

gelde zullen worden gemaakt. Dit betekent onder meer dat pakketten met opties die nu ver 'out of the money' zijn, vanwege de theoretische tijdswaarde toch geld opleveren. De VEB is van mening dat afhandeling van dit soort langetermijnregelingen bij overnames alleen na specifieke goedkeuring door de aandeelhoudersvergadering mag plaatsvinden.

INFORMATIE ASYMMETRIE

Bovendien is de laatste maanden een sterke asymmetrie ontstaan tussen de informatie waarover de minderheidsaandeelhouders beschikken en die waarover Canon beschikt. Er is geen enkele inzage gegeven in de prijsvorming van het bod en de synergievoordelen die Canon beoogt te behalen. Er staan zogenaamde 'fairness opinies' in het biedingsbericht, maar daarvan ontbreekt zoals gebruikelijk iedere onderbouwing. Wel wordt daarin concreet gemeld dat de onderneming toekomstgerichte informatie heeft verstrekt. Canon heeft deze ongetwijfeld ook. De andere aandeelhouders niet. Volgens de rechter hoefde Océ en/of Canon die informatie ook niet te verstrekken.

Het blijft teleurstellend dat Océ, dat nota bene zichzelf in de etalage heeft gezet en met het doel zichzelf te verkopen wel degelijk analyses over synergievoordelen aan Canon heeft verstrekt, weigert deze analyses met haar andere aandeelhouders te delen. Hierdoor blijft het moeilijk het bod van 8,60 op waarde te schatten. Hermes betoogde dat als Canon erin zou slagen Océ op een voor de industrie gemiddelde winstgevendheid te krijgen, een prijs van 15,10 euro per aandeel eerder redelijk zou zijn. Als Océ dezelfde winstmarge als Canon zou krijgen, zou het aandeel ruim 30 euro waard zijn. Gezien het feit dat Canon en Océ elkaar goed aanvullen, zowel geografisch als wat producten betreft, zijn er grote synergie-mogelijkheden.

OP EEN PRESENTEERBLAADJE

Er zijn verschillende omstandigheden die doen vermoeden dat het bestuur van Océ niet het onderste uit de kan heeft gehaald in de onderhandelingen met Canon en de onderneming min of meer op een presenteerblaadje heeft overgedragen aan haar Japanse sectorgenoot. Er ligt in elk geval een schone taak voor de raad van commissarissen om te waken over de rechten van de achterblijvende minderheidsaandeelhouders, voor zover zij dat nu nog zouden willen blijven. ■

Door Willem Burgers
Fondsbeheerder Add Value Fund

Tweespalt in de markt

De aandelenmarkten maken dit jaar tot dusver een apatische indruk. Na het hersteljaar 2009, waarin de meeste beleggers een deel van de verliezen van 2008 hebben goedge maakt, zijn de vooruitzichten voor 2010 kennelijk dermate diffuus dat nieuwe posities nog even niet worden ingenomen. Er zijn dan ook volop donkere wolken aan de horizon. De Griekse herfinancieringstragedie dreigt over te slaan naar andere Zuid-Europese economieën, de kracht van het economisch herstel in Europa zou erdoor kunnen worden ondermijnd en dan is er nog het nadelige effect van de strenge winter op de groei.

Je zou kunnen zeggen dat het optimisme over een verdergaand herstel, dat beleggers in de tweede helft van vorig jaar omarmden, aan kracht heeft ingeboet. Toch ben ik van mening dat deze fase slechts een pauze is op het traject van verder aantrekkende economische groei en stijgende aandelenkoersen later dit jaar. Ik verwacht dat in de lente de overdaad van liquiditeit in de markt, de historisch lage rente en de sterke uitgangspositie van een selectief deel van het bedrijfsleven een sterke basis zullen blijken te zijn voor een nieuwe opgaande koersbeweging.

Een nieuwe lente en een nieuw begin. De eerste gunstige voor tekenen zijn er al. De prognoses van succesvolle midcaps als Aalberts Industries, BinckBank, Imtech, Koninklijke Ten Cate en Unit 4 wijzen unaniem op hogere resultaten voor de nabije toekomst.

Vanzelfsprekend worden er slagen om de arm gehouden. Maar als ik de verschillende business cases analyseer, kan ik niet anders dan enthousiast worden. De balansposities zijn op orde gebracht, er wordt weer gefilosofeerd over overnames, de commerciële slagkracht is in 2009 versterkt en op innovatief gebied worden nieuwe oplossingen in de markt geïntroduceerd. Een winnend recept, volgens mij. Dit contrasteert met ondernemingen die de aansluiting niet of moeilijk tot stand kunnen brengen. Deze zijn vaak niet beursgenoteerd (bijvoorbeeld mkb of zzp), hebben minder/geen toegang tot noodzakelijke financiering of zijn actief in laatcyclische bedrijfstakken als de bouw. In dit segment zal ook in 2010 nog het nodige leed te verwerken zijn.

Zo wordt een tweeledig beeld zichtbaar. Een sterk contingent dat in 2010 autonoom en door acquisities een redelijke tot aansprekende groei weet te realiseren en een vrij breed gezelschap van kwetsbare bedrijven, waarvan per saldo nog een negatieve impuls op de economie uitgaat. Deze combinatie leidt tot een bescheiden economische groei van 1 hooguit 2 procent in 2010. Wie echter de tweespalt in de markt juist weet in te schatten, zal dit jaar goede rendementen weten te boeken. Er zal dit jaar weer een premie worden betaald voor de best presterende ondernemingen. Het lijkt mij zinvol tijdig positie te kiezen. ■

