

מניות נחותות הצבעה:
למה זה טוב? למה זה רע? ואיך מתקדמים עם זה?

Presentation by Beni Lauterbach

Tel Aviv University's Convention in Memory of Yanai Cohen

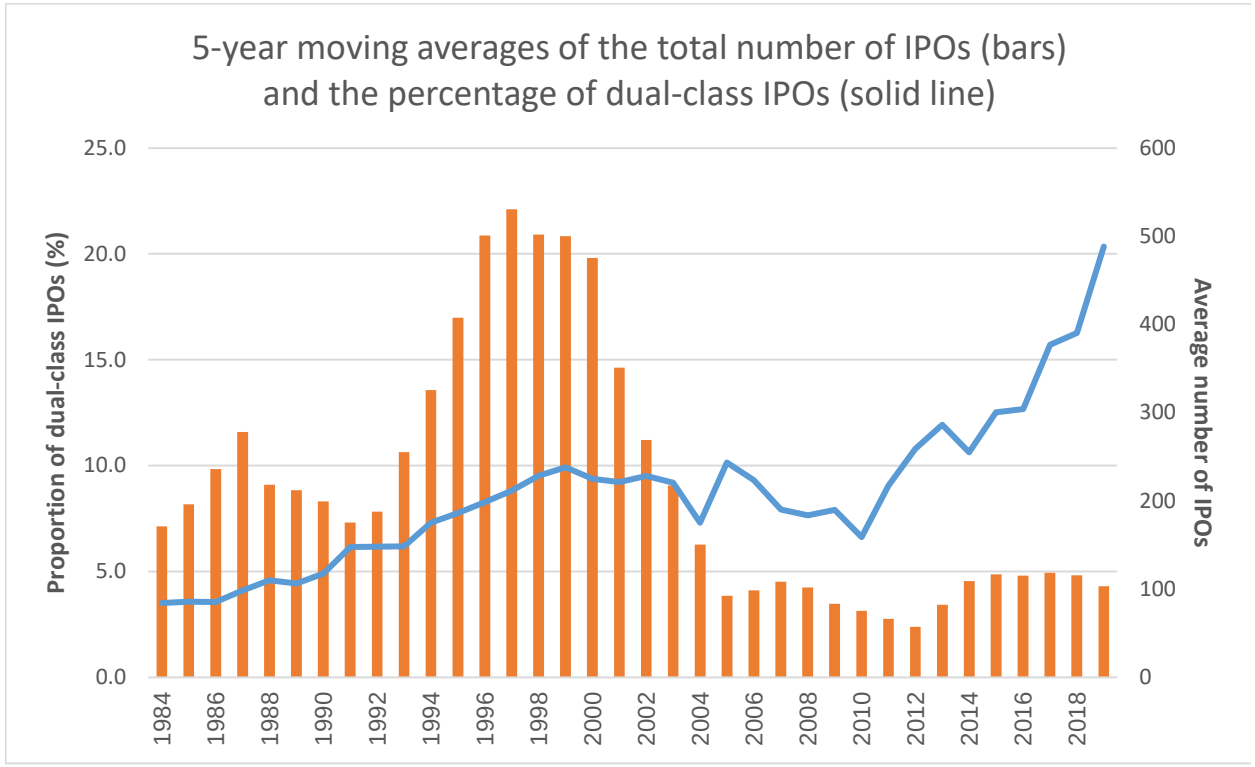
July 29, 2024

Personal Presentation

- Professor (Emeritus) and the former Raymond Ackerman Family Chair in Israeli Corporate Governance (School of Business, Bar Ilan University).
- Ph.D. in Finance from the University of Chicago.
- Publication in the area:

1. Hauser, S. and Lauterbach, B., “The Value of Voting Rights to Majority Shareholders: Evidence from Dual Class Stock Unifications”, *Review of Financial Studies,* 17 (4), Winter 2004, 1167-1184.
2. Lauterbach, B., and Yafeh, Y., "Long–Term Changes in Voting Power and Control Structure Following the Unification of Dual Class Shares", *Journal of Corporate Finance*, 17, 2011, 215-228.
3. Lauterbach, B., and Pajuste, A., "The Long-Term Valuation Effects of Voluntary Dual Class Share Unifications", *Journal of Corporate Finance*, 31, 2015, 171-185.
4. Cremers, M., Lauterbach, B., and Pajuste, A., “The Life Cycle of Dual Class Firm Valuations”, *Review of Corporate Finance Studies*, 13, 2024, 459-493.

