

Overnames
Eumedion congres 18 november 2015
T.M. Stevens

Ik heb een citaat voor u: "Shareholders do not own the company".

U begrijpt dat ik het leuk vind om dit citaat een zaal vol institutionele beleggers in te slingeren. Het is de kop van een artikel ergens vorige week, niet uit een antiglobalistisch schotschrift, maar uit uw eigen huisblaadje: The Financial Times.
"Shareholders do not own the company."

De redenering is: als je kijkt naar de kenmerken van eigendom, dan is er nauwelijks overlap met de kenmerken van aandeelhouderschap. Als een marsmannetje op aarde zou landen, en je zou hem uitleggen wat eigendom is, en je stuurt hem naar een bedrijf, dat zou hij niet de aandeelhouders aanwijzen, maar eerder de bestuurders.

Ik ben advocaat fusies en overnames. Op het eerste gezicht heb ik moeite met deze stelling. Philips Lighting staat nu te koop. Het is de lichtdivisie van Philips. De enige van wie je dat kunt kopen, is Philips. Kost ongeveer 5,5 miljard. Als je dat op advies van een marsmannetje overmaakt aan de directie heb je iets stoms gedaan. Je moet kopen van en betalen aan Philips, aan de aandeelhouder: dat is dus de eigenaar.

Wordt dat nou anders als je heel Philips koopt? Is daar de aandeelhouder opeens niet meer de eigenaar? Stel dat een aandeelhouder in een beursfonds een andere positie inneemt, dan is die verandering gekomen bij, en door, de beursgang. Wat gebeurt daar dan? Bij een beursgang breek je de aandelen in stukken. Het aandeelhouderschap fragmenteert. De eigendom wordt door de beursgang tot mede-eigendom, en een mede-eigenaar verliest iets heel belangrijks: controle. Vraag het de koper van een time-share vakantieappartement: voel jij je nou eigenaar, of heb je een hele dure huurovereenkomst gesloten? De Financial Times heeft een punt: door de versplintering van de zeggenschap, is een belangrijk kenmerk van eigendom verdwenen.

Maar als er iets is verdwenen, dan was het geheel dus meer dan de som der brokstukken. Als je een onderneming van 1000 opdeelt in 1000 aandelen is elk aandeel afzonderlijk niet 1 maar 0,9 of 0,8. De eigendom van de onderneming verwatert tot een stem in een vergadering. Maar die stem levert je niks op, anders dan een plakje cake bij de jaarvergadering. Die stem kun je niks mee bereiken, die heeft geen waarde, en die is dus gratis. Een aandeel gaat tegen zoveel maal de winst, of zoveel maal EBITDA, maar nooit lees ik in een analistenrapport: "... plus een kwartje om te mogen stemmen".

Maar met een stem kun je wel het bestuur tot de orde roepen. Dat moet toch een waarde hebben? Op papier misschien, in Eumedion position papers, maar niet op de beursvloer. Jullie zijn wel bereid om extra te betalen als een onderneming goed gerund wordt. Dan belonen jullie het bedrijf met een hogere multiple. Als het goed gerund wordt, dan heb je het stemrecht niet nodig, en geef je het gratis weg. Kijk naar Altice: als Altice een systeem voorstelt waarbij de CEO altijd controle houdt, zijn jullie met 92% vóór. Zodat de CEO door kan met zijn groeistrategie. Een goed geleid bedrijf krijgt een hogere waardering. Een slecht geleid bedrijf krijgt een lagere waardering. Dit bewijst mijn stelling: als jullie het stemrecht echt zouden zien als bruikbaar instrument om het management te disciplineren, zou dat stemrecht het waardeverschil moeten goedmaken tussen een goed en een slecht geleid bedrijf. Maar als je naar de koersen kijkt, is dat verschil is er wel. Als een stem al waarde heeft als disciplineringsinstrument, vertaalt zich dat niet in een hogere koers. Dat is logisch: de beurskoers is de prijs waartegen kleine plukjes aandelen verhandeld worden. Die hebben een paar stemmen, daarmee bereik je niks, dus waarom zou je ervoor betalen?

