

E(ffe)V(lug)C(ashen)?

In hun streven markten te outperformen, kan aan beleggers een zekere mate van creativiteit niet worden ontzegd. Het proberen de markten te verslaan is in theorie een zinloze bezigheid. De pogingen ertoe zorgen er echter juist voor dat de markten min of meer efficiënt blijven.

Een op papier wel zeer kansrijke strategie is de selectie van overnamekandidaten. Indien men namelijk juist gokt, zal er snel een overnamepremie van gemiddeld zo'n 35-50% worden geïncasseerd. Maar de kristallen bol waarover velen menen te beschikken, blijkt in de praktijk van matglas te zijn. Hoewel iedereen wel eens een keer gelijk heeft, blijft men onvermijdelijk zitten met een aantal 'eeuwige' overnamekandidaten zoals Crown van Gelder, Wessanen of Batenburg. Die missers zorgen ervoor dat de performance van de portefeuille op langere termijn weer in lijn komt met het marktgemiddelde.

Een verfijning van deze strategie wordt gevolgd door arbitrageanten, die pas toeslaan als een bod daadwerkelijk wordt aangekondigd. De koers kruipt dan onmiddellijk richting het bod maar een speelruimte van 3 tot 5% is niet ongewoon. Als we dan bedenken dat tussen de aankondiging en afwikkeling meestal circa 2 maanden zit, dan levert dat dus 18 tot 30% rendement op. Veel meer dan een gemiddeld beursjaar de belegger te bieden heeft.

Toch zit aan dit ogenschijnlijke 'gratis geld' ook een smetje. Immers de aankondiging van een bod vindt plaats op het moment dat de verwachting gerechtvaardigd is dat er overeenstemming zal worden bereikt. Zekerheid is er dus niet. Belangrijkste boosdoener is de uitkomst van het zogeheten due diligence onderzoek. Dit boekenonderzoek moet vooral uitsluitend geven over de aanwezigheid van lijken in de kast. Het is de belangrijkste reden voor het alsnog afblazen (of verlagen) van een voorgenomen bod. De 'free lunch' verandert dan in arbitrage-leed want deze informatie leidt stevast tot een terugval van de beurskoers tot die van voor de aankondiging (of zelfs aanzienlijk lager).

De titel van deze column refereert aan een situatie in 2000, toen Vestolit een bod wilde uitbrengen op EVC International. De koers van deze PVC producent schoot omhoog van circa 11 naar 16 euro. Toen de bieder echter de boeken mocht inzien, haakte hij al snel af. Tot overmaat van ramp kwamen er zware financiële problemen van het bedrijf boven tafel. Van de koers bleef weinig meer over. Via 11, 8 en 4 euro werd vorig jaar zelfs een tijdelijk dieptepunt van 0,50 bereikt. Ook arbitrageanten die gelijk na het afblazen van het bod direct verkochten, boekten koersverliezen van een kleine 30%. Daar moeten dus weer 6 tot 10 goeie transactie tegenoverstaan om quitte te spelen. Ook bij de recent afgeblazen overname van Blijdenstein-Willink door Hunter Douglas moesten de procenten-jagers op de pijnbank plaatsnemen.

Het risico op het voortijdig afblazen van het bod heeft echter ook een keerzijde. Het immers niet denkbeeldig dat het eerste bod een concurrerend (hoger) bod van een andere partij uitlokt. Ook is het mogelijk dat een biedende partij onvoldoende stukken krijgt aangeboden om de beursnotering te beëindigen (minimum-eis is 95%). Dan kan zij alsnog besluiten het bod te verhogen om twijfelaars en dwarsliggers over de streep te trekken. In beide gevallen slaan de speculanten natuurlijk een bovenmatig goede slag.

Of de combinatie van mislukte en verhoogd biedingen in een portefeuille uiteindelijk een buitengewoon rendement oplevert, hangt van de specifieke situatie af. Feit is dat doorgaans risico-mijdende beleggers het spelletje vol overgave spelen. Wel kunnen er twee lessen worden geleerd uit het bovenstaande.

Allereerst kunnen echt risico-averse beleggers wachten op de aankondiging dat er definitief overeenstemming is bereikt over het bod. In zo'n geval heeft het due diligence onderzoek dus niet tot zwaarwegende negatieve conclusies geleid. Uiteraard kruipt de koers dan nog dichterbij het voorgenomen bod aan maar dat is de prijs die men

graag betaalt voor het mindere risico. Grote voordeel is echter dat er van de eerstgenoemde termijn van twee maanden al gauw de helft is verstreken. Zelfs als er nog maar 1% tussen huidige koers en de hoogte van het bod zit, levert dit op jaarbasis 12% rendement. Bij de huidige rentestand ongeveer vier keer de opbrengst van een spaarbankboekje.

Ten tweede zijn aangekondigde overnames die worden gedaan door het zittend management (en bij voorkeur grootaandeelhouders) qua risicoprofiel er een met een gouden randje. Dit was bijvoorbeeld bij Volker Wessels het geval. Zonder de uitkomsten van een due diligence af te hoeven wachten, kan men al concluderen dat het wel goed zit. Anders zou het zittend management (dat een informatievoorsprong heeft op de markt) immers niet geïnteresseerd zijn het bod uit te brengen. Belangrijker is echter dat met een negatieve uitkomst van een due diligence het zittend management zichzelf niet alleen een onvoldoende geeft maar ook een brevet van onvermogen. Men concludeert dan immers onomstotelijk dat men zelf de situatie niet onder controle heeft (had). Het extra rendement dat het arbitreren bij dergelijke biedingen oplevert, kan in strijd met de theorie, wellicht de enige vorm van gratis geld op de financiële markten zijn.