

De schaar in het Duitse conglomeraat

Opvallend veel Duitse bedrijven knipten zich de afgelopen jaren op of zijn daarmee momenteel druk bezig. **In sommige gevallen werden bedrijven door een grondige renovatie twintig keer meer waard.** Maar niet alle pogingen tot het opkrikken van aandeelhouderswaarde lopen goed af.

Pats. De beurskoers van Continental knalde op 9 januari onverwacht omhoog met 6 procent. De grote Duitse toeleverancier voor de auto-industrie had zelf die dinsdag geen snipper nieuws naar buiten gebracht. In de media was uitgelekt dat het bedrijf onderzoekt of het niet beter verder kan in aparte onderdelen. Voor de meeste beleggers is de vraag stellen hem eigenlijk al beantwoord. De beurskoers van Continental tikte het hoogste punt ooit aan.

“Conglomeraten zijn vaak niet optimaal geïntegreerd”, zegt Christian von Engelbrechten, fondsmanager van het Fidelity Germany Fund. “Individuele onderdelen hebben vaak weinig synergieën met de groep. Als ze afzonderlijk worden gewaardeerd, is de som vaak hoger dan de beurswaarde van het conglomeraat.”

Bestuurders van conglomeraten staan steeds vaker onder druk om uit te leggen waarom ze een trits onafhankelijke activiteiten bij elkaar willen houden. Nieuw zijn de ideeën voor op- of afsplitsingen vaak niet. Bij Continental gingen concurrenten in de toeleveringsindustrie de Duitsers al voor. Sinds vorig najaar is het Amerikaanse Delphi opgesplitst in twee aandelen: Aptiv en Delphi Technologies. Het eerste bedrijf richt zich op de toekomstige trends in de branche zoals elektrisch en autonoom rijden. Delphi Technologies doet de klassieke aandrijfsystemen voor benzine- en dieselmotoren.

**HET OPKNIP-
PEN VAN EEN
ONDERNEMING
OF AFSTOTEN
VAN DOCHTERS
WORDT VAAK
GEZIEN ALS
EEN WONDER-
MIDDEL OM DE
AANDEELHOU-
DERSWAARDE
OP TE KRIKKEN**

MEER TE KIEZEN

Het opknippen van een onderneming of afstoten van dochters wordt vaak gezien als een wondermiddel om de aandeelhouderswaarde op te krikken. Beleggers zijn daar vaak voorstander van. Wie belegt in een conglomeraat, belegt automatisch ook in de rotte appels uit het bedrijf. Het opsplitsen geeft beleggers meer te kiezen. Ze kunnen hun portefeuille preciezer diversifiëren met bedrijven die scherp gefocust zijn op een enkele hoofdactiviteit.

Bestuurders lijken een opknip-scenario steeds vaker te zien zitten. Zeker in de hoogtijdagen van de beurs. Manuel Theisen is een van de bekendste Duitse corporate governance-experts. Hij wijst op de voordelen van herstructureringen voor het bestuur. “Afgesplitste bedrijven onder het dak van een

groter bedrijf worden verhandelbaar. Het biedt het bestuur de mogelijkheid om slechte of ongelukkige besluiten te verdoezelen door kroonjuwelen snel te verkopen. Een herstructurering kan gebruikt worden als een geldautomaat. Daarmee wordt het een instrument voor slechte managers om te overleven in de positie waarin ze zitten.”

Duitse ondernemingen staan erom bekend, gesloten te zijn. Veel ondernemingen zijn beursgenoteerd, maar met een grote familie als aandeelhouder met een doorslaggevende stem. Maar de Angelsaksische invloeden nemen toe. De schaar is tegenwoordig ook in de Duitse bestuurskamers een veel gehanteerd instrument.

Topman John Cryan reorganiseert de structuur van Deutsche Bank. Hij is vergevorderd met plannen om de afdeling vermogensbeheer een aparte notering te geven onder de naam DWS. In de auto-industrie zijn Continental en Daimler voorbeelden. Topman Dieter Zetsche is druk bezig met een studie naar het opknippen van Daimler in drie dochters met elk een beursnotering. Bij Siemens is Joe Kaeser sinds dag één driftig aan

het knippen. Het conglomeraat zal dit jaar als eerste stap de medische tak Healthineers afsplitsen en als losstaande entiteit naar de beurs brengen.

