

Altice Europe N.V.
Attn: The Board of Directors
Oostdam 1
3441EM Woerden



BY REGULAR MAIL AND BY E-MAIL

The Hague, December 4, 2020

Ref: PK/JJ/TA/GK 2020 007007

Re - Notice to Altice Europe N.V.'s management of European Investors-VEB's objections against its policy and conduct of business (art. 2:349 DCC)

Dear Madam, Sirs,

European Investors-VEB, the European Investors' Association (in Dutch: Vereniging van Effectenbezitters)/ (hereinafter collectively referred to as **European Investors-VEB**) would like to bring to the attention of Altice Europe N.V. (**Altice**) the following. In this letter European Investors-VEB will set out its objections against Altice's policy and conduct of business in relation to the recommended public offer (**Offer**) for all shares outstanding of Altice by Next Private B.V. (**Next Private** or **Offeror**).

We refer to Next Private's offer memorandum of November 24, 2020 (**Offer Memorandum**) as well as Altice's Position Statement dated November 24, 2020 (**Position Statement**).

European Investors-VEB is a not-for-profit and member-based organisation aiming to strengthen the representation of investors in Europe. European Investors-VEB has owned Altice shares since they were first publicly traded on Euronext Amsterdam. European Investors-VEB has been very critical of the course of affairs of Altice's management, in particular with respect to the Offer. We refer to the various critical publications on our website www.veb.net. Some of these publications are attached to this letter.

European Investors-VEB has taken notice of Lucerne Capital Management, LP (**Lucerne**)'s letter of November 29, 2020 setting out objections to Altice's policy and conduct of business within the meaning of Article 2:349 of the Dutch Civil Code (**DCC**).

Lucerne also sent a letter on October 1, 2020. Sessa Capital IM, L.P. (**Sessa**) sent a similar letter to Altice on November 1, 2020. Needless to say these letters and Altice's replies contain valuable information for the Altice shareholders. We urge Altice to make its replies to these letters publicly available as soon as possible.

Though European Investors-VEB endorses Lucerne's and Sessa's objections, please note that we have an independent position and we determine our point of view solely in the best interest of our constituents.

In paragraph 1 we set out European Investors-VEB objections against Altice's corporate governance. In paragraph 2 we urge the chairperson of the Altice EGM of January 7, 2021 (**EGM**) to take into account the relevant Dutch law concerning related party transactions. European Investors-VEB stresses that Mr. Drahi and/or legal entities controlled by Mr. Drahi should not be allowed under Dutch law to vote on the post-offer restructurings (**Post-Offer Restructurings**) measures during the EGM. European Investors-VEB is prepared to use all legal means to enforce this.

1. Corporate Governance

1.1 Fairness opinion – not credible and biased

LionTree advisors (**LionTree**) issued a fairness opinion to the non-executive directors of the Altice Board of Directors. In its fairness opinion, LionTree notes that it was involved in various previous transactions with the majority shareholder and the Offeror, Mr. Drahi. Also, it is explicitly stated that LionTree may seek to provide future services from (entities of) Mr. Drahi.

In its opinion, it is noted that LionTree did not conduct an independent evaluation of the Offer but solely relied on information provided by "the management of the Company". This fact alone is alarming; however, as only one of the four management board members – general counsel Natacha Marty – is independent this raises many questions on how this process could ever be adequately arranged/conducted.

As LionTree is clearly biased, has a clear financial interest in the consummation of the Offer as the principal portion of its fee is contingent upon successful completion of the transaction and LionTree explicitly states it did not conduct independent research, the credibility of its opinion is severely weakened. Therefore, we urge the non-executive directors of the Board of Directors to make sure a new fairness opinion is provided by a genuinely unbiased institution. The provider of a new opinion should at least take into consideration the vast improvement in the economic environment since the LionTree opinion was drawn up as well as Altice's recent strong third-quarter results.

The fact that the non-executive directors of the Board of Directors feel supported by LionTree's opinion of the Offer is outright baffling.

1.2 Abuse of dual share class

Due to the discrepancy in nominal value of Altice's A and B shares, it is incomprehensible that the non-executive board members have accepted Mr. Drahi to unilaterally lower the acceptance condition for the Offer, hence at his sole discretion.

The Offeror owns less than 50 percent of the outstanding shares but 78 percent of the nominal and voting rights as the group has issued a large number of B-shares which carry disproportionate voting rights, i.e. 25 times the voting rights of A-shares.

As the acceptance threshold may be unilaterally lowered, this, in essence, implies that even if not a single share is tendered, the Offeror could consummate the Offer and subsequently squeeze out minority shareholders.

The differing voting rights of A and B shares make it even more critical that Mr. Drahi and/or legal entities controlled by Mr. Drahi should not be allowed to vote on the Post-Offer Restructurings during the EGM, as stipulated by Dutch law.

1.3 Red flags – poor governance and related party transactions

There has been a long list of red flags with respect to the corporate governance structure of Altice. Altice has the most extensive list of any Dutch company with respect to not having implemented best-practice provisions of the Dutch Corporate Governance Code (DCGC). Not to mention the Offeror's voting agreement with some shareholders that stipulate to vote in favor of all items in the General Meeting proposed by Next Alt for a period of thirty (!) years.