Een aandeel noteert dus ex-controle. Dat biedt mogelijkheden. Iemand die de brokken opveegt, en stemmen bijeen sprokkelt, krijgt iets extra's: die bouwt de controle weer op. Twee of drie stemmen hebben geen waarde, maar 51% opeens wel. De sprokkelaar krijgt de aandelen cum-controle, en is "eigenaar" geworden. Dat merkt de andere 49% direct. Jullie wilden niet betalen voor het stemrecht. Maar om nu te beleggen in een onderneming die door een andere onderneming wordt aangestuurd? Wie wil er investeren in een bedrijf dat opereert als verlengstuk van een ander bedrijf? Als je de keus hebt (en die heb je) zou je dan niet liever beleggen in de nieuwe eigenaar? De afwezigheid van controle was neutraal voor de koers, maar de aanwezigheid van controle bij een ander bedrijf leidt tot een

discount. De 51% is verrijkt, ten koste van de 49%. Juristen noemen dat ongerechtvaardigde verrijking. Deze verrijking tegengaan is de taak van overname-regelgeving.

Door de beursgang versplintert de controle in waardeloze stemmen. Door een overname klonteren de stemmen weer samen, tot controle. Waardevolle controle. Die waarde, ook wel controlepremie genoemd, moet betaald worden. Vanzelf gaat dat niet. De aandeelhouders trekken niet samen op. Jullie worden uitelkaar gespeeld. U kunt wel flink doen, en verzet plegen, en keihard gaan onderhandelen, maar u weet niet wat uw buurman doet. In kleine beursfondsen pak je de telefoon en heb je zo de meerderheid op 1 lijn. Maar in grotere beursfondsen is dat geen optie. U kunt er niet op vertrouwen dat "de markt" u volgt. U kijkt noodgedwongen naar uw eigen individuele belang. Het belang van het collectief wordt niet gediend. Het prisoner's dilemma is een cliché, maar net als alle clichés wel waar: door het dienen van het individuele eigenbelang delft het collectieve eigenbelang het onderspit. Als iedereen doet wat hijzelf wil, verliezen jullie als groep.

Een hoop van het overname-recht is opgehangen aan beleggersbescherming. Maar dat is in hoofdzaak individuele beleggersbescherming. We hebben disclosure vereisten: prospectus, biedingsbericht, persberichten. Die moeten ervoor zorgen dat iedereen goed geïnformeerd zijn eigen afweging maakt. Dan hebben we procesvoorschriften. Die moeten ervoor zorgen dat iedereen in vrijheid zijn eigen keuze maakt, en daar de tijd voor krijgt. Aan het eind hebben we een uitkoopprocedure. Die beschermt de individuele dissident: hij die niet wil verkopen, weet zich beschermd door een rechterlijke toets op de prijs. Deze individuele beleggersbescherming is nuttig, en waardevol. Maar daaraan gaat iets anders vooraf, iets belangrijkers: de collectieve beleggersbescherming. Hoe zorg je ervoor dat het collectief wordt beschermd, tegen een koper, tegen het bestuur, maar ook tegen de leden van het collectief? Hoe bereik je de uitkomst die voor het collectief de meeste waarde oplevert? Hoe voorkom je dat alle individuele beslissingen tezamen een suboptimale uitkomst opleveren? Hoe verlaat je de gevangenis, zonder te betalen?