הנפקות מניות נחותות הצבעה בארה"ב



Dual Class Firms

- Most of the stock exchanges around the world allow a dual class share structure.
- In dual class firms, controlling shareholders concentrate their holdings in the high-vote shares, because it's the cheapest way to maintain control. This creates disproportionality – a gap or wedge between their (high) vote and (lower) equity holdings in the firm.
- The wedge aggravates the potential controlling shareholder agency problem (private benefits).
- Bebchuk (1999) claims that wedge structures are the worst form of corporate governance.



The Life Cycle of Dual Class Firm Valuation

Martijn Cremers, Beni Lauterbach and Anete Pajuste

University of Notre Dame, Bar Ilan University, and SSE at Riga, and ECGI

Life Cycle of Dual Class Firms: Valuation

- Dual class firm basic valuation

$$Q_{dual} = Q_{single} + \Delta Q_{LV} + \Delta Q_{Agency}$$

- ΔQ_{LV} is positive on average because in many firms (about half of the firms in our large sample) the founder is leading the firm at the IPO which may indicate the firm vision is not yet accomplished or that founder possesses high skills.
- ΔQ_{Agency} is negative because the potential agency behavior of the controlling shareholders aggravate in a dual class firm, discounting the firm market value.

Life Cycle of Dual Class Firms: Aging

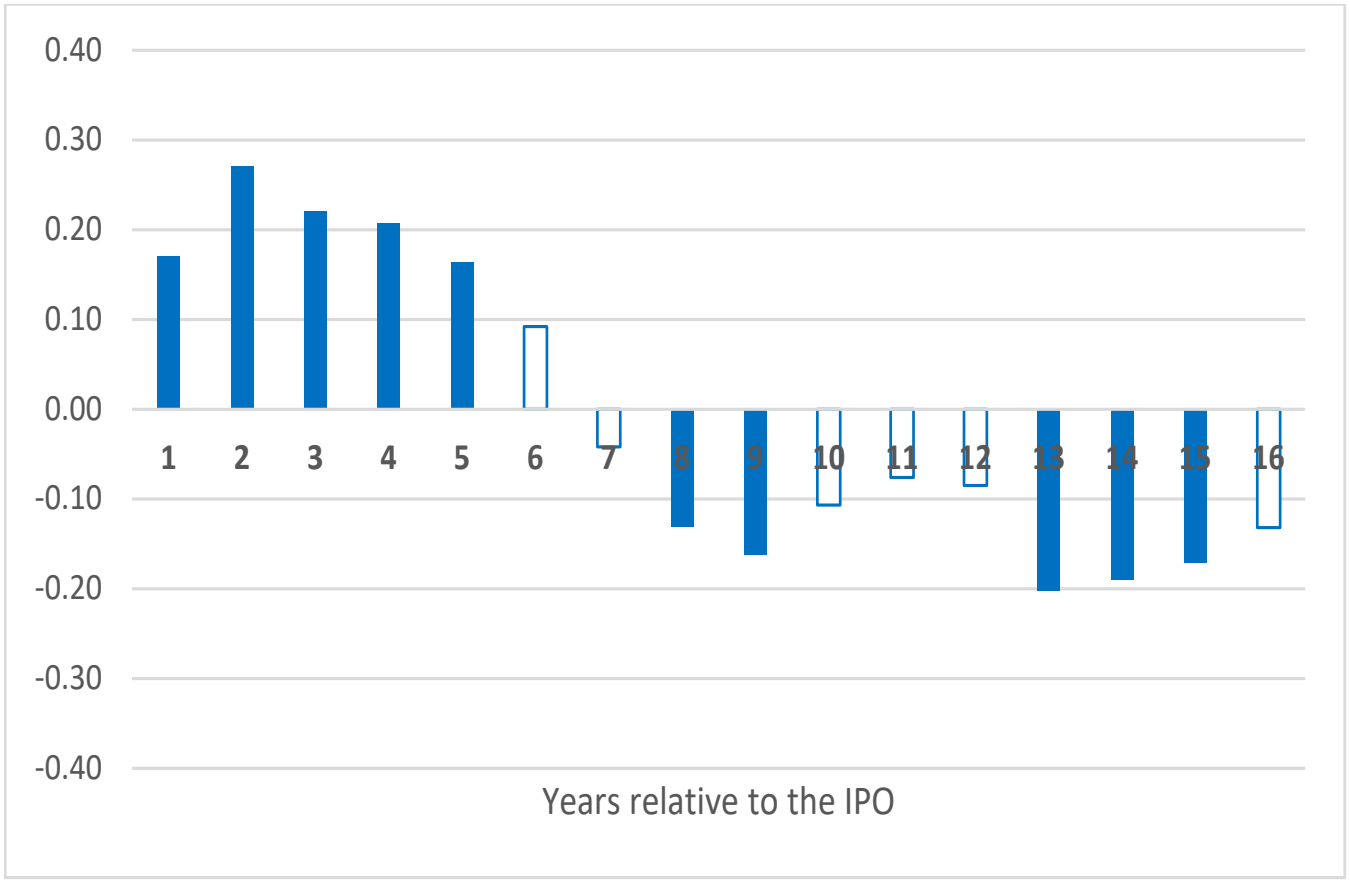
- $Q_{dual} = Q_{single} + \Delta Q_{LV} + \Delta Q_{Agency}$
- Further:
- $\partial \Delta Q_{LV} / \partial T < 0$, (vision accomplished, founders' marginal contribution diminishes);
- $\partial \Delta Q_{Agency} / \partial T < 0$, (controlling shareholders tire, dilute holdings, and are more prone to agency behavior).

