

Drahi heeft al meer dan driekwart van de aandelen in bezit. Het bod op de uitstaande aandelen heeft hij snel terugverdiend, waarna hij nog jarenlang kapitalen aan inkomsten kan bijschrijven.

SCHEVE ZEGGENSCHAP

Dat Drahi de lucratieve toekomst niet hoeft te delen met zijn huidige medeaandeelhouders heeft alles te maken met de scheve zeggenschap binnen de onderneming.

Kort na de beursintroductie in 2014 introduceerde Altice speciale aandelen (de B-aandelen) waarop 25 keer zo veel stemrecht zit als op normale A-aandelen. Op dat moment was het kabelbedrijf nog een Luxemburgse onderneming, waardoor het besluit zonder lastige pottenkijkers doorgevoerd kon worden op een namiddag in het groothertogdom. Die A-variant heeft een notering aan de beurs van Amsterdam en is opgenomen in de Midkap-index. De B-aandelen zijn ook in Amsterdam genoteerd, maar worden op de lokale markt verhandeld.

De gevolgen zijn verstrekkend. Het veel kleinere aantal nog vrij handelbare aandelen B (27 miljoen) heeft meer stemrechten dan alle A-aandelen (636 miljoen) bij elkaar.

Door een paar grote beleggers met B-aandelen voor zijn plan te winnen, hoeft nog slechts een krappe meerderheid van circa 55 procent van de A-aandeelhouders in te stemmen om het reguliere overnametraject af te wikkelen. Normaal gesproken moet 90 tot 95 procent van de aandeelhouders een overname steunen, wil deze doorgaan.

WAT TE DOEN?

Aandeelhouders die iets willen doen tegen de handelwijze van Drahi, het bod of de overname hebben maar een beperkt aantal opties.

1. HOPEN OP DE COMMISSARISSEN

Om de overname op een normale manier af te wikkelen, moet Drahi 95 procent van de aandelen in handen krijgen, zo valt te lezen

in het biedingsbericht. Toch is die aanmelddrempel van 95 procent niet in beton gegoten. Valt het percentage lager uit, dan kan hij deze grens verlagen.

De kans dat de niet-uitvoerende bestuurders (commissarissen) van Altice hiertegen iets zullen doen, lijkt klein. Zij hebben de topman alle vrijheid gegeven om eenzijdig de aanmelddrempel te verlagen tot een percentage dat hem goeddunkt.

In de ogen van de VEB is die keuze niet te rijmen met de bijzondere zorgplicht die zij hebben richting alle aandeelhouders. Drahi heeft immers al een controlerende meerderheid.

2. NAAR DE RECHTER

Een tweede optie voor aandeelhouders om de prijs – en daarmee de gang van zaken rond het bod – aan te vechten, is via de Ondernemingskamer (OK). Het zijn dan niet de aandeelhouders die zich tot deze rechter wenden, maar Drahi zelf. Als hij minimaal 95 procent van de aandelen in bezit heeft, kan hij via de OK proberen de overige stukken te bemachtigen. De rechter zal dan beoordelen of de geboden prijs 'fair' is, en aandeelhouders kunnen in die procedure aangeven waarom zij het anders zien.

Mocht Drahi niet de 95 procent halen dan hoeft hij niet langs de rechter. Via juridische constructies, zoals een activa-passiva-transactie, kan hij dan alle bezittingen binnenhengelen zonder dat aandeelhouders iets kunnen doen.

In het biedingsbericht wordt er expliciet op gewezen dat aandeelhouders die niet aanmelden rekening moeten houden met dit soort strapatsen.

De bittere conclusie moet zijn dat aandeelhouders er baat bij hebben als veel (maar net niet alle) mensen de overname steunen. Pas dan, na het passeren van de grens van 95 procent, is verzet tegen de prijs mogelijk bij de rechter.

De ironisch situatie doet zich voor dat alleen door de overname

te accepteren de mogelijkheden tot verzet blijft bestaan. Mocht de rechter dan tot een andere prijs besluiten dan geldt die wel alleen voor aandeelhouders die niet hebben aangemeld. Dat is het wonderlijke gevolg van de puinhoop in zeggenschap die Patrick Drahi de afgelopen jaren heeft gecreëerd.

STOPKNOP ZONDER HANDLEIDING

- In de overnamedocumenten is te lezen dat commissarissen de overname nog kunnen blokkeren als zij daar vanwege hun zorgplicht gegronde redenen voor zien. De stopknop, in jargon de *fiduciary out*, is in Nederland nooit eerder gebruikt bij overnamesituaties.
- De speciale clause wordt breed uitgemeten in het zogenoemde *position statement*. In dat stuk leggen commissarissen uit waarom het bod in hun ogen in "het beste belang" is van stakeholders, inclusief minderheidsaandeelhouders. De indruk wordt duidelijk gewekt dat de extra waarborg voor minderheidsaandeelhouders zwaarbevochten is door commissarissen.
- Maar de volledige handleiding van de stopknop delen commissarissen niet met de buitenwacht. Dat maakt deze clause lastig op waarde te schatten. Gezien de scheve stemverhouding op de aandelen is de VEB van mening dat bij elk aanmeldpercentage onder de 95 procent commissarissen de steun voor het bod onverwijld moeten intrekken. Maar die harde garantie geven commissarissen dus niet. De vraag is dan ook hoe reëel het is dat de toezichhouders zich op de innovatieve clause zullen beroepen.
- Uit de overnamedocumentatie blijkt dat commissarissen de stopknop al op 10 september hadden uitonderhandeld. Dat was een dag voordat publiekelijk werd aangekondigd dat Drahi Altice volledig wil inlijven. Het persbericht destijds meldde nog niets over het bestaan van de speciale clause. Dat bevreemdt, gezien de onvrede over het onderhandelingsproces en de uitkomst bij veel minderheidsaandeelhouders.

MET EEN ACTIVA-PASSIVA-TRANSACTIE KAN DRAHI OOK ALLE BEZITTINGEN BINNENHENGELLEN