Openbare biedingen kun je zo structureren dat je er niet omheen kunt. Dat noemen we een dwangbod, ofwel "coercive" biedingen. Ik heb eens een institutionele belegger horen klagen dat alle openbare biedingen "coercive" zijn. Daarmee bedoelde hij dat hij geen kant op kan. Als een bod eenmaal is uitgebracht, dat is aanbevolen door het bestuur, kun je eigenlijk niks anders dan aanbieden. De alternatieven zijn slecht. Je kunt hopen op een tegenbod, maar die komt bijna nooit. Niet aanbieden levert niks op: de rest biedt toch wel aan en wat heb je dan bereikt? Je krijgt je geld later, zonder rente. Het ergste is als het bod half lukt: dat het wel gestand wordt gedaan, maar er geen uitkoop volgt, en jij blijft zitten in een onderneming gecontroleerd door een ander. Dan krijg jij als een van de weinigen de controle-discount voor je kiezen, en moet je hopen en smeken dat de bieder alsnog je stukken aanneemt tegen dezelfde prijs. Als een bod helemaal mislukt, en de bieder loopt weg, heb je zogenaamd gewonnen, maar dat is een Pyrrhusoverwinning. Een openbaar bod is ook een strategische beslissing van het management. Het management steunt het bod vanuit een strategische overtuiging. Als je die strategie afschiet, is het management ook meteen aangeschoten wild. Het leidt tot herrie in de tent, een zoektocht naar opvolgers, gebrek aan regie, dalende koersen, kortom: allemaal ellende. De praktijk bewijst het: een openbaar bod, aanbevolen door het bestuur, slaagt vrijwel altijd.

Dat geldt dus niet voor vijandige biedingen. Het bod van Mylan op Perrigo is deze week mislukt. Het bod was vijandig. Mylan heeft zijn best gedaan om aandeelhouders 1 kant op te duwen. Mylan had de drempel verlaagd naar 50%. Daarmee vergrootte Mylan de slagingskans, en maakte tegelijk het alternatief van niet-aanbieden onaantrekkelijker. Wie wil er minderheidsaandeelhouder zijn in een Perrigo als verlengstuk van Mylan? Ondanks deze zachte dwang is het bod mislukt. Niet alle alternatieven waren slechter: het alternatief van geen bod was hier minder erg omdat Perrigo probleemloos door kan met het huidige management.

Waar het mij om gaat, is dat een openbaar bod strategische implicaties heeft. Lees het persbericht van Mylan. Mylan doet nu zijn best om het bod op Perrigo af te doen als een nice-to-have, maar vooral eentje die de strategie van Mylan zelf niet echt raakt: "*As we have said all along, Mylan viewed Perrigo as a unique and exciting opportunity, but not one that was required for the future success of our company.*" De damage control richt zich op het overeind houden van de strategie, en daarmee de geloofwaardigheid van het management. Een openbaar bod is meteen ook een strategische keuze, en daarmee een oordeel over het bestuur. Als het Perrigo-bestuur het Mylan-bod had aanbevolen, dan was niet-aanbieden opeens een stuk onaantrekkelijker geworden.

Openbare biedingen staan bol van dwang-elementen. Een openbaar bod is nooit een geheel vrije keuze. Hoe voorkom je nou dat aandeelhouders volledig voor het blok gezet worden? Hoe bescherm je dat collectieve beleggersbelang? Hoe herken je die dwang-elementen? Wat je daarvoor kunt doen, is een gedachtenexperiment. Doe alsof er maar 1 verkoper is, die alle aandelen heeft. Zou hij ingaan op het bod, het voorstel, de transactie? Je gaat als het ware terug naar de situatie pre-beursgang, alle aandelen zijn in 1 hand, en de verkoper beslist. Wat zou hij doen? Als het antwoord op die vraag is: hij zou wel gek zijn, dan heb je dikke kans dat er een dwangelement is.

Een voorbeeld. Stel, je hebt aandelen KPN. Er komt een buitenlands bedrijf, dat biedt een mooie prijs, voor niet voor alle aandelen, maar bijna 30% van de aandelen. Wat vinden we daarvan? Hij biedt niet op alles, maar ja, die mooie prijs is dan toch vast mooi meegenomen. Wat zou je doen als je in je eentje heel KPN hebt. Zou je dan 30% verkopen? Dat pakket geeft geen controle, want jij houdt de andere 70%. Stel dat KPN een claimemissie wil doen, of een Duitse dochter wil verkopen, dan houdt die 30% dat niet tegen. Zou je het dus doen? De grote vraag is natuurlijk, wat gebeurt er met je andere 70%. Gaat een Belgacom, of een Altice, of wie dan ook, nog een bod uitbrengen op die 70%? Nee natuurlijk-- wat moet die met een pakket van 70% terwijl een concurrent de rest heeft. Door die 30% te verkopen geef je de keuzevrijheid op. Je geeft ook de concurrentiedruk op. Degene met wie je moet onderhandelen voor je 70%, is diezelfde bidder. En hij is de enige. En hij weet dat hij de enige is. Waarom zou hij jou de hoofdprijs betalen voor die 70%? Als hij nou een prijs garandeert voor die 70%, OK—maar onze bidder is Slim, en dat doet hij niet. Die mooie prijs voor je 30% verbleekt bij de waardedaling van de andere 70%. Dus je zou wel gek zijn.