Outline of Results

Examining all dual- and single-class IPOs in the U.S. in 1980-2019, our central findings are:

1. Dual class firms exhibit a significant valuation (Tobin's Q) premium over comparable ("matched") single class firms at the IPO. On average, $\Delta Q_{LV,\ IPO} > \Delta Q_{Agency,\ IPO}$
2. However, on average, this valuation premium gradually dissipates with firm's listing age (= time from IPO). Depending on the measure and methodology used, within 6 to 9 years after the IPO, dual class firms drop into lower valuations (lower Tobin's Qs) than comparable single-class firms.

Dual Class Tobin's Q Premia



Outline of Results (continued)

3. The IPO premium of dual class firms is relatively large for firms led at the IPO by founders, especially when they are young (less than 49 years old). This suggests that founders have unique value and have to be protected from market pressures.
4. The difference between the voting and equity stakes of the controlling shareholders of dual class firms (the "wedge") tends to increase as the firm ages. The widening of the wedge hurts dual class firm's value probably because of aggravated agency problems. Dual class firms with no wedge increase deteriorated significantly less as the firm aged.
5. About 20% of the firms eliminate the dual class structure voluntarily within 9 years after the IPO. However, this "self correct" phenomena decays a few years after the IPO.

Control Group Holdings

	IPO+1	IPO+2	IPO+3	IPO+4	IPO+5	IPO+6	IPO+7	IPO+8	IPO+1 vs. IPO+5 (p-value)
Controlling shareholders' equity share, %	43.83	42.01	38.30	34.99	35.20	33.05	33.90	34.38	0.000
Vote minus equity (wedge), %	14.74	16.24	17.88	19.45	20.08	21.39	22.02	22.74	0.000
Number of observations	497	456	409	352	300	252	228	199	

הערה

- Johnson, Karpoff and Yi (RFS, 2022) find that anti-takeover defenses contribute positively to firm market value in the first 4 years after the IPO, yet later on they begin to be negatively associated with firm value.
- The analogy to our results is striking. The implication is that sunset provisions should be debated for other takeover defenses as well.

DUAL CLASS: למה זה טוב?

- **מבנה הון אופטימלי:** אם מימוש החזון ופוטנציאל החברה מחייב בידוד המייסדים מ"רעשי הרקע" והלחצים לתוצאות בטווח הקצר שאופייניים לשוק המניות, אז DUAL CLASS מייצג את מבנה ההון האופטימלי. זאת המסקנה העיקרית מהמחקר שלנו, ויש לאחרונה גם מאמר תיאורטי שתומך בזה...
- **תשואה לציבור הרחב:** Anderson et al. (2023) מצאו שמניות נחותות הצבעה נותנות למשקיעים תשואה מעל הנורמלי. אבל, עודף תשואה זה, הנמדד יחסית למודלים מקובלים לתשואות במימון, יתכן והוא מצביע על סיכון נוסף של מניות אלה. מכל מקום, MSCI התנגדו להוצאת מניות נחותות הצבעה מהמדדים שלהם כיון שבדקו ומצאו שהוצאה כזאת מורידה את תשואת המדד, כלומר אלו חברות "טובות"... הציבור נהנה מהן.

