet onderzoek naar het aandeelhouderschap van passieve vermogensbeheerders. Blackrock is de grootste, naast Vanguard en State Street. Samen worden ze de Big Three genoemd. “Het aandeelhouderschap van Blackrock is in de Europese Unie veel minder uitge-



LARRY FINK
De baas van Blackrock wijst CEO's graag op hun verantwoordelijkheid.

In zijn brieven aan CEO's wijst topman Larry Fink hen graag op hun verantwoordelijkheden voor mens, milieu en maatschappij. In Blackrocks stemgedrag in die bedrijven is daar nog niet veel van te zien.

sproken dan in de Verenigde Staten”, stelt Heemskerk. Uit zijn onderzoek blijkt dat de Big Three samen in 40 procent van alle Amerikaanse beursgenoteerde bedrijven de grootste aandeelhouder zijn. In de S&P500 is die con-

centratie nog groter. Daarin zijn ze in 438 van de bedrijven de grootste, in 88 procent van de S&P500 dus.

Heemskerk heeft vooral oog voor de opbouw van een enorme machtspositie door spelers zoals Blackrock. “Ook al is ➔

➤ het niet meteen hun bedoeling die machtspositie op te bouwen, vroeg of laat zal iemand die toch gebruiken”, stelt hij. Guillaume Prache deelt die mening. Hij is de voorzitter van Better Finance, de Europese consumentenorganisatie voor spaarders en beleggers. “Het is belangrijk te weten hoe Blackrock zich gedraagt in zijn rol als ‘s werelds grootste aandeelhouder”, zegt hij. “We weten bijvoorbeeld niet of de passieve tak hetzelfde aandeelhoudersbeleid voert als de actieve tak.”

Eelke Heemskerk heeft met zijn onderzoeksgroep Corpnet een analyse gemaakt van Blackrocks stemgedrag op algemene aandeelhoudersvergaderingen (AV's) in de VS. Ten eerste blijkt dat Blackrock een gecentraliseerde stemstrategie heeft. Ook al zijn de aandelen verspreid over tientallen Blackrock-entiteiten, op de AV's stemmen ze samen. Er is ook geen onderscheid in het stemgedrag van het actieve en het passieve beheer.

Een andere opvallende uitkomst van de Corpnet-analyse is dat de Amerikaans moloch in 99 procent van de gevallen mee stemt met het management. Dat botst evenwel met het promopraatje van CEO Larry Fink dat Blackrock via zijn 17.000 participaties de wereld wil verbeteren. “De paradox is dat Blackrocks stemgedrag niet altijd in lijn ligt met zijn imago van langetermijnbelegger”, stelt Eelke Heemskerk. Als voorbeeld geeft hij het inkopen van eigen aandelen. “Dat gebeurt typisch om op korte termijn de beurskoers te stutten, maar toch stemt Blackrock daarover altijd met het management mee.”

Daarom moeten die partijen transparanter worden rond hun intenties, vindt Heemskerk. “Het zou goed zijn als ze stilaan meer inhoudelijke standpunten innemen en hun posities over deugdelijk bestuur duidelijk maken”, stelt hij.

Tegendraads in België

Een logische volgende vraag is hoe Blackrock stemt op de Belgische AV's. De vermogensreus publiceert zijn stemmen en op welke agendapunten hij voor of tegen stemt. Zo was Blackrock vorig jaar bij KBC niet akkoord met het remuneratieverslag en de benoeming van vier bestuurders. Solvay, Telenet en AB



6300

MILJARD
dollar heeft Blackrock
onder beheer

52

BELGISCHE BEDRIJVEN
hebben Blackrock
als aandeelhouder

2

DERDE
van zijn participaties beheert
Blackrock passief

InBev kregen op dezelfde punten tegenstemmen. Bij Cofinimmo en Telenet stemde Blackrock op de buitengewone AV ook tegen de toelating van de raad van bestuur om het kapitaal te verhogen.

Het zijn typische topics waar institutionele investeerders zoals Blackrock tegenstemmen, weet Christoph Van der Elst. Als hoogleraar ondernemingsrecht aan de universiteiten van Gent en Tilburg doet hij onderzoek naar aandeelhouderschap. Heeft Blackrock macht in Belgische bedrijven? Volgens Van der Elst niet echt. “De helft van de Belgische bedrijven heeft controlerende aan-

deelhouders, zoals de familieholdings bij Solvay, AB InBev en UCB”, legt de jurist uit. “Daar hebben grote instituties als Blackrock dus minder vat op.”

Hij ziet wel een veranderende dynamiek in het aandeelhouderschap van Europese en Belgische bedrijven. “De jongste jaren zien we het aantal tegenstemmen op AV's stijgen”, zegt hij, “en dat kan niet anders dan van institutionele investeerders komen.”