Tot zover het gedachtenexperiment. Nu de realiteit. In het echt zijn er heel veel aandeelhouders. En je voelt direct aan: dat bod slaagt. Als jij niet aanbiedt, meldt je buurman zijn hele pakket aan. Je buurman pakt ook voor jouw 30% die mooie prijs. Jouw hele pakket daalt in waarde. Dat vind jij niet fijn. Jij gaat dus aanbieden. Je moet wel. Partiële biedingen zijn bijna altijd coercive en moeten dus verboden worden.

Nu hoor ik u denken: OK, maar wat zou dat. Een partieel bod komt toch bijna nooit voor. Laten we ons daar niet over opwinden. Goed. Nu verander ik het voorbeeld. Onze bidder brengt geen formeel bod uit, maar alleen een persbericht. Hij zegt dat hij 30% opkoopt op de beurs. Hij zegt niet dat hij uit is op een overname, maar eerder “een interessante belegging”. Hij zal dus onder de 30% blijven, zodat hij niet verplicht is om op de rest te bieden. Hoe is dit nu anders dan een partieel bod? Dat zal ik u zeggen: het is goedkoper—voor de bidder. Bij het partieel bod moet de bidder die mooie prijs betalen voor alle aandelen die hij verwerft. Hij moet de beleggers over de streep trekken. Hij moet ze compenseren voor het waardeverlies van de resterende 70%. Als hij gaat kopen via de beurs, en er is voldoende *free float*, dan moet jij als aandeelhouder verkopen, zolang de beurskoers ook maar 1 cent boven de waarde is van je resterende 70%. Doe je dat niet, dan mis je ook die laatste cent. Dit spelletje heet “*stakebuilding*” en komt heel vaak voor. Een bedrijf als Boskalis is er een meester in. Het is alleen hartstikke coercive, nog meer coercive dan een partieel bod, en zou dus verboden moeten worden.

Weet u trouwens wat pas echt coercive is? Stakebuilding EN een partieel bod. Dan kun je die mooie prijs noemen in je biedingsbericht, en daarmee de boel wakker schudden, jezelf profileren als serieuze bidder, maar uiteindelijk hoeft je die prijs aan niemand te betalen. Je hoeft alleen maar de waarde van de 70% te betalen, plus 1 cent.

Dan is de vraag: maakt het nog verschil als de bidder een bod heeft uitgebracht op alle aandelen? In Nederland is dat schering en inslag. We hebben er zelfs een naam voor: “kopen in regelmatig beursverkeer”. Er is weinig regelmatig aan, het is schieten op alles wat beweegt. Moeten we dit verbieden? Ook hier moet je je de vraag stellen: wat zou je doen als je zelf 100% zou hebben? Je weet dat je de andere 70% ook kan verkopen, en je weet ook tegen welke prijs. Als je hem nu alvast 30% verkoopt, heb je je geld sneller. Dat is een rentevoordeel. Ook weet je zeker dat hij doorpakt, want de bidder kan niet meer zonder kleerscheuren weglopen. Hij staat al met 1 been in het bad, hij gaat erin. Dat is ook een voordeel. Maar het nadeel is wat je opgeeft: de keuzevrijheid. Een andere bidder begint er niet meer aan. De eerste opkoper kan alvast inslaan, bij iedereen die een beetje minder ook wel genoeg vindt. Naarmate je verder gaat, worden de beleggers steeds veeleisender. Een tweede of derde bidder kan die slag niet meer slaan. Die latere bidder vindt de hond in de pot, en doet geen moeite meer. Dit is overigens ook de reden waarom de eerste bidder moet gaan opkopen. Zolang de koers onder zijn biedprijs ligt, moet hij dat doen, hij maakt het duurder voor de anderen. Met stakebuilding drukt de bidder als een koekoeksjong de andere kuikens uit het nest. Het is een spelletje zonder nieten.