DUAL CLASS: למה זה טוב?

- **צמיחה כלכלית:** מתן אפשרות לחברה חדשנית פורצת דרך בשוק תחרותי לגייס הון, לצמוח, ולשרוד עד למימוש חזונה, מאיץ את הצמיחה. יש עדויות לפטנטים רבים יותר בחברות Dual Class. בהקשר הישראלי, זוהי אלטרנטיבה ל-EXIT, ואולי זה יסייע להצמיח פה חברות גדולות בקנה מידה בינלאומי.
- **יציבות ושרידות:** בתוצאות שלא דיווחנו מצאנו שחברות Dual Class שורדות יותר זמן. חמש שנים לאחר ההנפקה, 70% מהחברות Dual Class עדיין נסחרות בבורסה האמריקנית, לעומת 60% מהחברות הדומות (Matched Single Class), שלהן סוג מניות אחד בלבד.

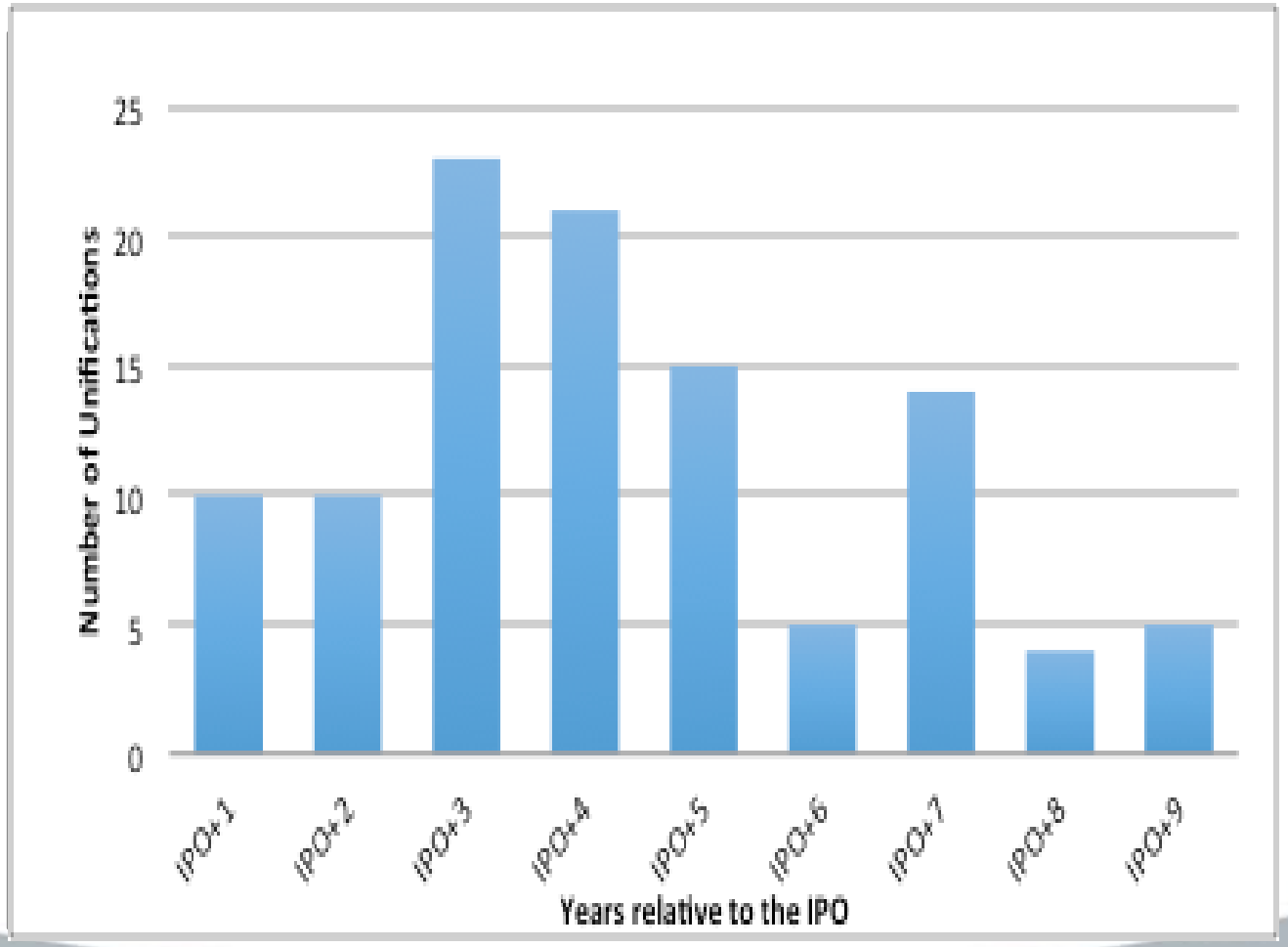
DUAL CLASS: למה זה רע?

