

FAIR VALUE VOOR CRUCCELL



Als Crucell daadwerkelijk wordt overgenomen door Johnson & Johnson, verdwijnen ook de opties op Crucell. Hoe wordt er dan afgerekend?

TEKST: KEES VAN LIESHOUT
(VAN LIESHOUT & PARTNERS)



Veel aandeelhouders in Crucell worstelen met de vraag naar de reële waarde van de aandelen naar aanleiding van het bod op 17 september jongstleden van Johnson & Johnson. Niet zelden gaat een

openbaar bod vergezeld van een waardeering – een zogeheten ‘fairness opinion’ – van een investmentbank, zodat een min of meer objectief handvat beschikbaar is om tot een onderbouwde mening te komen. Een koper zal niet willen betalen voor zijn eigen synergie en een verkoper zal gecompenseerd willen worden voor de toekomstpotentie.

Crucell is ook een optiefonds (code: CRU), dus het bod van Johnson & Johnson heeft ook gevolgen voor de lopende optiecontracten op het fonds. Als een bedrijf door overname van de beurs verdwijnt, verdwijnen ook de opties erop, want er is geen onderliggende waarde meer op basis waarvan gehandeld kan worden. De opties expireren niet, maar worden afgerekend voor het eind van de oorspronkelijke looptijd.

AFREKENMETHODE

De dag na het bod heeft NYSE Liffe een Corporate Action Notice uitgegeven. Het bericht begint met een vetgedrukt kader:

Deze mededeling is uitgegeven op grond van het Corporate Actions Beleidsdocument

voor Euronext markten. (...) Deze mededeling vereist de onmiddellijke aandacht van degenen die betrokken zijn bij de handel in en settlement van aandelenopties genoteerd op NYSELiffe. Members dienen zich ervan te vergewissen dat hun klanten op de hoogte zijn van de informatie die in deze mededeling wordt verstrekt.

Het bericht vervolgt. Johnson & Johnson heeft aangekondigd een mogelijk openbaar bod te doen op alle gewone aandelen Crucell van 24,75 euro per aandeel. Onder voorbehoud van gestanddoening van het bod zullen de individuele aandelenopties uit de notering worden genomen en door middel van de Fair Value-methode worden afgerekend.

Bij het bepalen van de Fair Value geldt het volgende. Per serie is een ‘implied volatility’ berekend, die zal worden gebruikt voor de berekening van de Fair Value-prijzen. Conform de Corporate Action Policy zijn de implied volatilities gebaseerd op de slotkoersen van de optieseries over de tien handelsdagen voorafgaand aan de bekendmaking van het voorgenoemd bod, te weten 3 september 2010 tot en met 16 september 2010. Er zijn geen dividenden gebruikt in de berekeningen. De Euribor-rentes zijn gebruikt om de implied volatilities te berekenen. In principe zullen er geen nieuwe series of afloopmaanden worden geïntroduceerd. De ingangsdatum moet nog aangekondigd worden.

GEEN VERWACHTINGSWAARDE

Het voor insiders bestemde bericht heeft wellicht enige toelichting. Om met de voorlaatste zin te beginnen: het is nu nog onduidelijk of het bod doorgaat en of de geboden prijs de definitieve is. Er kan ook nog een concurrerende bidder komen. Voorlopig blijft alles dus bij het oude. Maar zodra het bod definitief en geaccepteerd is, treedt bovenstaande regeling in werking en wordt de ingangsdatum aangekondigd.

De beschreven afrekeningsmethode is fair. De premie van een optie bestaat uit intrinsieke waarde en verwachtingswaarde. Bij een out-of-the-money-optie is er geen intrinsieke waarde, maar alleen verwachtingswaarde. Bij een onvoorwaardelijk en geaccepteerd bod is er geen sprake meer van verwachtingswaarde. De koers zal zeer dicht bij de biedprijs blijven liggen. De volatility zal fors dalen. Een out-of-the-money-optie is dan ongeacht de looptijd waardeloos. Voor de verkoper van de optie een onverwachte meevaller, voor de houder van de optie een onverwachte tegenvaller. Omdat dit niet eerlijk is, wordt bovenstaande Fair Value-berekening gehanteerd voor de afrekenmethode. De input is objectief: rente op basis van Euribor en met de ontwikkeling van de volatility na de bekendmaking van het bod wordt geen rekening gehouden. Kortom: een faire methode voor een fair value. ■