



NUTRECO'S AL TE VRIENDELIJKE OVERNAME

door Paul
Frentrop

In de geschiedenis van corporate governance kennen we inmiddels ook het tegengestelde van de onvriendelijke overname: de al te vriendelijke overname. SHV belde op 19 september het bestuur van Nutreco en zei het bedrijf te willen overnemen. "Natuurlijk, graag, een goed idee", antwoordden Nutreco's directie en commissarissen. "We waren van plan als beursgenoteerde onderneming door te gaan, maar nu u het zegt: we werken veel liever voor u. Hoeveel zou u willen betalen? Veertig euro? Prima prijs. Evenveel als de koers een jaar geleden, maar 42 procent meer dan die van gisteren. Ja wij zeggen altijd dat we naar de lange termijn kijken, maar niet als we een overname beoordelen. Nee, we zullen niet onderzoeken of andere partijen meer willen bieden. Stel je voor. Die willen misschien de directie wel veranderen. En nee, u hoeft geen *standstill*-verklaring te tekenen. U mag alvast zoveel aandelen kopen als u wilt. Dan weten we zeker dat het door gaat. Mocht er toch een andere bieder komen, dan moet die minstens 8 procent meer bieden. Waarom? Ja dat weten we eigenlijk ook niet. Wij gaan daar niet over, maar we zeggen het gewoon. En hij moet wél een *standstill*-verklaring tekenen. Mocht de deal onverhoopt toch niet doorgaan dan geven wij u 25 miljoen euro, mevrouw Fentener. Waarom? Nou omdat u ons heeft gebeld. En omdat u heeft beloofd dat wij allemaal onze baan behouden, nadat u ons heeft overgenomen. Dankuwel. Wij gaan nu een gezamenlijk persbericht uitgeven en we vertellen met een stalen gezicht dat dit allemaal marktconform is."

Verbijstering alom toen de markt dit bericht las. Grote beleggers die geacht worden zich als langetermijnaandehouder op te stellen, realiseerden zich dat het management de onderneming uitverkocht. Als dat zomaar kan, dan heeft het voor pensioenfondsen weinig zin om een aparte Nederlandse portefeuille met 10 procent belangen aan te houden. Concurrent Cargill zou misschien ook wel willen bieden, mits dit familiebedrijf de boeken in mocht zien. Dat mocht Cargill natuurlijk niet, maar toen Nutreco SHV vertelde dat Cargill had gebeld, verhoogde SHV toch meteen z'n bod tot 44,50 euro oftewel 300 miljoen meer. De directie van Nutreco stond lelijk te kijken. Die had immers al besloten dat 40 euro een 'fair' bod was. Nou ja, 44,50 was dan natuurlijk nog veel 'fairder'. Zo is in de overnamepraktijk naast de 'opbelpremie' nu ook de 'nog veel fairness opinie' geïntroduceerd. Mij lijkt dit wanbeleid.

Ten tweede is het trackrecord van veel van deze beleggers statistisch moeilijk te verklaren. De superieure rendementen zijn consistent door de tijd heen. Als je de rendementen opsniijdt in periodes van vijf jaar, zie je dat ze het structureel beter doen dan de brede beursindex.

Het derde en laatste punt is dat topbeleggers erg logisch te werk gaan. De *behavioural finance* (onderzoekveld dat het gedrag van beleggers onderzoekt, red.) laat zien dat er door het gedrag van beleggers prijsinefficiënties ontstaan die uitgebuit kunnen worden door intelligente beleggers."

Belegt u zelf?

"Ik beleg persoonlijk alleen in investeringsholdings en verzekeraars. Ik denk dat ik expertise heb opgebouwd om te evalueren of iemand een goede belegger is of niet. Ik beleg dus ook alleen in verzekeraars waarvan de portefeuille beheerd wordt door iemand waar ik vertrouwen in heb.

Aangezien het heel moeilijk is om alle risico's van een verzekeraar te doorgronden, is het in mijn ogen belangrijk om vertrouwen te hebben in de personen die het bedrijf runnen. Warren Buffett zegt dat ook. Wie zijn die mensen? Zijn ze te vertrouwen? En kunnen ze de markt verslaan? Ik beleg dus eigenlijk in beleggers."

**'DOOR HET GEDRAG
VAN BELEGGER
ONTSTAAN PRIJS-
INEFFICIENTIES DIE
UITGEBUIT KUNNEN
WORDEN DOOR
INTELLIGENTE
BELEGGER'**

Gaat dat goed?

"De rendementen zijn prima. Sinds 2005 houd ik het bij en ik doe het ongeveer 5 procent beter dan het beursgemiddelde. Ik probeer heel gedisciplineerd te blijven. De verleiding was bijvoorbeeld erg groot om in 2007 aandelen van de Fortis-bank te kopen. Het aandeel was toen onder boekwaarde genoteerd. Ik zei toen: ik beleg alleen in investeringsholdings en verzekeraars, de rest interesseert mij niet."

13

Beleggen op oude informatie. Hier schiet een belegger weinig mee op omdat de kans groot is dat deze informatie al in het aandeel is geprijsd.

14

This time is different. Slimme beleggers geloven niet in nieuwe tijdperken waarin economische wetten uit het verleden niet meer van toepassing zijn.

15

Te veel aandacht voor de economie. De economie is te complex om te doorgronden.