

grotendeels te financieren via de uitgifte van certificaten.

Riva zal streven naar schaalvergroting voor Roto Smeets en actief mee gaan doen aan de noodzakelijke consolidatie in de sector. Caris is nooit voorstander geweest van een beursexit. Enkele jaren geleden ging hijzelf op het overnamepad. De poging om de Europese drukkerijdivisie van Quebecor World Europe over te nemen stuitte echter op verzet van de grootaandeelhouders. Hoewel Caris onder de vleugels van Riva op zijn post mag blijven, zullen de machtsverhoudingen toch aanzienlijk wijzigen.

PRIJS IN PERSPECTIEF

De prijs van 14 euro mag dan weliswaar ver verwijderd zijn van de intrinsieke waarde van Roto Smeets van 31 euro per aandeel, het vertegenwoordigt wel een premie van 22 procent op de slotkoers van de dag voor de bieding. Mede als gevolg van de forse reorganisatielast leed Roto Smeets vorig jaar een nettoverlies van 27,5 miljoen, waardoor de intrinsieke waarde met 20 procent daalde. Nieuwe reorganisaties zijn natuurlijk niet uit te sluiten.

De interesse van Riva is niettemin wel te begrijpen. Door de ingrijpende reorganisatie is de kostenbasis vanaf 2011 met 30 miljoen euro teruggebracht, en met een positieve operationele kasstroom van 8,85 euro per aandeel over 2009 kan het voor Riva uiteindelijk een zeer interessante investering blijken. Zeker nu de contante component van het bod beperkt blijft tot circa 9 miljoen euro.

De grootaandeelhouders prefereren ook niet voor niets certificaten boven 14 euro cash. Voor hen verandert er eigenlijk weinig. Aandelen Roto Smeets waren een illiquide bezit en dat zullen de aandelen in Riva evenzeer zijn. Wat dat betreft ontbeert het bod een goede exit voor de grootaandeelhouder. Vraag is of de kleine aandeelhouder met het bod iets opschiet. Gezien de lastige marktomstandigheden in de grafische sector komen beide putmomenten wellicht te vroeg en zij zijn overgeleverd aan een externe waardebeoordeling.

Goed om te beseffen is ook dat in de biedprijs alle dividendrechten over 2010 zijn verwerkt. Het afgelopen jaar keerde Roto Smeets niets uit en gezien de geleden verliezen tot nog toe dit jaar had een dividend er waarschijnlijk toch niet in gezeten. De officiële bieding wordt in oktober verwacht. ■



Door Pieter Wind

Directeur Investment Content Management bij ING Investment Management

Disclaimer aanpassen?

Rendementen uit het verleden zijn geen garantie voor de toekomst. Elke belegger of beleggingsadviseur is kent deze krachtige disclaimer. Natuurlijk bedoeld om klanten duidelijk te maken dat de toekomst niet eenvoudig te voorspellen is en dus vaak gebruikt om verkeerd uitgedrukte adviezen te rechtvaardigen. Maar recente wetenschappelijke inzichten werpen een meer genuanceerd licht op deze bekende waarschuwing. Recent onderzoek van Harvard-economen toont aan dat er meer is dan geluk of pech in beleggingsland. Goede relatieve rendementen in het verleden geven een hogere kans op hetzelfde in de toekomst! Althans, voor zover het beleggingsfondsen betreft.

Tot voor kort werden de meeste wetenschappelijke onderzoeken uitgevoerd met directe koersdata van de financiële markten. Geprobeerd werd om koersen te voorspellen met behulp van allerlei methoden en factoren. Langzaam maar zeker komt er steeds meer onderzoek dat ingaat op de vraag of beleggers er zelf in slagen de markt te slim af te zijn. Dus de portefeuillemanager en zijn resultaten staan hierin centraal.

Genoemde wetenschappers onderzochten de rendementen van 5.593 unieke Amerikaanse beleggingsfondsen in de periode 1962-2008. Specifiek keken zij naar het aantal opeenvolgende jaren van 'outperformance', de zogenoemde 'long streaks'. In gewoon Nederlands noem ik dit maar de lengte van de succesreeks. De geobserveerde data laten zien dat er fors meer lange succesreeksen van beleggingsfondsen zijn dan louter toeval zou dicteren. Zij zagen 454 succesreeksen van langer dan vijf jaar. Kansberekening geeft aan dat niet meer dan 234 succesreeksen van langer dan vijf jaar zouden mogen bestaan.

De langste succesreeks beliep vijftien jaar en er waren er drie van meer dan tien succesjaren achter elkaar. Als hier het toeval zou gelden, zou een reeks van langer dan tien jaar helemaal niet voorkomen. Er is dus meer dan toeval en de gedachte is natuurlijk dat dit een duidelijke aanwijzing is dat kundigheid van fondsmanagers wel degelijk ook van belang is. De wetenschappers zeggen: "(...) each fund does not have an equal chance of outperforming in a given year. In other words, outperformance (...) is more concentrated, favouring the funds that appear to demonstrate skill".

Dit is natuurlijk een fantastische uitkomst voor iemand die in de fondsindustrie werkt. Er zijn duidelijke aanwijzingen dat goede beleggers waarde kunnen toevoegen. Dit is uiteindelijk het bestaansrecht van de actieve beleggingsindustrie. Uiteraard moet bij het onderzoek en de uitkomsten de nodige voorzichtigheid worden betracht. Zo blijkt dat de winnende reeksen vooral gevormd zijn tijdens slechte marktperiodes. En ja, juist de richting van de markt voorspellen is nog niet zo eenvoudig. Dus toch maar die disclaimer in stand houden. Maar het is en blijft belangrijk nieuws voor beleggers, adviseurs, selecteurs en natuurlijk de klant. Succes is geen idee-fixe of gewoon geluk. Er bestaat zoiets als beleggingskunde, al beschikt lang niet iedereen daarover. ■