



Vendex gaf de markt zijn zin

Auteur(s):Eije, J.H. von
Huijgen, C.A.*De auteurs zijn werkzaam aan de Faculteit Bedrijfskunde respectievelijk de Faculteit der Economische Wetenschappen van de Rijksuniversiteit Groningen.***Verschenen in:**

ESB, 81e jaargang, nr. 4077, pagina 854, 16 oktober 1996

Rubriek:**Trefwoord(en):**

beleggen, financiële, markten, ondernemingsfinanciering

Vorige week kondigde Vendex op ongelukkige wijze aan zijn aandeel in Koninklijke Bijenkorf Beheer (KBB) te willen verkopen. Analyse van de koersen van Vendex en KBB leert dat de beslissing om te verkopen een goede was.

Dinsdagochtend 8 oktober wordt bekend dat Vendex International haar belang van 36% in Koninklijke Bijenkorf Beheer (KBB) wil verkopen (gebeurtenis 1). Om een grote hoeveelheid aandelen te kunnen verkopen moet de informatie over de stand van zaken bij KBB bekend zijn. Op woensdagavond wordt duidelijk dat de situatie bij KBB minder rooskleurig is dan verwacht, door tegenvallende resultaten van dochter Men S. KBB geeft een winstwaarschuwing (gebeurtenis 2). De hieropvolgende daling van de waarde van het aandeel KBB leidt tot aarzeling bij het management van Vendex of de verkoop wel door moet gaan. Vrijdagochtend komt geprononceerd in het nieuws dat Vendex overweegt niet te verkopen, omdat de boekwinsten op KBB door de koersdaling lager zullen zijn dan verwacht (gebeurtenis 3). Vrijdagmiddag voor beursluiting wordt echter bekend dat de verkoop toch doorgang zal vinden (gebeurtenis 4). In dit artikel analyseren we de koersreacties bij de verschillende gebeurtenissen.

Analyse

In de eerste cijferkolom van [tabel 1](#) staan de dagrendementen in procenten van Vendex die vorige week op de beurs werden waargenomen. Om te achterhalen wat de gevolgen zijn geweest van de gebeurtenissen van vorige week hebben we in de volgende kolommen het buitengewoon rendement van Vendex en KBB berekend. Het buitengewoon rendement is berekend als verschil tussen het werkelijke dagrendement (kolom 1) en een berekend rendement, dat zou zijn ontstaan zonder specifieke gebeurtenissen zoals de verkoopmededeling. We gaan ervanuit dat zonder specifieke gebeurtenissen de koersen van Vendex en KBB in de pas zouden hebben gelopen met de ontwikkeling van de beursindex, rekening houdend met het feit dat de mate waarin zij met de index meegaan verschilt. Voor Vendex bedraagt deze factor - bèta - 0,85 en voor KBB 0,75. De bèta's zijn berekend over een periode van honderd beursdagen. In de laatste kolom staat het buitengewoon rendement van Vendex gecorrigeerd voor de marktwaardeveranderingen van KBB. Als de marktwaarde van KBB daalt, wordt 36% van die daling doorberekend in de marktwaarde van Vendex. Het gecorrigeerde rendement van kolom 4 kan men beschouwen als het buitengewoon rendement van Vendex als er de desbetreffende dag niets met de koers van KBB zou zijn gebeurd.

Tabel 1. Dagrendementen van Vendex en KBB, week 41, 1996

	dagrendement Vendex _a	buitengewoon rendement Vendex	buitengewoon rendement KBB	gec. buiteng. rendement Vendex _b
ma 7/10	1,70	1,33	1,56	1,12
di 8/10	0,97	0,73	-4,39	1,19
wo 9/10	0,00	0,19	1,52	0,09
do 10/10	-3,45	-2,95	-9,06	-1,95
vr 11/10	-0,43	-0,84	-2,70	-0,61

a. Datastream;

b. buitengewoon rendement van Vendex gecorrigeerd voor de marktwaardeverandering van het 36%-belang in KBB.