Taken together the situation is extremely undesirable, even though deviations from the DCGC are disclosed in annual reports.

Furthermore, as eloquently pointed out in Lucerne's most recent letter, there is a multitude of related party transactions that are clearly to the detriment of minority shareholders. These range from a EUR 450 million rental agreement for office space between a Drahi entity and Altice to a brand licensing agreement. Also, recently a sales transaction was effectuated of a stake in an Altice business to an entity controlled by Mr. Weill.

We also highlight that Altice, as opposed to every other Dutch listed company, has set a threshold of 50 percent plus 1 for approving its remuneration policy. In doing so, the company explicitly deviates from the obligations under the Dutch implementation of the Shareholders Rights Directive II (SRDII).¹

1.4 Auditor – 'Corporate governance' identified a key audit matter

We note that 'Corporate governance' has been identified as a key audit matter by the Company's (previous) auditor Deloitte in its external auditor's reports on both the 2018² and 2019³ financial statements.

Key audit matters are those matters that, in the auditor's professional judgement, were of most significance in the audit of the financial statements.

Deloitte explicitly flagged 'corporate governance' as a material risk. Therefore, Deloitte concluded that Altice's corporate governance posed a risk of material misstatement in the financial statements.

In its statement regarding this issue, Deloitte explained that 'corporate governance' was a key audit matter "as the controlling shareholder has the power to control the decision making within the board".

¹ Directive (EU) 2017/828 of the European Parliament and of the Council of 17 May 2017 amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement [2017] OJ L132/1.

² Annual report Altice Europe N.V. 2018, p. 302 – 303.

³ Annual report Altice Europe N.V. 2019, p. 318 - 320.

As a consequence, the auditor made a direct association between the substandard corporate governance as applied by Altice and the potential financial implications for minority shareholders of such corporate governance.

We note that it is extremely unusual for an auditor of a listed company to include ‘corporate governance’ as a key audit matter and the observations made in this regard by Deloitte are unprecedented. Never before in The Netherlands did an external auditor ever flag this issue. In the case of Altice, however, it was included in two consecutive independent auditor’s reports.

1.5 Functioning of the non-executive board members

With respect to the functioning or lack thereof, of the non-executive board members the following can be considered a striking illustration.

Deloitte identified ‘corporate governance’ as a key audit matter for the first time during the audit of the 2018 annual accounts. Deloitte’s prime motivation appears to have been, as included in its explanation to this key audit matter, that during the 2018 financial year, a resolution regarding the approval of the remuneration for the company’s CEO was adopted despite the non-executives present at the meeting voted against this resolution.⁴

Following this internal resolution, the proposal was put on the agenda of the EGM held on 10 July 2018 and - unsurprisingly - adopted as expected considering the voting power of Mr. Drahi, the controlling shareholder and President of Altice Europe.

In this instance it became clear that the controlling shareholder at all times was willing to use - and indeed used - its disproportionate voting power⁵ to push through board decisions.

Following this decision by the controlling shareholder the non-executives board members concerned have not drawn conclusions from this specific event. Albeit in the course of 2018 two non-executive board members left and two new non-executive members were appointed, the departing non-executive board members did not resign as a direct consequence of dissent and/or discomfort with the controlling power of Mr. Drahi as the controlling shareholder. At the same time, Mr. Van Breukelen continued to serve as chairman.

This instance made it overly clear that the non-executive board is not fit for purpose and unable to exert effective countervailing power.

1.6 Fiduciary duty in light of the Offer

⁴ Annual report Altice Europe N.V. 2018, p. 303.

⁵ Altice’s articles of association (dated June 26, 2020) stipulate (Art. 21.5) that “*The President is entitled to cast a number of votes that equals the number of Board members entitled to vote, excluding the President, that is present or represented at that meeting, with the exception of resolutions concerning the suspension or dismissal of the Vice-President, in respect of which the President is entitled to one vote.*” Mr. Drahi has been President of Altice Europe N.V. since 8 June 2018.

See: <http://altice.net/sites/default/files/pdf/AENV%20-%20Articles%20of%20Association%20%28English%29%20-%202026.06.2020.PDF>

Specifically, with respect to the Offer, we stress that the independent non-executive board members fall short in fulfilling their fiduciary duty towards stakeholders, among whom predominantly minority shareholders.

Effectively, the Offer shows the controlling shareholder, with full knowledge thereof by the non-executive board, is able to exert its predominant control to the detriment of outside shareholders.

From the Offer documents it becomes clear that the non-executive board members have not been able to exert any influence whatsoever to make sure the controlling shareholder will behave in accordance with applicable laws and regulations.

The Post-Offer Restructurings concern an Asset Sale and a Triangular Merger. These Post-Offer Restructurings are put on the EGM agenda on agenda item 2(B) and 2(C). The Offeror has confirmed unambiguously in its Offer Memorandum that both the Offeror and Next Alt intend to vote their Listed Shares in favour of the Resolutions at the EGM. Hence, they confirm that they will vote in favour of the Post-Offer Restructurings to complete the Offer as soon as possible while this is clearly a violation of applicable Dutch company law, in particular art 2:169 sub 4 DCC.