Hoogleraar Theisen zegt over de Duitse trend: “Het lijkt op een modegolf. Maar het is in werkelijkheid een terechte tegenreactie op een lange periode van dominantie van conglomeraten. Veel grote Duitse en internationale bedrijven zijn log en te ingewikkeld geworden. Ik betwijfel of ze überhaupt succesvol geleid en gecontroleerd kunnen worden. De omvang van een groot bedrijf wekt niet alleen nieuwe hebzucht op, maar het houdt ook fouten langer onzichtbaar.”

Von Engelbrechten benadert het positiever: “Het is zinvol als het management zich concentreert op kernactiviteiten. Balansen worden vaak verbeterd én werknemers kunnen beter worden gemotiveerd.” De manager van het Fidelity Germany Fund somt de succesvolle spin-offs en beursgangen op: EON en Uniper, RWE en Innogy, Bayer en Covestro, Wacker en Chemie-Siltronics en Siemens en Osram. “Bedrijven zien de successen en denken aan vergelijkbare stappen.”

Christian Strenger is expert in corporate governance en lid van raden van commissarissen. Hij zegt: “Voor hedgefondsen en private equity-bedrijven is het momenteel makkelijk om afsplitsingen van niet-rendabele onderdelen te eisen. Dat komt voort uit de huidige liquiditeit en transparantie van de markten, de makkelijke kredietverlening en het nulrentebeleid van de centrale banken. Of het in dit tempo doorgaat, hangt grotendeels af van de ontwikkeling van de aandelenmarkten en de rente”, aldus de hoogleraar.

KORTETERMIJNDENKEN

De vrees bestaat in Duitsland dat het kortetermijsdenken de overhand krijgt. In *Handelsblatt* stond onlangs een mooi voorbeeld waarin duidelijk werd welke sentimenten leven onder Duitsers. Grischa Brower-Rabinowitsch schreef: “Het gevaarlijkste aan de huidige hype over het opsplitsen van bedrijven is dat het vaak alleen wordt aangedreven door financiële belangen op korte termijn. En vaak

door beleggers die zich niets aantrekken van de waarden in het bedrijfsleven die we in Duitsland hoog hebben zitten.”

Volgens de commentator van de zakenkrant ondermijnt de export van het aandeelhouderswaardedenken naar Duitsland het stakeholderprincipe waarin de belangen van werknemers en de lange termijn zwaar worden gewogen. Een activistische belegger uit de VS staat volgens Brower-Rabinowitsch bijvoorbeeld onverschillig tegenover de belangen van klanten en werknemers. “Hij is geïnteresseerd in de snelle winst, het rendement.” Gevolg: fabrieken moeten sluiten, werknemers worden ontslagen en investeerders duiken met een volle portemonnee op “het volgende slachtoffer”.

“Dat is me te kort door de bocht”, zegt hoogleraar Thomas Hutzschenreuter. “Natuurlijk wordt soms waarde vernietigd met kortetermijsacties. Maar in een functionerende kapitaalmarkt worden beleggers die winsten maken door belangen van klanten, werknemers te negeren financieel gestraft, zoals het hoort.”

Hutzschenreuter waarschuwt dat duidelijk onderscheid gemaakt moet worden tussen een opsplitsing (*split-off*) en de verkoop van een onderdeel (*spin-off*). “Veel ondernemingen reorganiseren momenteel hun portfolio. Een complete

**DE SOM DER
DELEN IS VAAK
HOGER DAN DE
BEURSWAARDE
VAN EEN
CONGLOME-
RAAT**



Continental



Deutsche Bank



Mannesmann



opsplitsing van een onderneming zou ik nog geen trend willen noemen." Op de Technische Universiteit München deed hij onderzoek naar conglomeraten en bedrijven die belangrijke onderdelen verkochten. Meer dan 50.000 investeringen en desinvesteringen werden bekeken. Conclusie: er zijn succesvolle gespecialiseerde, gefocuste bedrijven én er zijn ook succesvolle gediversifieerde conglomeraten.

