

rendement naar beneden getrokken door een tiental faillissementen, maar in veel gevallen werden bedrijven ook overgenomen tegen een koers die onder de introductiekoers lag. Een kleine 60 procent van de ondernemingen – 35 van de 60 – boekte een negatief rendement in het gehele beursbestaan.

Iedere overname heeft zijn eigen verhaal, maar toch zijn er rode lijnen te ontdekken in fondsen die goed en slecht presteren tussen de beursintroductie en de exit.

MATIG RENDEMENT 1: GEEN STRATEGIE

De grootste teleurstellingen zijn te vinden bij bedrijven met een ondoordachte strategie en onkundig management. De overname kan gezien worden als een mechanisme om slecht management te vervangen en zo meer waarde uit het concern te persen.

SNS Reaal, dat halverwege 2006 naar de beurs ging, is een duidelijk voorbeeld van een ondeugdelijke strategie en hoe het niet moet. De overname van bouw-

fonds Property Finance, die het bedrijf deed met het kapitaal dat werd opgehaald bij de beursgang, kwam voor beleggers compleet onverwacht. Deze risicovolle vastgoedontwikkelaar voldeed niet aan de defensieve overnamecriteria die de bank bij de IPO had aangegeven te hanteren. Uiteindelijk werd de bank genationaliseerd vanwege problemen bij dit onderdeel.

Andere bedrijven presteerden jarenlang ondermaats, leverden diensten en producten die niet onderscheidend waren, of konden vaak geen vuist maken tegen grotere concurrenten vanwege gebrek aan schaalgrootte. Zo werd kantoorartikelenverkoper Corporate Express in 2008 opgeslokt door de Amerikaanse gigant Staples. KPN nam in 2007 het steeds verder afbrokkelende ICT-bedrijf Getronics over. Super de Boer, dat met een marktaandeel van 7 procent, hoge kosten en een gebrekkig serviceniveau niet kon meekomen met de grotere supermarkten, werd geacquireerd door het Brabantse Jumbo. Beleggers in de aandelen van deze bedrijven behaalden een rendement dat veel lager lag dan de index waar die aandelen deel van uitmaakten.

MATIG RENDEMENT 2: ZWAKKE BALANS

Overnemers ruiken bloed als een gedroomde overnamekandidaat, bijvoorbeeld als gevolg van hoge schulden, in zwaar weer zit. Neem buizenfabrikant Wavin, dat tegen een moddervette prijs, maar met een ultrazwakke balans in 2006

BIJ DIM VASTGOED EN MARITIEM DIENSTVERLENER DOCKWISE PROFITEERDEN OVERNEMERS EQUITY ONE EN BOSKALIS IN MEER OF MINDERE MATE VAN LAGE KOERSEN DOOR SCHULDPROBLEMEN

door durfkapitalisten naar de beurs werd gebracht. De recessiegevoelige onderneming uit Zwolle overleefde de kredietcrisis ternauwernood en werd in 2012 overgenomen door het Mexicaanse Mexichem. Beleggers verloren na een volatiele rit van zes jaar tweedede van hun inleg.

Bij Dim Vastgoed en maritiem dienstverlener Dockwise profiteerden overnemers Equity One en Boskalis in meer of mindere mate van lage koersen door schuldproblemen. Een zwakke balans en matige vooruitzichten vertalen zich in een slechte onderhandelingspositie voor de prooi.

MATIG RENDEMENT 3: SLECHTE ONDERHANDELAARS

In de laatste dagen van het beurs-

bestaan, als bieders aan de deur kloppen, kan een groot deel van het rendement gemaakt worden. In die periode is een zware rol voor bestuur en commissarissen van het te koop staande bedrijf weggelegd om een zo hoog mogelijke prijs voor de aandelen te ontvangen.

Toch blijkt lang niet elke commissaris een goede onderhandelaar. Zo werd Vendex KBB, een conglomeraat dat de Bijenkorf, V&D en enkele bouwmarkten in bezit had, in 2004 overgenomen door een groep durfkapitalisten. De investeerders verdienden de overnamesom in minder dan een jaar terug door een groot deel van de vastgoedportefeuille te liquideren.

De commissarissen van KLM namen genoeg met een volgens verschillende maatstaven karig bod van Air France. De overname werd terugverdiend doordat de Fransen het pensioenoverschot afroonden. Tot op heden is het Nederlandse onderdeel het enige lichtpuntje in de kwartaalcijfers van de combinatie Air France-KLM.

KAMPIOENEN

Overnames vinden niet alleen plaats uit armoede. Beleggers realiseerden in enkele gevallen ook duizelingwekkende rendementen op aandelen van succesvolle bedrijven die werden overgenomen.

Diervoederproducent Nutreco is de absolute winnaar met een rendement van 936 procent in 18 jaar (de AEX steeg in die periode 133 procent). Het bedrijf, dat uitgroeide tot een marktleider in vis- en veevoer, werd april dit jaar door familieconglomeraat SHV van de beurs gehaald.

Bij dit soort succesverhalen is vaak de vraag waarom een onderneming het nodig vindt om de beurs te verlaten. Bedrijven geven zelf bij hun exit aan de voorkeur te hebben om in de luwte te groeien.

Bedrijf	Beursintroductie	Aantal jaar genoteerd	Rendement	Aex rendement	Outperformance totaal	Outperformance per jaar
Nutreco	3 jun 1997	17,9	936%	133%	804%	9,1%
Univar	28 jun 2002	5,4	537%	35%	502%	35,2%
Unit4	27 feb 1998	16,2	531%	37%	494%	10,1%
Gucci	1 nov 1995	8,7	393%	9%	284%	4,0%
McGregor	29 apr 1999	7,0	253%	2%	252%	19,5%