The “Adverse Recommendation Change”, alternatively called the “Fiduciary Out”, cannot be considered an effective instrument for the non-executive board. It merely illustrates that the Offeror was by no means willing to accept a lower acceptance level threshold as was initially demanded by the non-executive board members. Furthermore, the concrete situations in which the Fiduciary Out can be effected are not specified in the Offer Memorandum and Position Statement.

Instead, Mr. Drahi was willing to accept this Adverse Recommendation Change, knowing that it will effectively be impossible for the non-executive board members to actually effect the Adverse Recommendation Change.

1.7 Offer price of EUR 4,11 per Altice share: opportunistic and too low

With adequate corporate governance in place, we have no doubt Next Private would not have succeeded in launching a recommended public offer at an offer price of EUR 4.11 per Altice share.

European Investors-VEB believes Next Private’s proposal is an aggressive and opportunistic move exploiting short-term pandemic-driven share price declines amid Altice’s steadily improving operational and financial performance. Equity analysts also almost unanimously pointed out the Offer was opportunistic and low.

While the price reflects a premium to the closing price before the offer announcement, it is a discount of nearly 40 percent compared to its February 2020 high. We note the vast majority of Altice’s peers recouped most or all of their share price declines since the Offer was launched.

During the third-quarter-results presentation, which exhibited a significant rebound in financial results, Altice confirmed its midterm free cash flow target of more than 1 billion euro. This essentially implies the Offeror will earn back its investment in less than five years.

As there is no (urgent) need or rationale to buy out minority shareholders, it is incomprehensible that the non-executive board members supported Next Private's opportunistic offer during a global pandemic.

The fact that Altice's share price consistently trades above EUR 4.11– closing price on December 3, 2020 EUR 4.49 – is also a strong signal that supports consensus that the offer price is too low.

2. Prohibition to vote by entities controlled by Mr. Drahi in EGM

Agenda-item 2(B) on the EGM concerns the Post-Offer triangular merger. Agenda-item 2(C) on the EGM concerns the Post-Offer Asset Sale.

The Asset Sale Agreement between Altice and Next Private is submitted for approval by Altice's shareholders in the EGM. Next Private is an entity controlled by Altice Europe's President, Mr. Drahi. Therefore, Next Private is a related party within the meaning of art 2:169 sub 4 DCC. This provision prohibits the participation of the related party in the decision-making concerning this transaction, i.e. Post-Offer Asset Sale. This prohibition to participate necessarily entails a prohibition to vote on this decision concerning the Post-Offer Asset Sale according to the Explanatory Notes introducing art. 2:169 sub 4 DCC.⁶ This prohibition is enacted in article 9c sub 4 of the Shareholders Rights Directive II.

Thus, Next Private as shareholder who is involved in a transaction with a related party is not allowed to participate in the decision-making and voting on this agenda-item concerning the approval of the Post-Offer Asset Sale.

We urge the chairperson of the EGM to take this into account when ruling in the sense of art. 2:13 DCC. We bring to the attention of Altice and the EGM's chairperson that any violation of art. 2:169 sub 4 DCC by voting of Next Private on the Post-Offer Asset Sale will make the decision voidable in the sense of art. 2:15 sub a DCC.

3. Conclusion

European Investors-VEB objects to Altice's policy and conduct of business as set out in this letter. Please note that this letter constitutes a notice in the sense of Article 2:349 of the Dutch Civil Code.

All of European Investors-VEB 's rights remain reserved, including in particular its rights to request (or intervene in any pending enquiry proceedings and request):

- (i) an investigation into Altice's policy and conduct of business;
- (ii) the suspension of voting on the resolution in the EGM (e.g. agenda-items 2(B) and/or the suspension of the voting rights of entities controlled by Mr. Drahi in the EGM and/or (individuals representing or related to) Mr. Drahi because of pushing through a full legal merger without offering a fair price to the minority shareholders in Altice;

⁶ Parliamentary Papers II, 2018/19, 35058, nr. 6, p. 8. See also T&C (Leijten), art. 2:169, aantek 4 sub b: 'Het onthoudingsvoorschrift betreft de goedkeuring van de transactie.'; R. Abma, 'Het voorontwerp van het wetsvoorstel ter implementatie van de herziene richtlijn aandeelhoudersrechten', *Ondernemingsrecht* 2018/107, par. 5.

- (iii) the prohibition of voting by entities controlled by Mr. Drahi in the EGM and/or by (individuals representing or related to) Mr. Drahi on the resolution in the EGM of agenda-item 2(C) because of violation of art 2:169 sub 4 DCC and
- (iv) the immediate appointment of one or more independent directors.

Furthermore, European Investors-VEB reserves the right to start summary proceedings in order to (among others) suspend the voting rights of entities controlled by Mr. Drahi on the agenda-items concerning the Post-Offer Restructurings in the EGM.

European Investors-VEB will put a copy of this letter on its website.

