



K2 Advisors: Waarom wij positief staan tegenover activistische hedgestrategieën

February 28, 2017



Omdat de financiële markten vandaag zo onvoorspelbaar zijn, zijn veel beleggers op zoek naar een manier om de impact van de marktvolatiliteit op hun portefeuille te beperken. Hedgefondsstrategieën – een soort alternatieve beleggingsstrategie – kunnen daarbij helpen. Ze bieden mogelijk extra diversificatie, nieuwe bronnen van rendement en een beperkt risico. K2 Advisors tracht extra waarde te creëren via een actief portefeuillebeheer, tactische allocatiebeslissingen en diversificatie over vier belangrijke hedgestrategieën: long-short equity, relative value, global macro en event-driven. In dit artikel bespreekt Rob Christian van K2 waarom het team een voorkeur heeft voor activistische hedgestrategieën, een onderdeel van de event-driven-strategie, en hoe de perceptie ten aanzien van activistisch beleggen is veranderd.

Wanneer de prestaties van hedgefondsen worden beschreven – en meer specifiek de alfa^[1] van hedgefondsen – zijn ‘genereren’, ‘tot stand brengen’ en ‘creëren’ veelgebruikte woorden. Toch zijn dat naar mijn oordeel enigszins misleidende begrippen. Ze impliceren namelijk dat hedgefondsen louter door wilskracht en vastberadenheid zomaar op verzoek alfa tevoorschijn kunnen toveren. Dat is voor de meeste hedgefondsen niet het geval. Vanuit een technisch standpunt wordt alfa niet gegenereerd, tot stand gebracht, geproduceerd of opgebouwd. De meeste succesvolle hedgefondsbeheerders kunnen in het beste geval van alfa verwachten dat ze er in de loop van een beleggingshorizon redelijk wat van kunnen meepikken. Zo werkt het namelijk: van alfa wordt grotendeels meegeprofiteerd. Een hedgefonds beleeft op de markt een goede dag als het nauwelijks grijpbare alfa-spook de pech heeft om in een kundig geplaatste val te trappen, al was het maar even. Alfa is moeilijk te ‘vangen’, en daarom betalen beleggers ervoor.

De uitzondering op de regel

Elke goede regel heeft natuurlijk zijn uitzondering. Activistische hedgefondsen zijn er daar volgens mij een van. We zouden kunnen stellen dat activistische beheerders in bepaalde opzichten de enige strategie vertegenwoordigen die in zekere mate alfa *genereert*. Hoewel activistische fondsen weliswaar niet altijd slagen, trachten ze om in de bedrijven waarin ze beleggen ‘verborgen’ waarde te ontsluiten.

Ze gaan op zoek naar aandelen die onder hun intrinsieke waarde worden verhandeld. En in plaats van passief af te wachten tot de markt deze vermeende verborgen waarde erkent, gaan activistische hedgefondsen proactief te werk om deze waarde aan de markt kenbaar te maken, of te verhogen. Op deze manier tracht de strategie vrij letterlijk om proactief alfa te genereren of te oogsten, door de katalysatoren te stimuleren die de waarde van het aandeel kunnen verhogen.

Activisme: een beknopte handleiding

Kort uitgelegd: activistisch beleggen houdt in dat er een minderheidspositie in een beursgenoteerd bedrijf wordt genomen teneinde de waarde van dat bedrijf te helpen ontsluiten door invloed uit te oefenen op het management om bedrijfskapitaal anders aan te wenden. Anders gezegd: hoe het management hun bedrijven efficiënter en winstgevender kunnen besturen. Gebruikte tactieken zijn onder meer financiële reorganisaties, operationele omschakelingen en/of strategische initiatieven.

Impliciet houdt de strategie in dat het beoogde bedrijf ondergewaardeerd is en dat het zijn winstpotentieel niet waarmaakt (op basis van het oordeel van de hedgefondsbeheerder), en dat de activist een plan heeft om dit potentieel te helpen ontsluiten.

Ruim 30 jaar geleden, in de toenmalige context van de LBO-rage (leveraged buy-out) aan het einde van de jaren 80 en het begin van de jaren 90, zou er over enkele van die hedendaagse activisten in de pers misschien anders – wellicht minder charmant – zijn bericht. Enkele iconische namen die vandaag worden voorgesteld als de verdedigers van de gemiddelde belegger, en vaak lof krijgen omdat ze managementteams op hun verantwoordelijkheid wijzen, werden destijds nog snerend industriebaronnen, rovers van het bedrijfsleven en oorlogszuchtige barbaren genoemd.