Komt er toch een hoger tegenbod, dan heeft hij altijd nog zijn aandelen doorverkopen en de winst in zijn zak steken.

Eumedion stelt voor om stakebuilding te verbieden. Ik ben het daarmee eens. Het zou verboden moeten worden. Niet alleen vanaf datum aankondiging van het bod, zoals Eumedion voorstelt, maar vanaf het moment dat de koper zelf heeft besloten om het bedrijf over te gaan nemen. Want juist in die voorfase kan eenieder zijn slag slaan. Dat moment moet je publiceren, onder de Europese overnamerichtlijn. Die verplichting hebben we hier in Nederland niet ingevoerd. Vonden we niet nodig. Een omissie, wat mij betreft. Als we dat corrigeren, kunnen we de *standstill* dan meteen in laten gaan.

Dan de uitkoopregeling. Als je 95% van de aandelen hebt, mag je de rest uitkopen. Dat gaat tegen dezelfde prijs als in het openbaar bod. Ik noemde de uitkoopregeling al, als een voorbeeld van individuele beleggersbescherming. Beleggers hebben hier moeite mee. Het is een vorm van onteigening. Die drempel kan niet hoog genoeg zijn. Maar hoe zit het dan met het collectief? Krijg je zo de hoogste prijs? Als een koper alleen via de uitkoopregeling 100% kan kopen, dan moet hij in zijn bod als voorwaarde stellen dat 95% aanbiedt. Dat is een uitnodiging aan hedge funds voor kattenkwaad. Als drie fondsen elk 2% kopen kunnen ze een overname torpederen. Dat moet je als hedge fund dus altijd doen. Je laat die argeloze bidder opstomen tot boven de 90%, dan laat je hem gestand doen in de hoop dat hij in de na-aanmelding de rest krijgt, en daarna bel je hem op. Betalen! Zelfs als het allemaal mislukt kun je het altijd nog tegen de biedprijs inleveren. Een verstandige bidder ziet dat aankomen. Die gaat zo'n traject niet in zonder dat hij wat geld achterhoudt. Hij gaat dus niet zijn hoogste prijs op tafel leggen.

De bidder kan ook besluiten het bod gestand te doen op een lager percentage, en de hedge funds te laten zitten. Geen aantrekkelijk vooruitzicht. Dat wordt vechten bij elke beslissing. Integratie gaat moeilijk. Synergieën zullen niet volledig gehaald kunnen worden, of later. Deze bidder kan dus minder betalen, en verlaagt zijn prijs. Waar het mij om gaat is: met de 95% uitkoopdrempel bescherm je misschien het individu, maar jullie als collectief betalen ervoor, jullie krijgen niet de volle waarde die de koper bereid was te betalen. Het erge is: je ziet het niet, en je merkt er niks van, want je weet natuurlijk nooit hoeveel een bidder bereid was te betalen. Het is net als aan de pokertafel: als jij niet in de gaten hebt wie er wordt beetgenomen, ben jij het.

