



Blik op... sluipende overnames in Duitsland Een passend eind aan onaanvaardbare praktijken

Achtergrond

In oktober 2008 stonden de financiële markten op scherp: de koers van het aandeel Volkswagen AG schoot in twee dagen met bijna 150% omhoog. De autofabrikant was heel even de Duitse beursgenoteerde onderneming met de hoogste waardering. Dat die koers zo enorm steeg, bleek al snel niets te maken te hebben met de intrinsieke waarde van Volkswagen. Er was eerder sprake van een ernstige verstoring van de koers door omvangrijke, niet gemelde aankopen van derivaten. Via deze zogenoemde "sluipende overname" had Porsche AG namelijk een belang van 74% in haar Duitse rivaal weten op te bouwen.

Deze weinig bekende en zeer technische overnamevorm had een paar maanden daarvoor ook al flink wat stof doen opwaaien: tot de consternatie van beleggers had het kleine familieconcern Schaeffler Gruppe zich van een vergelijkbare methode bediend om een gewaagde overname van de Duitse bandenfabrikant Continental AG op touw te zetten. Buiten Duitsland worden dergelijke sluipende praktijken algemeen gezien als marktmisbruik, maar in Duitsland bleek hier een belangrijke maas in de wet.

Wat is een sluipende overname?

Bij een sluipende overname kan een bepaald soort derivatenovereenkomst – de in geldmiddelen afgewikkelde optie – door een vijandige overnamepartij worden ingezet om in het geheim een aanzienlijk belang in een onderneming op te bouwen zonder daarover iets te hoeven melden. Volgens de Duitse wet- en regelgeving voor overnames en traditionele informatievoorziening moet een belegger normaliter een belang van 3% of meer van de stemgerechtigde aandelen melden. Door gebruik te maken van deze weinig bekende maas in de wet (de in geldmiddelen afgewikkelde optie) kan een investeerder in belangrijke mate de economische zeggenschap in de onderneming verwerven zonder dat er meldingsverplichtingen in het spel komen¹. Medio 2008 had de Schaeffler Gruppe zich al van deze techniek bediend om een belang van 36% in Continental AG op te bouwen (al liep de transactie uiteindelijk mis en kwam het bedrijf binnen het jaar ernstig in de problemen). Schaeffler had die actie nog niet ondernomen of Porsche deed hetzelfde. De autofabrikant wist een belang van 74% en daarmee de zeggenschap in Volkswagen te bemachtigen. Een gedwongen fusie volgde, waarvoor Porsche niet houdbare schulden moest aangaan om de transactie te kunnen financieren. Uiteindelijk keerde het tij en heeft Volkswagen vervolgens Porsche ingelijfd.

Door heimelijk op grote schaal derivaten te kopen hadden Porsche en Schaeffler een fors belang in het overname-doelwit weten te bemachtigen, zonder dat aandeelhouders met een minderheidsbelang van hun intenties op de hoogte waren. Hierdoor kon die laatste groep ook niet meeprofiteren van de premie die ze anders op het aandeel hadden kunnen verdienen.

F&C heeft destijds - tevergeefs - direct hevig protest aangetekend, onder andere bij de Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), de Duitse toezichthouder. Daar hebben we het echter niet bij gelaten: door aanhoudend 'engagement' over dit onderwerp, mede in de vorm van gezamenlijke beleggersacties, heeft het gezond verstand het eindelijk gewonnen: in april 2011 is het fenomeen "sluipende overname" door het Duitse parlement afgeschaft. Hiermee is deze hervorming van het beleid na tweeënhalve jaar eindelijk met succes afgesloten.

Waarom is een sluipende overname slecht voor beleggers?

Het melden van een aanzienlijk eigendomsbelang in een onderneming wordt algemeen gezien als een fundamenteel recht van aandeelhouders, vooral als de bieder uit is op een meerderheidsbelang of zeggenschap in een onderneming. In zo'n situatie zal de aandelenkoers van het doelwit normaliter (fors) stijgen. In deze premie komt de waarde tot uitdrukking die de bieder hecht aan het verwerven van de economische zeggenschap.

Als de opbouw van een economisch belang niet wordt gemeld (zoals bij een sluipende overname), raakt de minderheidsaandeelhouder zijn deelneming in de onderneming kwijt zonder dat er van de hogere koers wordt meege profiteerd. Op die manier komt er eigenlijk vermogen van de minderheidsaandeelhouders bij de biedende partij terecht. Als dat dan ook zonder hun wetenschap of instemming gebeurt, kan dat als onrechtmatig worden beschouwd. Bovendien kan de sluipende overnemer met deze aanpak een meerderheidsbelang of de zeggenschap in een onderneming verwerven zonder de bestaande minderheidsaandeelhouders uitgebreid inzicht te geven in de operationele en financiële strategie die aan de overname ten grondslag ligt. Sterker nog, het resultaat van zo'n sluipende overname is in de praktijk heel slecht gebleken voor de financiële gezondheid van de biedende partij (dat geldt voor zowel Schaeffler als Porsche).