MISFIT

De hoogleraar zegt dat niet de aard van de onderneming doorslaggevend is maar de manier waarop het bedrijf wordt geleid en of de strategie wel tot uitvoer gebracht kan worden. "Als bijvoorbeeld een zeer gediversifieerd bedrijf wordt aangestuurd om synergiën te realiseren die er helemaal niet zijn, dan is er een misfit tussen enerzijds de strategie en de samenstelling van de bedrijfsportefeuille en anderzijds de manier waarop een bedrijf wordt geleid."

Chemieconcern Bayer was succesvol in 2004 met de afsplitsing van Lanxess dat nu marktleider is in speciaalchemie. Chemieconcern

Hoechst is een vaak aangehaald negatief voorbeeld. Na eindeloos opknippen bleef er eind jaren negentig weinig over van het belangrijke bedrijf met de roemruchte geschiedenis. De Duitse topman Jürgen Dormann werd door analisten en financieel journalisten op handen gedragen als visionair omdat hij rigoreus te werk ging. Maar feitelijk droeg hij het wereldconcern met 100.000 werknemers en een jaaromzet van twintig miljard euro ten grave. Beleggers schoten financieel niets op met de transformaties.

Hutzschenreuter geeft liever Mannesmann als voorbeeld hoe het niet moet. Het Duitse bedrijf wilde transformeren van staal naar telecom begin jaren negentig. Het had strategisch een gouden zet kunnen zijn. Maar het bedrijf kon de nodige investeringen niet dragen en werd een overnamedoelwit en vervolgens opgebroken door Vodafone. Een voorbeeld van een juiste en gezonde strategie is het huidige Siemens, aldus Hutzschenreuter. Het bedrijf brengt de gezondheidstak dit jaar naar de beurs. Maar dat is een strategische keuze. Om het geld hoeft Siemens

het volgens de hoogleraar niet te doen. Het zou de activiteit ook zelf kunnen financieren.

Activisten horen er tegenwoordig bij in Duitsland, zeggen de experts. Von Engelbrechten: "Het overgrote deel van de aandeelhouders in Duitsland is niet actief. Daarom kunnen actieve beleggers bij een hoge *free float* invloed uitoefenen."

Hutzschenreuter: "De eigenomsstructuren van Duitse beursgenoteerde bedrijven zijn de afgelopen jaren veranderd. Het aandeel institutionele beleggers en niet-Duitse beleggers is gestegen. Dit betekent ook een veranderd beleggersklimaat. Duitsland heeft een ander corporate governance-model en een andere cultuur maar de invloeden van het Angelsaskische model nemen toe."

De grootste activistische belegger in Europa meent dat conglomeraten hun langste tijd hebben gehad. In een interview met de *Financial Times* voorspelde Christer Gardell van Cevian Capital: "De klassieke conglomeraten vallen uit elkaar. Ze hebben ouderwetse structuren die steeds moeilijker te beheren zijn. Er is

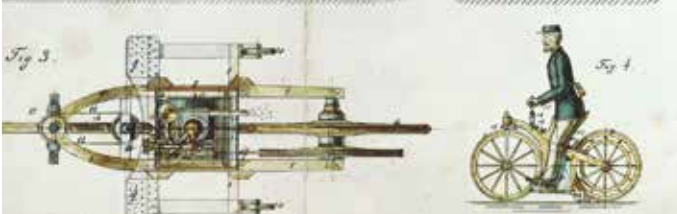
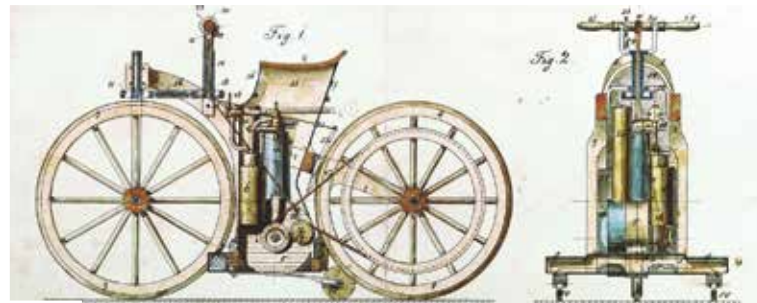
altijd een probleem bij een conglomeraat. De energie van management en bestuur concentreert zich op de problemen."