- **ניצול לרעה של השליטה:** מתן שליטה למייסדים או קבוצת משקיעים אחרת (בעלי השליטה) מאפשר להם לצרוך טובות הנאה פרטיות על חשבון החברה הציבורית. יש צורות רבות של תיעול, דהיינו העברת משאבים מהחברה הציבורית לידי בעלי השליטה או חברות פרטיות שלהם. הבעיה של עושק החברה מחמירה בחברות Dual Class בהן לבעלי השליטה אחזקות נמוכות יחסית בהון.
- **ביצור השליטה:** חברות Dual Class יכולות להפוך ברבות הימים, נאמר לאחר מימוש החזון, לחברות לא יעילות. יתכן שהמייסדים אינם מתאימים לניהול חברה גדולה ומבוססת, ואינם מעוניינים להתפטר או למכור את העסק בשל תועלות אישיות שיש להם מהחברה. החברה הופכת לסטגננטית ומשעממת במקרה הטוב...

DUAL CLASS: למה זה רע?

- **<u>תפקוד כלכלי של החברה:</u>** ישנן עדויות בספרות, Masulis et al. (2009) על כשלונות רבים יותר של חברות Dual Class ברכישות ומיזוגים, על שכר מנכ"לים גבוה יותר ועל יעילות תפעולית נמוכה יותר. כל זה בהשוואה לחברות דומות שהן Single Class.
- ואכן ראינו במחקרנו שלחברות Dual Class יש ערך נמוך יותר מחברות דומות בעלות Single Class החל מ-7 או 9 שנים לאחר ההנפקה.
- אז, עולה השאלה: <u>האם התועלת הכלכלית בטווח הקצר שווה את ה"בכיה לדורות" לאחר מכן?</u>

Self Correction - Unifications



איך מתקדמים? איזונים ובלמים

- **משמעת שוק.** כ-20% מהחברות Dual Class במדגמנו איחדו את ההון, כלומר עברו מרצון לסוג מניות אחד - הפכו את כל מניותיהן לבעלות זכות הצבעה שווה, תוך 9 שנים מההנפקה.
- **מתן זכויות נרחבות יותר לבעלי המניות מהציבור.** בישראל קיימת כבר הגנה חוקית למשקיע הפשוט מול בעלי השליטה, שניתן להרחיבה. מחקר בארה"ב: אחוז גבוה במיוחד של חברות Dual Class נותן לבעלי המניות מהציבור זכות לכנס את האספה הכללית.
- **SUNSET - תקנות לפקיעת תוקף עדיפות ההצבעה של המניות עדיפות ההצבעה.** ניתן לקבוע כי עדיפות ההצבעה של המניות עדיפות ההצבעה תפקע או תועמד להצבעת בעלי המניות מהציבור בתנאים מסוימים. זה הפתרון הפופולארי בשנים האחרונות.

מנגנונים לפקיעת זכות ההצבעה העודפת

- **מבוססי זמן.** הוצע על ידי Bebchuk and Kastiel (2017) ונתמך חד משמעית על ידי המאמר שלנו. 7-10 שנים לאחר ההנפקה יאוחדו שני סוגי המניות, אלא אם כן בעלי המניות מהציבור אישרו את הארכת תוקף ה-Dual Class. זה גם הפך לנפוץ בהנפקות בארה"ב, ונתמך/נדרש על ידי Council of Institutional Investors.
- **מבוססי אחזקה.** אם תימכר/תועבר השליטה, או שהמייסדים ירדו מתחת לסף אחזקות בהון מסוים, 10% למשל, שני סוגי המניות יאוחדו. נתמך על ידי Fisch and Davidoff Solomon (2023). לחליפין או במקביל, ניתן לקבוע WEDGE מקסימלי שמעבר לו שני סוגי המניות יאוחדו.