We look forward to receiving your reaction within five business days from the date of this letter. We are available for any further engagement if so desired.

Yours faithfully

P.M. Koster
CEO

European Investors-VEB

Attachments (in Dutch):

1. Scheve verhoudingen komen Altice-beleggers duur te staan, November 25, 2020;
2. Hoe grootaandeelhouder Altice kleine beleggers hoopt af te schudden, September 16, 2020;
3. Drahi haalt met schuld beladen Altice in stijl van de beurs, September 11, 2020.

European Investors - VEB

P.O. Box 240, 2501 CE The Hague, The Netherlands | Amaliastraat 7, 2514 JC The Hague, The Netherlands T +31 (0)70 313 00 00

I www.europeaninvestors.eu
E info@europeaninvestors.eu

I www.veb.net
E info@veb.net

IBAN NL90 INGB 0004470100
BIC INGBNL2A

CC 40408053
VAT NL002602702801

1. Scheve verhoudingen komen Altice-beleggers duur te staan

Datum

25 november 2020

Altice-bestuurder en grootaandeelhouder Drahi grijpt de coronacrisis maximaal aan voor eigen gewin ten koste van de overige aandeelhouders. Dat wordt bevestigd door het woensdag verschenen biedingsbericht waarin wordt toegelicht hoe hij Altice voor een bodemprijs van de beurs wil plukken. Ironisch genoeg zouden beleggers met de overname moeten instemmen als ze nog iets willen doen tegen de praktijken van Drahi.

Dat het bod van Altice-topman Drahi op ‘zijn’ kabelbedrijf Altice uitermate laag is, zal niemand bestrijden.

Een brede groep aandeelhouders bestempelde afgelopen maanden Drahi's bod als “opportunistisch” en “te laag”, sommige spreken zelfs over “onteigening van miljarden euro's aan aandeelhouderswaarde” en dreigden met een gang naar de rechter.

Aandeelhouders mogen misschien niet snel tevreden zijn met de hoogte van een overnamebod, in geval van Altice is de situatie uitermate pijnlijk.

Eerst de prijs. Uit het nu gepubliceerde biedingsbericht blijkt de topman eind augustus een eerste bod te hebben gedaan van 3,93 euro per aandeel. De niet-uitvoerende bestuurders van Altice vonden dat geen ‘voldoende overtuigende propositie’, maar na enige gesoebat stemden zij wel in met een prijs van 4,11 euro.

Dat is ruim een derde onder de koers van nog geen half jaar eerder, vlak voor de coronapandemie uitbrak. Vergelijkbare aandelen, zoals dat van het Franse telecombedrijf Iliad, hebben de koersschade als gevolg van het virus alweer ruimschoots ingelopen.

Ook Altice zal als een van de winnaars uit de crisis komen. In het derde kwartaal bleken de resultaten alweer in de lift te zitten. De onderneming rekent er nog steeds op dat het over een paar jaar één miljard euro aan vrije kasstroom per jaar behaalt. Ter vergelijking: tegen 4,11 euro per aandeel bedraagt de totale aandelenwaarde ongeveer 5 miljard euro.

Drahi heeft al 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 verhandelbare 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 moeten 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, is eigenlijk nihil. 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 binnen hengelen 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.

Stem voor de overname om de mogelijkheden tot verzet te houden. Dat is het wonderlijke gevolg van de puinhoop in zeggenschap die Patrick Drahi afgelopen jaren heeft gecreëerd.

2. Hoe grootaandeelhouder Altice kleine beleggers hoopt af te schudden

Datum 16 september 2020

De kleine Altice-beleggers hingen er altijd al een beetje bij. Maar door een scheve verdeling van stemrechten op de aandelen lopen zij nu het risico een inferieur bod te krijgen. De vruchten van het vers ingezette herstel zullen in dat scenario volledig geplukt worden door grootaandeelhouder Drahi.

Zelden waren analisten zo eensgezind als afgelopen vrijdag.

Zonder uitzondering bestempelden zij het bod van Altice-oprichter, grootaandeelhouder en president Patrick Drahi als “opportunistisch” en aan de lage kant. Het bod van 4,11 euro per aandeel ligt ruim een derde onder de koers van nog geen half jaar geleden, vlak voor de coronapandemie uitbrak.

Maar beleggers die hopen op aandeelhoudersverzet en een hoger bod zouden bedrogen kunnen uitkomen. Sinds Altice Europe circa zes jaar geleden een notering aan de Amsterdamse beurs kreeg, is de wil van Drahi wet.

En bij het slotakkoord lijkt dat niet anders te zijn.

Twee maten

Drahi – of eigenlijk zijn investeringsvehikel Next Alt – laat weten dat het [bod](#) hoe dan ook zal worden doorgezet als minimaal 95 procent van het aandelenkapitaal zal worden aangemeld. Via een zogenaamde uitkoopprocedure kan snel daarna de overige 5 procent worden verkregen.

Aangezien Drahi al 77,6 procent van het aandelenkapitaal bezit, is die horde makkelijker te nemen dan bij de meeste openbare biedingen op Nederlandse bedrijven in de laatste jaren het geval was. Maar Altice’s aparte aandeelhoudersstructuur maakt dat er van een echt obstakel eigenlijk helemaal geen sprake meer is.