De praktijk knutselt zich een weg hier om heen. Er zijn meerdere wegen naar Rome. De boekjes zeggen dat je een overname kunt doen door de aandelen te kopen, of de activa, of een juridische fusie of splitsing. Bij een beursfonds kun je de aandelen kopen via een openbaar bod. Maar je kunt je doel ook bereiken met een activatransactie. De activa van de beursvennootschap zijn doorgaan niet meer dan aandelen in dochtermaatschappijen. Dat is dus heel simpel. Een activatransactie gaat met 51% goedkeuring van aandeelhouders. Een juridische fusie kan ook, met tweederde meerderheid, als minder dan de helft van het kapitaal is vertegenwoordigd. Eumedion heeft gelijk: dat verschil slaat nergens op. Waarom mogen de activa met gewone meerderheid verkocht worden, maar rollen we voor een aandelendeal het kanon van onteigening naar buiten, een eis van 95% en een juridische procedure? Ik zou nog een stap verder willen gaan. Bij een aandelendeal moet je een biedingsbericht maken, moet je langs de AFM, moet je allerlei procesvoorschriften naleven, maar bij een activa-transactie kun je je goddelijke gang gaan. Wie dat kan uitleggen, mag nu naar voren komen.

Ben ik het dan eens met alles wat Eumedion voorstelt? Nee. De voorstellen voor een gecontroleerde onderneming ben ik minder kapot van. Om even op mijn terrein te blijven, dat van de overnames: dit doet zich voor als een overname half lukt. Bijvoorbeeld Ballast Nedam, eergisteren. Tweederde van de aandelen is aangemeld, maar eenderde niet. Als de na-aanmeldingstermijn niks oplevert blijft Ballast aan de beurs, en houdt de bidder tweederde. Voor deze situatie stelt Eumedion voor dat de eenderde-minderheid moet instemmen met de benoeming van onafhankelijke commissarissen, en die moeten in de meerderheid zijn, of ze moeten vetorechten krijgen voor "zaken die de positie van minderheidsaandeelhouders kunnen schaden". Ik ben hier op tegen, om een aantal redenen. Ten eerste klopt het niet, vanuit governance-oogpunt. Eumedion bewandelt hier een weg die de Hoge Raad al eerder is ingeslagen, maar de oplossing wringt. Een commissaris is geen Chef Minderheidszaken. Commissarissen en bestuurders hebben hetzelfde belang te dienen, nl. het belang van de vennootschap. Je moet niet iedere commissaris een eigen pet op zetten. Ten tweede, ik heb het al gezegd, bescherming van de minderheid is leuk, maar je moet het belang van het collectief er niet aan opofferen. Stel dat de Eumedion regels nu al zouden gelden. Dan had de bidder zijn bod op Ballast niet gestand gedaan, omdat hij de controle niet verwerft en niet met Ballast de dingen kan doen die hij wil en zijn biedprijs rechtvaardigen. Dan hadden aandeelhouders zelf de geldzorgen van Ballast mogen oplossen. Ten

derde, heel vaak wordt de commissaris ingezet als joker, om een corporate governance dilemma op te lossen. Als we het allemaal niet meer weten, dan mag de commissaris het oplossen. Maar welk gezicht hoort er bij die joker? Wie gaat dat doen? Een commissaris als beschermer van de minderheid, tegen de meerderheid? Dat is geen toezichhouden meer, dat is een loopgravengevecht zonder einde, zonder winnaars en alleen maar verliezers. Daar is toch geen eer aan te behalen. Wie heeft daar zin in? Wie zet die joker muts op? De belangrijkste vraag is: iemand die wel daartoe bereid is, wil jij die eigenlijk wel? Eén ding is zeker: Jan Hommen krijg je niet.

Ik rond af. Belegger, let op uw saeck. Spreiding van aandelenbezit is fantastisch om beleggersrisico te spreiden. Maar laat u niet uitelkaar spelen. Herken de structuren, en de trucjes die worden gebruikt. Wat verwacht je als aandeelhoudersgroep van het bestuur in overnamesituaties? Hoe bereik je samen uit, samen thuis? Moet je overnames wel doen via een openbaar bod, wat eigenlijk een aaneenschakeling van aparte transacties is? Kun je niet beter, net als in Engeland, overnames doen door een aandeelhoudersstemming? En let ook op voor individuele beleggersbescherming. Klinkt leuk, maar het kan ook een lolly zijn, om je zoet te houden, maar je wel heel veel geld kost. "Shareholders do not own the company": je bent misschien geen eigenaar, maar als je gaat verkopen, doe dan maar alsof.