Volgens Gardell verwaarlozen bestuurders de activiteiten waarmee het wel goed gaat, waardoor deze uiteindelijk toch in problemen komen. "De belangrijkste trend in fusies en overnames in de komende vijf tot zeven jaar zullen splitsingen zijn. Ingewikkelde bedrijven zullen zichzelf vereenvoudigen door het afsplitsen van onderdelen. Conglomeraten zijn duidelijk ondergewaardeerd vanwege de complexiteit en bureaucratie die nodig is om ze te leiden. Als je hen daarvan kunt ontlasten, kun je ze veel beter laten presteren."

Continental wil mogelijk nog dit jaar afzonderlijke delen van het bedrijf naar de beurs brengen om te profiteren van hoge waarderingen. De Duitse miljardenonderneming leek zich niet gek gemaakt te hebben door de opkniphype. Von Engelbrechten is niet blind voor miskleunen, maar hij wijst ook op de goede resultaten van activistische beleggers in Duitsland. "Investeerdere zijn vaak succesvol met herstructureringen. Niet alleen in de VS, maar ook in Duitsland. Permira speelde een rol in de ommekeer van Hugo Boss en KKR en Permira bij Prosieben. Deze bedrijven zijn vertwintigvoudigd in waarde vanaf hun dieptepunt."

BESTUURDERS VAN CONGLOMERATEN VERWAARLOZEN VAAK DE ACTIVITEITEN WAARMEE HET WEL GOED GAAT WAARDOR DEZE UITEINDELIJK TOCH IN PROBLEMEN KOMEN

CONTINENTAL WIL MOGELIJK NOG DIT JAAR AFZONDERLIJKE DELEN VAN HET BEDRIJF NAAR DE BEURS BRENGEN OM TE PROFITEREN VAN HOGE WAARDERINGEN



Daimler



Siemens

— Column —
Handhaving in het effectenvak



Misdaad varieerde in de stad Haarlem tussen 1245 en 1615 van diefstal tot moord, maar omvatte ook ketterij en tovenarij.

De historicus Maarten Müller heeft in een fraai boek laten zien hoe de bestraffing ervan uiteen liep van 'vaderlijke raad' voor jonge dieven, bedelaars of vechtersbazen tot verbanning en doodstraf door ophanging of onthoofding al dan niet voorafgegaan door 'pijnlijke ondervraging'.

Ik las dat tegelijk met de waarschuwing van de Autoriteit Financiële Markten (AFM) dat het Nederlands Innovatiefonds vermoedelijk onjuiste informatie verstrekt. De toezichthouder zei "nog geen overtredingen te hebben vastgesteld, maar waarschuwt de consumenten al wel".

Als de sterke arm optreedt op basis van vermoedens tegen marktpartijen die geen overtredingen hebben begaan en daarbij de term "nog geen" gebruikt, begint het rechtsgevoel te piepen. Wij zien niet graag dat de politie ons in de boeien slaat als wij (nog) niets hebben gedaan, omdat een onderzoeker zo zijn vermoedens heeft. Maar na enig peinen kan ik in dit geval wel begrip hebben voor het handelen van de AFM. De waarschuwing aan beleggers doet mij denken aan de 'vaderlijke raad' die door de vroedschap van Haarlem als

sanctiemiddel werd ingezet. Ik ga er daarbij wel vanuit dat de AFM ruitelijk excuses aanbiedt als haar vermoedens ongegrond blijken.

Eveneens vind ik het goed dat de AFM het publiek waarschuwt voor de risico's rond bitcoins. Maar anders ligt het met imponeergedrag jegens onder haar toezicht staande instellingen. Binck Bank had aangekondigd beleggers de mogelijkheid te geven om te handelen in beursgenoteerde bitcoin-futures. Buiten kantoor tijd (op een zaterdag!) liet de AFM toen via een persbericht weten dat:

"beleggingsondernemingen een algemene zorgplicht hebben bij het aanbieden van bitcoin-futures". Binck zag de maandag daarop van zijn voornemen af. Mij zult U niet in de buurt van een bitcoin aantreffen, maar ik hecht er wel aan dat toezichthouders een wet afwachten alvorens ze die handhaven.



PAUL FRENTROP is expert op het gebied van corporate governance