Dat zit zo. In de zomer van 2015 werd in een speciale aandeelhoudersvergadering in Luxemburg het kabelbedrijf van een Luxemburgse entiteit omgekat in een Nederlandse NV. Op de agenda stond ook het naar Nederlandse standaarden onorthodoxe voorstel om naast de normale aandelen uit het niets nieuwe B-aandelen te creëren. Die bijzondere stukken kregen 25 keer zo veel stemrecht.

Drahi verkreeg het leeuwendeel van de B-aandelen. De B-aandelen die naar de andere aandeelhouders gingen werden in veel gevallen door hen al weer snel verkocht of omgeruild voor de A-variant omdat die stukken beter verhandelbaar zijn.

Dat wreekt zich nu. Van de nog vrij verhandelbare aandelen – lees: niet in handen van Drahi – staan circa 27 miljoen B-aandelen uit tegenover maar liefst 636 miljoen A-aandelen. Het veel kleinere aantal B-aandelen heeft meer stemrechten dan alle A-aandelen bij elkaar.

Op zoek naar B

Het laat zich raden dat Drahi zich vooral zal inspannen om B-aandeelhouders te overtuigen hun stukken aan te melden voor zijn bod.

Doordat veel B-aandelen in handen zijn van een paar grote beleggers – volgens het AFM-register bezitten [Fidelity](#) en het [Europacific Growth Fund](#) respectievelijk bijna 8 miljoen en 14 miljoen stukken – levert dit snel meer stemkapitaal op. Het is niet uit te sluiten dat het contact met deze partijen al is gelegd.

Als Drahi deze houders van B-stukken naar zijn kamp weet te trekken, hoeft nog slechts circa 55 procent van de A-aandeelhouders in te stemmen om de grens van 95 procent te slechten.

Meer fratsen

Maar zelfs als Drahi er niet in slaagt die krappe meerderheid van het A-kamp te overtuigen, zijn er andere routes om Altice volledig in handen te krijgen.

Die grens van 95 procent is namelijk niet in beton gegoten. In het persbericht is te lezen dat “van die grens kan worden afgeweken in overleg met Altice Europe”.

Wat rekenwerk laat zien dat als de horde wordt verlaagd er al vrij snel geen meerderheid van het A-kamp nodig meer nodig is.

Indien de 95 procent niet wordt gehaald is een uitkoopprocedure – de meest galante route om aandelen te bemachtigen – niet meer mogelijk. Maar ook als Drahi slechts beschikking krijgt over – noem eens wat – 85 procent van het aandelenkapitaal zijn er uitrookmogelijkheden te bedenken. Denk aan een activa-passiva-transactie, waarbij – kort gezegd – alle bezittingen en schulden in de Altice-holding worden overgeheveld naar een nieuwe entiteit.

In het persbericht wordt expliciet gemeld dat aandeelhouders die niet aanmelden rekening moeten houden met dit soort strapatsen.

Slechte combinatie

In het verleden heeft de VEB zich meermaals uitgesproken over het belangenconflict dat ontstaat als een bestuurder/commissaris en grootaandeelhouder een bod doet op aandelen (bijvoorbeeld Unit4, Mediq, TMC).

Bij Altice wreekt zich nu dat een groot deel van de beleggers feitelijk als tweederangs aandeelhouders wordt behandeld. Te meer omdat het bod van Drahi op de aandelen ronduit mager is.

Hieronder worden drie redenen gegeven waarom het bod als mager is te bestempelen.

1. Herstel niet meegenomen in bod

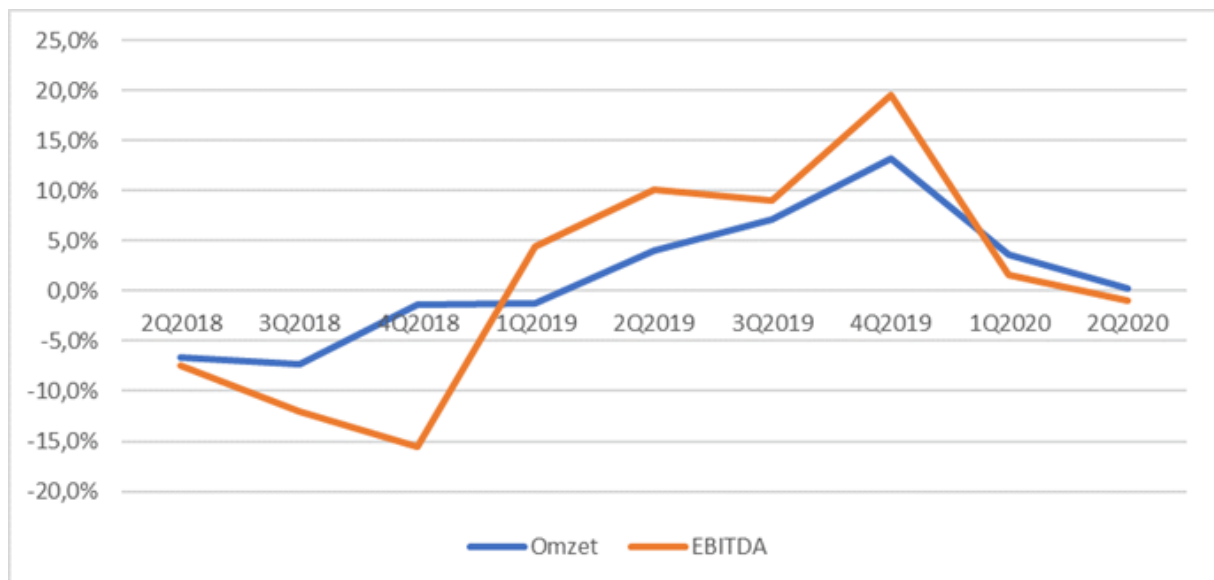
De belangrijkste markt voor Altice is Frankrijk, goed voor driekwart van de jaaromzet van bijna 15 miljard euro vorig jaar. Maar tot voor kort was het geen feest om grote speler in Frankrijk te zijn in mobiel bellen, internet en tv. Er was sprake van misschien wel de grootste vechtmart van Europa, onder meer omdat de toezichthouder de deur wagenwijd open had gezet voor de komst van een agressieve vierde speler, die de markt op zijn kop zette met stunttarieven en andere promoties.

