

## TWEE MINNEN

### – OVERNAMES ZIJN RISCOFACTOR

Havas' groeimodel leunt zwaar op overnames. Dat laat zijn sporen na in de boekhouding. De goodwill van 2,5 miljard euro op de balans ligt bijvoorbeeld ruim boven het eigen vermogen van bijna twee miljard euro. De goodwillpost geeft het verschil weer tussen de overnameprijs die Havas telkens betaalde en de reële waarde van de overgenomen (netto)bezittingen. In een scenario waarin overnames onvoldoende renderen, kan een afboeking op deze zachte activa onvermijdelijk zijn. Dat hakt dan flink in op het eigen vermogen.

Beleggers moeten ook even scherp blijven bij het gebruik van alternatieve winstbegrippen. Zo publiceert Havas een aangepast ebit-cijfer, waarin reorganisatiekosten en nabetalingen (*earn outs*) buiten beschouwing worden gelaten. Die aanpassing poetst de winst jaarlijks met 20 miljoen euro op. Het levert een plus op in de winstmarge van circa één procentpunt. Gezien Havas' M&A-verleden en overnameambities in de toekomst is het hoogst twijfelachtig of hier sprake is van eenmalige kosten.

### – FLINKE BLOOTSTELLING AAN EEN PAAR GROTE KLANTEN

Havas is kwetsbaar voor het wegllopen van grote klanten. Dat is geen theoretisch risico, zo meldde het prospectus. "De op een na grootste klant van Havas, die 2,9 procent van de netto-omzet in 2023 vertegenwoordigde, schoof het grootste deel van het budget richting grote internationale concurrenten". Het verlies van die ene klant, Pfizer, is de reden dat de omzet vorig jaar stagneerde. De tien grootste klanten zijn goed voor bijna 22 procent van de omzet. Vooral het verlies van Sanofi, 8 procent van de omzet, zou dramatisch zijn.

zijn loyaliteitsaandelen omstreden, omdat ze zorgen voor ongelijke behandeling van aandeelhouders. In het prospectus doet Havas geen enkele moeite zijn ware intenties te verhullen. De keuze voor de NV-vorm betekent dat het "in de best mogelijke positie is het aandelenkapitaal te stabiliseren, waarmee de continuïteit voor klanten en talent het best gewaarborgd is". In gewoon Nederlands: het bedrijf en de Bolloré-familie willen geen last hebben van mopperende aandeelhouders die de prestaties of governance bekritisseren. De disciplinerende werking die externe aandeelhouders in een

**DE  
VERDEDIGINGS-  
TRUCS VAN  
HAVAS BLIJVEN  
NIET BEPERKT  
TOT ONGELIJK  
STEMRECHT**



goed functionerende *checks and balances*-structuur kunnen uitoefenen, is er simpelweg niet.

De verdedigingstrucs van Havas blijven niet beperkt tot ongelijk stemrecht. Het bedrijf tuigde ook een beschermingsstichting op. Die Stichting Continuïteit is volstrekt uniek in haar soort en werkt wezenlijk anders dan op de Nederlandse velden gebruikelijk is. Het effect is overigens hetzelfde; een vijandige bidder kan na de interventie van de stichting nooit grip krijgen op het Havas-concern.

De stichting beschikt over één preferent aandeel (pref). Die pref geeft het stichtingsbestuur bijzondere zeggenschapsrechten bij een onwelgevallige overname, voor de maximale duur van liefst acht jaar. Kort en wel kan de stichting ingrijpen door een bidder buitenspel te zetten als een vijandige overname lijkt te gaan slagen.

Opmerkelijk aan de constructie is dat het bijzondere

aandeel van de stichting geen directe zeggenschap geeft op het niveau van het beursgenoteerde holdingbedrijf. In plaats daarvan kan de stichting de absolute macht naar zich toetrekken bij de Franse dochteronderneming Havas S.A.S, waarin alle operationele activiteiten van Havas zitten.

Het in stelling gebrachte afweergeschut illustreert haarfijn dat Vivendi, Havas en oprichtersfamilie Bolloré geen boodschap hebben aan de tucht van de markt. Het gezonde uitgangspunt *one share one vote*, waarbij elk aandeel één stem heeft, wordt met voeten getreden. Zo is de tegenmacht vakkundig uitgeschakeld en regeert de Bolloré-familie. De korting precies kwantificeren is lastig, maar het is logisch dat beleggers een lagere waardering willen betalen voor aandelen van bedrijven waar de grootaandeelhouder de dienst uitmaakt.