1. De verkoopaankondiging

Op dinsdag, de dag van de aankondiging, is het buitengewoon rendement van KBB

-4,39% en het gecorrigeerde rendement van Vendex +1,19%. In de pers wordt de daling van de waarde van KBB deels verklaard uit het feit dat er een grote verkoper in de markt komt. Dit betekent dat de markt het met de verkoop gemoeide bedrag van circa f. 600 miljoen niet

zonder prijsdaling zou kunnen opnemen.

Het verklaart echter niet waarom de gecorrigeerde koers van Vendex op dinsdag is gestegen. Dit effect kan worden toegeschreven aan het feit dat men de verkoop ziet als een correctie op een vergissing in het verleden of als een reactie op veranderde omstandigheden ¹. Synergie-effecten die men in het verleden zag hoeven niet meer te bestaan en management dat terugkomt op een onjuist ingeslagen weg wordt door de beurs positief beoordeeld. Voor de aandeelhouders van KBB betekent dit echter dat een vanouds bekende, potentiële overnemer verdwijnt en dat de kans op een grote overnamepremie daalt. Aan de hand van de andere drie gebeurtenissen trachten we te bezien of onze verklaring voor het positieve buitengewone rendement van Vendex stand houdt.

2. De winstwaarschuwing

De winstwaarschuwing leidt tot een buitengewoon negatief rendement voor KBB van 9,06%. Dit doet ook de waarde van het KBB-bezit van Vendex dalen. Hiervoor gecorrigeerd is er nog steeds een negatief rendement voor Vendex van 1,95%. De gecorrigeerde koersdaling is groter dan de op dinsdag gevonden stijging van 1,19% en kan daarom niet alleen te wijten zijn aan de mogelijkheid dat de verkoop niet door zal gaan. We vermoeden dat de winstwaarschuwing van KBB een signaal is voor tegenvallende prestaties in de rest van de branche, dus ook voor Vendex. Ten dele wordt deze hypothese bevestigd door het feit dat bijvoorbeeld Macintosh op donderdag een negatief buitengewoon rendement laat zien van -1,25%.

Twee bevestigingen

De waardedaling van KBB is natuurlijk teleurstellend voor zowel het management als de aandeelhouders van beide bedrijven. Maar als onze verklaring juist is, zal het herroepen van een goede strategische beslissing met boekwaarde-argumenten de koers van Vendex moeten laten dalen (gebeurtenis 3, vrijdagochtend). Uit niet in [tabel 1](#) opgenomen cijfers blijkt dat ten opzichte van donderdagavond op vrijdagochtend de koers van Vendex met 1,4% is gedaald. Een deel van de tijdens gebeurtenis 1 gewonnen strategische winst wordt vernietigd. Gebeurtenis 4, de mededeling dat de verkoop alsnog doorgaat, bevestigt eveneens onze verklaring. De eindkoers van Vendex is vrijdagavond 1% hoger dan vrijdagochtend. De koers van KBB is vrijdag 2% gedaald. Per saldo leiden deze effecten tot een buitengewoon rendement voor KBB van -2,7% en tot een gecorrigeerd verlies voor Vendex van 0,61% (zie [tabel 1](#)).

Conclusie

Het management van Vendex neemt een goede strategische beslissing met het afstoten van KBB, maar was nog niet gewend aan de kracht van beurssignalen. Het dreigen terug te komen op een goede strategische beslissing was onjuist. Daar staat tegenover dat het management de markt vroegtijdig informatie verschafte en uiteindelijk de markt zijn zin gaf. In één week heeft men kennelijk veel geleerd

¹ Een beroemd voorbeeld waarbij het bedrijf eerst door fusies waarde creëerde en later juist door middel van de splitsing van bedrijven is dat van G.P. Baker, Beatrice study in the creation and destruction of value, *Journal of Finance*, juli 1992, blz. 1081-1119.