Altice kampte met hetzelfde probleem als KPN dat massaal klanten zag overstappen naar de goedkopere aanbieder Tele2. En eigenlijk was de situatie ernstiger omdat de Fransen structureel te weinig hadden geïnvesteerd in de kwaliteit van het netwerk en proposities

(bijvoorbeeld zenderaanbod van tv) waardoor de leegloop van klanten nog extremer was.

Tot twee jaar geleden. Door de klant weer belangrijk te maken – onder meer door Champions League rechten te kopen en sneller internet – droogde de opzeggingenstroom op. De omzet krabbelde langzaam op en – onder meer door bezuinigen – ging het bedrijfsresultaat nog een tandje harder omhoog (ebitda, winst voor belastingen, rente en afschrijvingen).

Grafiek: omzet en EBITDA-herstel in Frankrijk tot corona-uitbraak



Bron: Altice kwartaalcijfers

De pandemie neemt een hap uit het herstel – al werd de groei nauwelijks negatief. Maar alles wijst er op dat sprake is van een tijdelijk fenomeen.

De hardste klap werd uitgedeeld vanwege winkelsluitingen waardoor de verkoop van bundels kort tijd helemaal stilviel. De mediatak wordt ook geraakt, voornamelijk door de terugval in advertentie-inkomsten en uitgestelde sportwedstrijden, maar dit is slechts 5 procent van de omzet.

Veel relevanter lijkt dat de vier Franse telecomspelers er (eindelijk) achter zijn gekomen dat op de langere termijn alleen de klant wijzer wordt van stuntprijzen. Bij de halfjaarcijferpresentatie van 30 juli sprak topman Alain Weill van een “goede balans tussen de vier operators in de markt”.

Altice meldde dat het mobiele klantenbestand met bijna 100 duizend was gegroeid in het tweede kwartaal. En dat in Frankrijk de abonnementsstarieven “substantieel” zijn verhoogd in de laatste weken.

“De markt voorziet een duidelijk herstel van de ARPU”, aldus Weill. De ARPU –average revenue per user, of omzet per gemiddelde klant – is een cruciale maatstaf in telecomland omdat deze aangeeft of de prijzen kunnen worden opgeschroefd.

De vruchten van winst- en omzetherstel zullen na een succesvolle coup volledig in de

portemonnee van Drahi terecht komen.

2. Hoge schuld versterkt informatie-asymmetrie

Het ongelukkige bestaan van Altice op de beurs kan niet los gezien van de – op het oog – uit het lood geslagen balans.

De ondernemingswaarde bedraagt circa 34 miljard euro, waarvan bijna 30 miljard euro uit (netto)schuld bestaat. Dat hoge schulden pijn kunnen doen zal weinig Altice-beleggers zijn ontgaan toen het slecht ging. Doordat rentekosten doorliepen en door werd gegaan met schuldaflossing fungeerde het aandelenkapitaal als een soort boksbal die alle verliezen moest opvangen.

Maar het hefboomeffect lijkt nu langzaam in het voordeel van aandeelhouders te draaien. En dan kan het hard gaan.

Het bod van Drahi waardeert Altice op zes keer het twaalfmaands brutobedrijfsresultaat (EBITDA) van 5,6 miljard euro. Maar stel nu dat Drahi het lukt om in de luwte de multiple op te krikken tot 7 keer het bedrijfsresultaat, bijvoorbeeld omdat hij er in slaagt – zoals het doel is – de kasstroom fors te verbeteren.

