

Actief aandeelhouderschap nu belangrijker dan ooit

DE CORPORATE RAIDER IS TERUG VAN WEGGEWEEST

Drie ogenschijnlijk los van elkaar staande gebeurtenissen bevestigen een onmiskenbare trend: de corporate raider is uit zijn graf opgestaan. Beleggers die niet geslachttofferd willen worden, zullen een grotere betrokkenheid aan de dag moeten leggen, volgens Drs. Frans Faas.

Wat hebben AND International Publishers, Beter Bed en Euroweb met elkaar gemeen? Alledrie dreigen ze - op verschillende manieren - in de greep genomen te worden door opkopers van ondergewaardeerde bedrijven.

De historie van AND valt kortweg samen te vatten in de bekende levenscyclus (opkomst, groei, bloei, verval), die uitmondde in een surceance begin vorig jaar. Middels een krediet van Cees de Bruin (Indofin) leek een herstart succesvol uit te pakken. De helpende hand veranderde echter in een wurggreep toen bleek dat Cees de Bruin met zijn beleggingsvehikel Roosland, de lening via een onderhandse emissie inwisselde voor aandelen om zodoende controlerende zeggenschap te verkrijgen over de vennootschap. Deze stap, bracht aandeelhouders ertoe de gang naar de Ondernemingskamer te maken. De uitkomst van het door de OK gelaste onderzoek naar wanbeleid komt binnenkort.

Minder tumultueus maar minstens even bedenkelijk is de handelwijze van Nesbic bij de poging om Beter Bed van de beurs te halen. Nadat de aandeelhouders in 2000 op een onverwachte winstwaarschuwing werden getraakteerd, is het met de koersontwikkeling kommer en kwel gebleven. Net nu het ergste leed achter de rug lijkt, probeert men via een magere overnamepremie haar slag te slaan. Klagen over de lasten van de beursnotering en de koersontwikkeling klinken weinig overtuigend. Immers de slechte performance en de summiere informatievoorziening zijn daarvoor verklarende factoren, die binnen de invloedssfeer van de onderneming zelf liggen. De argwaan wordt nog versterkt door de constructie dat twee grootaandeelhouders, die onvermijdelijk een informatievoorsprong hebben, met de overnemende partij samen de nieuwe plannen gaan effectueren. De vruchten die dit ongetwijfeld gaat opleveren, vloeien dus maar in de zakken van een deel van de aandeelhouders. De doorbreking van het 'samen uit, samen thuis'-principe is onder de gegeven omstandigheden onaanvaardbaar.

Dat financiële problemen het ethisch handelen niet ten goede komen, blijkt uit het overnamebod dat KPN onlangs lanceerde op het aan de Nasdaq genoteerde Euroweb. KPN heeft al een belang van 52% in deze oost-europese internet-provider en wil het restant van de beurs halen voor \$ 2,25 per aandeel. Een merkwaardige bieding als we bedenken dat de onderneming per aandeel ruim 3 dollar in kas heeft, nauwelijks schulden kent en vrijwel cash-flow neutraal draait. Indien KPN de aangekondigde sluiting van het hoofdkantoor in New York doorvoert en de beursnotering aan de Nasdaq beëindigt, heeft Euroweb onmiddellijk een positieve EBITDA en ligt zelfs echte winst in het verschiet.

Ook KPN wringt zich in merkwaardige bochten om haar overval te rechtvaardigen. Zo stelt zij dat de intrinsieke waarde van een internet-onderneming (bij Euroweb meer dan \$ 5) doorgaans geen goede benadering vormt van de economische waarde. Deze redenering is in algemene zin juist maar gaat natuurlijk niet op als 70% van die intrinsieke waarde uit liquide middelen bestaat. Bovendien misbruikt KPN haar positie als meerderheidsaandeelhouder door aan te geven dat aangezien zij overwegende zeggenschap heeft er toch geen andere partij een succesvolle bieding kan doen zonder de instemming van KPN. Ook het aankondigen van een pro forma fusie met de speciaal voor dit doel opgerichte overnemende partij ('Everest Corporation') waardoor eventuele tegenstribbelende aandeelhouders uitgerookt kunnen worden, verdient geen

schoonheidsprijs. In dat licht bezien is het niet vreemd dat KPN het blijkbaar niet heeft aangedurfd een externe 'fairness opinion' te vragen en ook het zittende management niet heeft geconsulteerd. Het bod dat zich rechtstreeks tot de aandeelhouders richt maakt overigens weinig kan van slagen nu de koers zich structureel 20% boven de geboden prijs beweegt.

De strategie van de bovengenoemde corporate raiders mag op het oog verschillen, in feite hebben ze een opmerkelijke overeenkomst. In alle gevallen wordt een deel van de zittende aandeelhouders benadeeld door een partij die via een informatievoorsprong en/of machtspositie iets dergelijks kan bewerkstelligen. Deze situatie is niet nieuw maar lijkt door de verzakelijking van de maatschappij aan een versterkte comeback bezig.

Dat een dergelijke handelwijze tegenkrachten oproept, is onvermijdelijk. Problematischer is het ontbreken van een structureel karakter ervan.

Zo hebben in het verleden grote partijen als Delta Lloyd en Orange Fund succesvol geopereerd als het gaat om het verkrijgen van een beter bod of het in stelling brengen van een witte ridder. Voor een individuele aandeelhouder lijkt het echter riskant om op voorhand te rekenen op de daden van Alex Otto of Willem Burgers. Immers hun bereidheid om actie te voeren, staat of valt logischerwijze met het feit of ze überhaupt een positie hebben in het fonds, de omvang ervan, hun aankoopniveau en de perspectieven die zij zelf zien.

Een niet te onderschatten speler, die per definitie het algemeen belang en niet het eigenbelang vooropstelt, is de Vereniging van Effectenbezitters. Het optreden van deze partij heeft een aantal interessante casussen veroorzaakt maar kent ook haar natuurlijke grenzen. Gegeven de per definitie beperkte tijd en middelen kan ook zij niet overal waar onrecht dreigt inspringen.

Voor individuele aandeelhouders is het dus oppassen geblazen. Een strategie ligt niet zomaar voor het oprapen. Wel is duidelijk dat een assertievere opstelling noodzakelijk is en men het aandeelhouders-absenteïsme dient af te zweren. Mede door de verbeterde communicatie-mogelijkheden ligt het in de rede te verwachten dat anonieme aandeelhouders elkaar in telkens wisselende combinaties weten te vinden (bijvoorbeeld via internet) en op die wijze een halt weten toe te roepen aan voor hen ongewenste ontwikkelingen.

Drs. F.A.M.J. Faas is zelfstandig adviseur en gespecialiseerd in belangenbehartiging van minderheidsaandeelhouders.