Impact

Council of Institutional Investors®
The voice of corporate governance

September 20, 2019

Director Angela Ahrendts
Director Ken Chenault
Director Ann Mather
c/o General Counsel Robert Chestnut

Airbnb, Inc.
888 Brannan Street
San Francisco, CA 94103

Re: Airbnb equity structure as a public company

Dear Ms. Ahrendts, Mr. Chenault and Ms. Mather:

I am writing on behalf of the Council of Institutional Investors (CII) to request that Airbnb, in connection with an initial public offering, adopt either a "one-share, one-vote" stock structure or a sunset provision ensuring equal voting rights for all classes of common stock by no later than the seventh anniversary of the IPO.[1]

CII is a nonprofit, nonpartisan association of U.S. asset owners, primarily pension funds, state and local entities charged with investing public assets and endowments and foundations, with combined assets of $4 trillion. Our associate members include non-U.S. asset owners with more than $4 trillion in assets and a range of asset managers with more than $35 trillion in assets under management.[2] CII members share a commitment to healthy public capital markets and strong corporate governance.

U.S. public company board members owe obligations equally to shareholders generally. However, many public company shareholders are skeptical on whether managers holding super-voting rights are held accountable by company boards, even in the face of extended poor performance or changed company circumstances that suggest different management and/or strategy. A decision to disempower public shareholders would add to that skepticism.

The large majority of U.S. companies go public with one-share, one-vote structures. Of those that go public with differential voting rights, a growing number put time-based sunsets on those structures.[3] This trend is generally supported by the findings a recent study of dual-class

[1] CII is committed to the principle of one-share, one-vote in public equity markets. Where a board decides to create differential voting rights, we urge a time-based sunset that would convert the structure to one-share, one-vote within seven years of IPO, absent approval by each class of shareholders, voting separately, to extend such a structure.
[2] For more information about the Council of Institutional Investors (Council or CII) and our members, please visit the Council's website at http://www.cii.org/about_us.
[3] A CII-compiled list of companies with time-based sunset provisions on multi-class structures is available at https://www.cii.org/files/8-15-19%20Time-based%20Sunsets.docx.pdf.

company performance, which found that even at innovative companies where unequal voting structures correlate to a value premium at the time of the IPO, that premium dissipates within six to nine years before turning negative.[4] Another study found that dual-class structures correlate with more innovation and value creation in the period shortly after an IPO, but within six to 10 years, the costs of the unequal voting structures outweigh the benefits. The study's authors conclude, "Our findings lend credence to the recent call from shareholder advocacy groups that if dual class structures should be allowed at all, they should face rigorous sunset provisions and be eliminated in a certain period post-IPO."[5]

Adopting equal voting rights or a sunset provision of seven or fewer years would result in the permanent exclusion of your names from CII's "Dual Class Enablers" list, which CII members and investors more broadly can use to hold directors to account at all public company boards on which they serve.[6] We expect that public investors will increasingly use this resource and others like it to vote against directors who made pivotal pre-IPO decisions to limit the voice of public shareholders for the long term.

Public company investors have demonstrated time and again that they will support innovation and long-term capital investment at one-share, one-vote companies, as has been the case for decades at examples like Apple, Amazon and Microsoft. While establishing accountability to owners on a proportional basis does not always maximize comfort and compensation for management, we believe accountability is important for performance longer term, especially through bumps in the road that every company will experience.

Please share this letter with the full board. We would be pleased to have the opportunity to discuss these matters with you. I can be reached at ken@cii.org or 202-261-7098.

Sincerely,

Kenneth A. Bertsch
Executive Director

Cc Nathan Blecharczyk
Brian Chesky
Joe Gebbia

[4] Martijn Cremers, et al., *The Life-Cycle of Dual Class Firms*, November 2017, "We find that the initial dual class valuation premium is temporary and disappears within 6 to 9 years after the IPO…The declining valuations of dual- versus single-class firms suggests that potentially increased agency problems at mature dual class firms may be mitigated by a mandatory sunset provision for dual class structures, as advocated by Bebchuk and Kastiel;" *See* Lucian Bebchuk and Kobi Kastiel, *The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock*, April 2017.
[5] Lindsay Baran, et al., *Dual Class Share Structure and Innovation*, May 2018.
For more research, see CII's Summaries of Key Academic Literature on Multi-Class Structures and Firm Value.
[6] See https://www.cii.org/dualclassenablers.

סיכום והמלצה (שלי)

לעיתים Dual Class מועיל.

נא להתיר גמישות בהנפקות.

חדשנות גם בשוק ההון.

תודה רבה

ובשורות טובות
115/297