Tabel: illustratief impact hogere waardering multiple

Ondernemingswaarde (EV)	€	33.739	€	39.242	€	44.848
Nettoschuld	€	28.589	€	28.589	€	28.589
Beurswaarde	€	5.150	€	10.653	€	16.259
12-maands EBITDA	€	5.606	€	5.606	€	5.606
EV/EBITDA		6,0		7,0		8,0
uitstaande aandelen		1253		1253		1253
per aandeel	€	4,11	€	8,50	€	12,98

Bron: Altice kwartaalcijfers, Bloomberg

Doordat de schuldverschaffers niet meeprofiteren levert deze bescheiden hogere multiple al snel een prijs per aandeel op die al twee keer zo hoog ligt als het bedrag dat Drahi nu bereid is neer te leggen.

In het persbericht wordt bovendien gemeld dat Drahi het bod wil financieren met een lening van BNP Paribas. Het lijkt aannemelijk dat Drahi niets in de weg staat zodra hij alle aandelen in handen heeft om de nieuwe leningen op de al bestaande schuldenberg te gooien. Het maakt de hefboom nog groter.

Schulden zijn vooral gevaarlijk als je niet weet wat je aan het doen bent. Drahi zou – zeker gezien de enorme informatievoorsprong op de kleinere aandeelhouders – wel eens in een andere categorie kunnen vallen. Dan word je snel (nog) rijk(er).

3. Kassa bij elke herfinanciering

Nog niet eens zo heel lang geleden was er zoveel wantrouwen onder obligatiebeleggers dat Altice zijn verplichtingen niet kon nakomen dat (eventjes) de effectieve rente op sommige obligaties boven de 9 procent belandde.

Sindsdien zijn er heel wat stappen gezet om Altice op de rails te krijgen. Die inspanningen – toegegeven: met hulp van centrale bankiers die de geldkraan vol open draaien – vertalen zich in almaar dalende rentelasten. De kosten van vreemd vermogen zijn afgenomen van meer dan 6 procent in januari 2018 naar 4,8 procent medio 2020.

Het zou zo maar kunnen dat dit percentage verder zal zakken. Nog vorig jaar kon Altice een deel van de uitstaande schulden herfinancieren tegen 2,5 procent, het laagste niveau voor het bedrijf ooit.

Een van de redenen dat Drahi tot de rijkste mensen op aarde behoort is dat hij meester is in het structureren van schulden om rente en belastingen omlaag te krijgen. Hij is ongetwijfeld al aan het uittekenen wat hij op dit vlak met Altice gaat doen als hij 100 procent van de aandelen bezit.

VEB eist extra waarborgen van commissarissen in overnameproces

-Slecht ondernemingsbestuur (governance) staan goede prestaties altijd in de weg, maar in de overnamesituaties laat het zich echt wreken. Er zijn vooral vraagtekens of het bod werkelijk in “het beste belang is van de aandeelhouders is”, zoals het persbericht vermeldt.

-Bij de onderhandelingen over het bod van de Altice-president waren slechts één uitvoerend bestuurder – bedrijfsjurist Natacha Marty, ook nog eens pas twee jaar geleden benoemd – en de vier commissarissen betrokken. De andere drie uitvoerende bestuurders waren vanwege hun banden met Drahi en flinke aandelenpakketten geconflieerd en hebben volgens het bedrijf niet meegepraat met het bod.

-Gezien de bijna unanieme reactie uit de markt dat het bod niet het volle potentieel van Altice reflecteert, roept de VEB de vijf bestuurders op om in heronderhandeling te gaan over de voorwaarden van het bod.

-Gezien het eminente belangenconflict dat speelt bij dit bod zouden de commissarissen ook niet moeten accepteren dat het aanmeldingspercentage waarbij het bod gestand wordt gedaan lager mag komen te liggen dan 95 procent. Alleen zo kan worden gewaarborgd dat ten minste een kleine meerderheid van de A-aandeelhouders akkoord is met het bod.

Tweedrang aandeelhouders

-Het is gezien de zeer matige prestaties op de beurs de vraag of ze zouden komen, maar er zal geen afscheidsfeestje voor aandeelhouders door Altice worden georganiseerd. Eén van de redenen voor de exit is dat dan geen aandeelhoudersvergadering meer hoeft te worden gehouden. Dat is vrij brutaal. De grote baas schitterde immers altijd in afwezigheid en liet zijn honneurs waarnemen door medebestuurders.

-Die vergaderingen waren toch voor de Bühne omdat vanwege het grote belang van Drahi en een onorthodox vetorecht voor bestuursbesluiten de stemuitslagen vooraf al vast stonden. De scheve machtsverhoudingen binnen Altice waren vorig jaar zelfs zo'n flagrante schending van de beginselen van goed ondernemingsbestuur dat de accountant er een opmerking over maakte in het jaarverslag.

-Altice wordt door Drahi de facto als familiebedrijf gerund, waarbij de belangen van andere aandeelhouders niet serieus worden genomen. In dat licht is een aanstaand beursvertrek misschien niet eens zo heel betreuenswaardig, maar wel pas als Drahi een faire prijs betaalt.

3. Drahi haalt met schuld beladen Altice in stijl van de beurs

Datum

11 september 2020

Bij Altice Europe is hét onderwerp waar het al sinds de beursgang in 2014 altijd over gaat de grote schuldenberg. Voor oprichter en grootaandeelhouder Patrick Drahi is dat een hoofdreden om het bedrijf nu weer van de Amsterdamse beurs te halen.