¹ Zoals Eduardo Gallardo van het advocatenkantoor Gibson, Dunn & Crutcher LLP het uitlegt, verwerft de houder van in geldmiddelen afgewikkelde opties niet het recht om aandelen te kopen, maar alleen het recht op genoegdoening in liquiditeiten. Economisch komt dit in de praktijk echter neer op het verwerven van economische zeggenschap. <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2011/03/01/germany-to-ban-stealth-takeover-strategies/>



Een luid en duidelijke boodschap op de juiste niveaus: F&C spreekt de toezichthouder aan

Bij gedrag van een onderneming dat voor minderheidsaandeelhouders niet aanvaardbaar is, maar wettelijk wel is toegestaan, is het voor beleggers vrijwel niet mogelijk om een onderneming ervan te overtuigen van deze activiteiten af te zien - zeker niet als er zoveel op het spel staat. Na het bod van Schaeffler op Continental en van Porsche op Volkswagen heeft F&C zich dan ook direct gewend tot de BaFin. De voorzitters van de biedende partijen en de heer Gerhard Cromme, het hoofd van de Duitse corporate-governancecommissie² ontvingen een kopie van de bewuste brieven. Wij hebben daarin geen misverstand laten bestaan over het bezwaar dat wij hebben tegen deze cynische manipulatie van de wet, die in onze optiek hiermee alleen naar de letter en niet naar de geest wordt nageleefd. We hebben de toezichthouder er tevens op gewezen dat dergelijk gedrag allesbehalve gunstig is voor de geloofwaardigheid van corporate governance en het toezichtkader dat daaraan ten grondslag ligt.

We hebben bij de BaFin verder benadrukt dat de mogelijkheid van een "sluipende overname" in strijd was met de gangbare overname- en meldingsregels in andere ontwikkelde landen en dat de transparante melding van (in)direct eigendom belangrijke informatie is voor minderheidsbeleggers. F&C heeft er in het bijzonder bij de BaFin op aangedrongen om de meldingsdrempels in Duitsland te herzien en daarbij rekening te houden met zowel directe economische belangen als indirecte belangen in de vorm van aandelenruil of andere derivatenovereenkomsten.

We hebben in dit verband ons stemrecht gebruikt om onze zorg uit te spreken over het fenomeen "sluipende overname". We hadden weliswaar geen aandelen in Schaeffler Gruppe of Porsche maar hadden op dat moment wel een belang in zowel Continental als Volkswagen. Aan de decharge van de Raad van Commissarissen bij Continental en Volkswagen hebben we daarom bij de Algemene Vergadering van Aandeelhouders van 2009 onze steun onthouden, omdat in die raden inmiddels vertegenwoordigers van respectievelijk Schaeffler en Porsche zitting hadden. Die stemkeuze hebben we verder kracht bijgezet met een brief aan de voorzitter van Continental en Volkswagen, waarin we onze zorgen en afwegingen bij het stemmen nader hebben toegelicht.

Zij zeiden:

"Please keep in mind that it is up to the legislator to check the necessity to change the laws, especially the domestic transparency provisions... however it is very likely that in this process the legislator could consider the current and future regulation in the UK as well as your friendly and constructive contribution."

Brief van de BaFin aan F&C op 16 september 2008, na ontvangst van het eerdere schrijven van F&C naar aanleiding van de transactie Schaeffler/Continental

Reactie van de toezichthouder: de aanhouder wint...

Op de brief van F&C aan de BaFin van augustus 2008 in protest op het overnamebod van Schaeffler kwam een efficiënt maar weinig bemoedigend antwoord: de enige manier om van de "sluipende overname" af te komen was een wetwijziging. De BaFin gaf weinig hoop dat de Duitse wetgever zin zou hebben iets te doen met het commentaar van F&C. Na die teleurstellende reactie hebben we hoger ingezet: samen met andere beleggers hebben we eind 2008 de Duitse Minister van Financiën en de Voorzitter van de commissie financiën van de Bundestag aangeschreven om bij direct gekozen leiders te pleiten voor hervormingen.

Tot ons genoegen was de Bundestag in februari 2011 overtuigd van onze argumenten en werd een nieuwe wet aangenomen waarmee de mogelijkheid tot "sluipende overnames" werd gedicht³. Op 18 maart, bijna drie jaar na de beruchte 'overval' Conti-Schaeffler en de golf van reacties die dat bij beleggers teweegbracht, werd de wet ook door de Bundesrat goedgekeurd. De Duitse president zette in april 2011 zijn handtekening onder de nieuwe wet⁴.

Door deze wijziging is de overnamewetgeving in Duitsland nu vergelijkbaar met die in andere rechtsgebieden. Behalve een overwinning voor minderheidsaandeelhouders in Duitsland en daarbuiten is de wetwijziging ook een positieve stap voor Duitse corporate governance. Wat dit verhaal vooral illustreert is dat beleggers bij onaanvaardbare praktijken constructieve actie kunnen ondernemen en daarmee positieve verandering kunnen bewerkstelligen.

Wij zeiden:

"We would like to reassert our strong reservations about how substantial positions in German firms can be established using financial instruments that avoid public disclosure. This may meet the letter of the German law, but we do not believe this reflects the proper spirit of good corporate governance, where transparency and disclosure of direct or indirect ownership positions are critical considerations for the protection of minority investors."

Brief F&C aan de BaFin, 29 oktober 2008, als reactie op de transactie Porsche/Volkswagen.

² Zie ook brieven F&C aan de Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) over Continental AG/Schaeffler Group en VW AG/Porsche AG: http://www.fandc.com/FundNets_FileLibrary/File/Conti%20Schaeffler_FINAL.pdf en http://www.fundnets.net/fn_filelibrary/file/Letter%20to%20BaFin%20about%20German%20disclosure%20requirements%20relating%20to%20Porsche%20AG's%20stake%20in%20Volkswagen%20AG.pdf

³ Goedgekeurd als onderdeel van de Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz.

⁴ Houders van financiële instrumenten, inclusief in geldmiddelen afgewikkelde opties, moeten de BaFin hiervan op de hoogte stellen indien deze instrumenten 3% of meer van het aandelenkapitaal van een onderneming vertegenwoordigen. Bij misbruik kan een sanctie worden opgelegd van maximaal €1 miljoen.