Met participaties in 17.000 bedrijven, waarvan 52 in België, is het voor Blackrock onmogelijk alle agendapunten op te volgen. Daarom doet het een beroep op zogenoemde proxy-adviseurs. Die geven institutionele investeerders stemadvies. Het Amerikaanse ISS is daarin bijna een monopolist, Glass Lewis komt op een verre tweede plaats. “We zien dat Blackrock in bijna alle gevallen het advies van die adviseurs opvolgt”, zegt van der Elst. “Daarmee is hun invloed aanzienlijk, maar zelden echt beslissend”, voegt hij toe. Volgens hem is het voor grote partijen als Blackrock kiezen tussen pest en cholera. “Ofwel stemmen ze via proxy's, wat niet altijd optimaal is. Ofwel stemmen ze niet, wat dan weer de grip van de controlerende aandeelhouder vergroot.”

Een andere Blackrock-paradox is dat het zowel een passieve investeerder als een actieve langetermijnaandeelhouder is. “Het goede van indexbeleggers zoals Blackrock is dat ze hun aandelen meestal langer aanhouden dan de gemiddelde actief beheerde fondsen”, zegt Guillaume Prache van Better Finance. “Het minder goede is dat we geen idee hebben van het engagement van Blackrock als langetermijnaandeelhouder tegenover zijn participaties.”

Karteleffecten

Omdat Blackrock participaties heeft in zo veel ondernemingen, is niet meer het individuele bedrijf van belang, maar wel de sector of de markt als geheel. “Alle bedrijven moeten het goed doen”, zo verwoordt Eelke Heemskerk het. Sommigen vrezen daarom karteleffecten. “Vooral in de VS leeft het idee dat dit type investeerder de prijzen opdrijft”, zegt Heemskerk. Bedrijven met dezelfde eigenaars zijn minder geneigd elkaar fel te beconcurreren.

“Het aandeelhouderschap van Blackrock is in de Europese Unie veel minder uitgesproken dan in de Verenigde Staten” - EELKE HEEMSKERK, UNIVERSITEIT VAN AMSTERDAM

Dat horizontale eigenaarschap is al een feit in sommige sectoren. In de VS is Blackrock een hoofdaandeelhouder in alle grote banken, luchtvaartmaatschappijen, elektronica producenten en farmabedrijven.

De Amerikaanse luchtvaartsector vertoont tekenen van die karteleffecten en stijgende consumentenprijzen. Dat blijkt uit onderzoek van de Universiteit van Michigan. Blackrock en Vanguard zijn de grootste twee aandeelhouders in de grootste vijf luchtvaartmaatschappijen in de VS. Daarmee is de prijsconcurrentie op sommige vliegroutes gedaald en zijn de ticketprijzen met 4 tot 10 procent gestegen. De onderzoekers toonden dezelfde effecten aan in de Amerikaanse bankensector. Hoe gecon-

centreerder het aandeelhouderschap, hoe hoger de kosten voor de klanten en hoe lager de rente op de rekeningen.

Ook Europa blijft niet immuun voor dat fenomeen. In de banksector bijvoorbeeld is Blackrock de grootste aandeelhouder van HSBC, BBVA en Banco Polare. Bij Deutsche Bank en Banco Santander is het de tweede grootste.

Veel geblaas

In zijn brieven aan CEO's wijst Larry Fink hen graag op hun verantwoordelijkheden voor mens, milieu en maatschappij. In Blackrocks stemgedrag in die bedrijven is daar nog niet veel van te zien. Bij Shell dringt een beleggersactivist al drie jaar lang aan op een klimaatplan. Het Shell-management wil niet

mee en Blackrock volgt het daarin.

Ook in zijn positie over de exuberante salarispakketten van CEO's en bestuurders blaast de Blackrock-CEO warm en koud tegelijk. Larry Fink stipt de stijgende inkomensongelijkheid aan als een gevaarlijke evolutie, maar in 2016 ging Blackrock wel akkoord met een salarispakket van 14 miljoen pond voor de CEO van BP. En dat terwijl 60 procent van de aandeelhouders tegenstemde, BP een recordverlies optekende, de lonen van BP-werknemers werden bevroren en 7000 banen werden geschrapt.

Blackrock verkiest zijn invloed op bedrijven achter de schermen te doen gelden, een aanpak die het ook voor zijn lobbyactiviteiten en overheidsopdrachten hanteert. Daarin boekt de vermogensbeheerder ook het ene succes na het andere, maar niet altijd op een even transparante manier. Daarover leest u volgende week meer in het tweede deel van deze reeks. ©