Het bod op Altice Europe werd vrijdag bekendgemaakt. Drahi biedt via een vehikel dat hij controleert 4,11 euro per aandeel. Dat waardeert de onderneming op ongeveer 4,9 miljard euro.

Het lijkt een ruime premie op de beurskoers van de dag ervoor, maar het bod kan na de recente koersdaling ook als ‘opportunistisch’ worden gekenschetst. In februari stond de koers nog ruim boven de 6 euro per aandeel. De premie over de gemiddelde koers van de laatste 180 dagen bedraagt slechts 16,5 procent.

Bovendien gaat het vermoedelijk niet slecht bij Altice. Er was natuurlijk enige impact van corona omdat de winkels gesloten moesten blijven. Maar over het algemeen zijn kabel- en telecombedrijven winnaars geweest in de crisis. De tweede kwartaalcijfers waren ook duidelijk beter dan verwacht. De guidance voor 2020 werd bevestigd en er zou inkoop van eigen aandelen komen als de leverage ratio onder de 4,5 zou geraken (die is nu rond de 5). Op de middellange termijn wordt een vrije kasstroom van minimaal 1 miljard euro verwacht.

Belangenconflicten

Het bestuur van Altice steunt de overname en concludeert dat het bod ‘fair’ is en een aantrekkelijke premie biedt. Bij deze beslissing waren drie van de vier uitvoerende bestuurders echter niet betrokken omdat ze een belangenconflict hebben. Dit gold voor president Drahi, maar ook voor vice-president Dennis Okhuijsen en voor bestuursvoorzitter Alain Weill. Naast grootaandeelhouder Drahi zullen ook Okhuijsen en Weill grote aandelenpakketten hebben.

Naast de vier uitvoerende bestuurders is er nog een viertal ‘non-executive’ leden en die zouden volgens Altice allemaal onafhankelijk zijn en wel betrokken zijn geweest bij de onderhandelingen.

Hier valt nog wel iets op af te dingen. Nicolas Paulmier was board member bij Numericable, een entiteit die gelieerd is aan Altice, tot 24 juli 2014. Volgens de strikte code-definitie betekent dit dat Paulmier tot vijf jaar nadat hij de bestuursfunctie neerlegde afhankelijk was. Vanaf 25 juli 2019 wordt de man dus geclassificeerd als onafhankelijk.

Alles bij elkaar blijft het de vraag of de vier non-executives en slechts één uitvoerend bestuurder voldoende was om in dit proces het onderste uit de kan te halen voor de minderheidsaandeelhouders.

Hoe aantrekkelijk het bod werkelijk is voor deze groep zal ook afhangen van het moment waarop is ingestapt. Voor wie kort voor de coronacrisis kocht is het niet zo’n goede deal. Het bod is grofweg 29 procent lager dan de koers begin dit jaar. Het aandeel heeft de afgelopen jaren echter flink gefluctueerd en daarbij ook periodes duidelijk lager gestaan.

Betere toegang tot krediet

Juist die fluctuaties zijn een van de hoofdredenen om het bedrijf nu van de beurs te halen. In de aankondiging wordt gesteld dat het bedrijf zonder de koersfluctuaties een betere toegang zal krijgen tot bankkrediet en de obligatiemarkten. Dit zou de rentelasten moeten verlagen.

Daarnaast zou Altice zonder beursnotering beter in staat zijn een 'efficiënte kapitaalstructuur' te realiseren. Aangezien een bedrijf zonder beursnotering niet zo makkelijk aandelenkapitaal kan ophalen, is het niet ondenkbaar dat het de bedoeling is de schuldfinanciering te vergroten.

Naam Altice werd synoniem voor schuldenberg

Eventuele nieuwe schuld komt bovenop de bestaande schuldenberg. Altice had halverwege dit jaar een totale nettoschuld van 29 miljard euro. Vorig jaar bedroeg de nettoschuld 5,5 keer de bedrijfswinst (nettoschuld/ebitda). Dat is meer dan twee keer zo hoog als gebruikelijk voor een beursgenoteerde onderneming. Deze grote hefboom maakte het aandeel bovengemiddeld riskant voor particuliere beleggers die in Amsterdam posities in Altice innamen.

Het bod wordt gefinancierd met een lening bij BNP Paribas. De Franse bank heeft krediet beschikbaar gesteld voor zowel het bod als de transactiekosten. Aangezien de naam Altice sinds de beursgang in 2014 bijna synoniem is geworden voor het woord schuldenberg, kunnen we daarmee zeggen dat het bedrijf in stijl van de beurs vertrekt.

En gezien de achtbaanrit die veel beleggers mee hebben mogen maken met dit aandeel zonder dat zij ooit echte zeggenschap hadden bij het bedrijf was het misschien beter geweest als Altice nooit op de beurs was verschenen. Een bedrijf met zo'n zwakke balans, wisselvallige financiële prestaties en discutabele governance hoort daar eigenlijk niet thuis.