Nu niet meer. De ‘barbaren’ van de jaren 80 banen zich niet langer met geweld een weg voorbij de toegangspoort, maar willen de poorten juist herstellen.

Diplomatie is vandaag belangrijker dan agressie. Activistische beleggers zijn er namelijk achter gekomen dat het eenvoudiger (en duidelijk winstgevender) is om samen te werken met het management van bedrijven om positieve veranderingen door te voeren, in plaats van het roer van een bedrijf over te nemen en alle waardevolle bezittingen eventueel te liquideren. Zo krijgt iedereen een deel van de buit.

Vandaag wordt er gewerkt aan het imago van eerbare merken in plaats van ze te vernietigen. Activisten hoeven een bedrijf ook niet langer over te nemen om invloed uit te oefenen op de besluitvorming. Vaak kan een fonds met een minderheidsbelang (van misschien net boven de 5%) in samenspraak met het management aanzetten tot verandering, mogelijk door een lid van het team van het fonds te benoemen in de raad van bestuur van het bedrijf.

Een prominente activist verklaarde ooit aan Bloomberg: “de minst effectieve manier om tegenwoordig aan activisme te doen, is zwaaiend met een knuppel binnenkomen. Het beste resultaat krijg je als een raad van bestuur naar je ideeën luistert, vaststelt dat ze goed zijn en instemt om ze uit te voeren... Het liefst werken we samen met het management om veranderingen door te voeren waardoor er meer aandeelhouderswaarde wordt gecreëerd, maar soms is een partijtje worstelen onvermijdelijk.”[\[2\]](#)

Veelgebruikte activistische tactieken

Financiële reorganisatie

Waarde creëren door de balans van een bedrijf te reorganiseren, door de structuur van de schuldfinanciering te veranderen in een poging om waarde te ontsluiten of er invloed op uit te oefenen. Tactieken zijn onder meer overvloedige liquiditeit te verminderen door dividenden te verhogen, via aandeleninkoopprogramma's of door uitstaande schulden af te wikkelen of te herfinancieren.

Operationele veranderingen

Waarde creëren door de operationele marges te verhogen. Mogelijke tactieken zijn wijzigingen in de productprijzen, een sterkere focus op de belangrijkste merken/producten, een verandering van grondstoffenleveranciers/distributiekkanalen, stroomlijning van het logistieke proces, elimineren van verlieslatende franchises of bedrijfsonderdelen en een reorganisatie van de beloning van het management.

Strategische initiatieven

Waarde creëren op basis van strategische initiatieven, bijvoorbeeld fusies en overnames, joint ventures en/of de spin-off van afdelingen of productlijnen die niet verenigbaar zijn met de bedrijfsstrategie. Activistische hedgefondsen onderhouden vaak een uitgebreid netwerk van zakelijke relaties dat kan helpen om dergelijke initiatieven in de praktijk te brengen.

Steun van de aandeelhouders

De belangrijkste factor die bijdraagt aan de huidige opkomst van activistisch beleggen, is wellicht de rol en de steun van de aandeelhouder.

Alle hulpmiddelen die ooit werden gebruikt om de invloed van activisten in de bestuurskamer te beperken, van ‘gifpillen’ om overnames te laten ontsporen tot gouden handdrukken om het management te verrijken, worden vandaag over het algemeen beschouwd als negatief voor de aandeelhouders.

Door buitensporige beloningen en een laks toezicht is de stemming onder beleggers weggeleden van het bedrijfsmanagement en gunstiger geworden ten aanzien van activisten. Veel beleggers beschouwen de lokroep van aandelenopties en andere fijne voordelen die bij beursgenoteerde ondernemingen vaak beschikbaar zijn voor het senior management, als een hinderpaal voor een duurzame strategische denkwijze.

Aantrekkelijke kans

De markt en het economische klimaat zijn vandaag wellicht gunstiger voor activistische beleggingsstrategieën dan ze lange tijd geweest zijn. De groeivoorzichten zijn beperkt, balansen van bedrijven lopen over van de liquiditeit en de financieringsrente is nog steeds erg laag. Bovendien wordt ook de algemene houding ten aanzien van activistische beleggers steeds gunstiger. De kansen die daardoor worden geboden, lijken solide.

Een buitensporige kaspositie kan een belangrijke rem zetten op de bedrijfswinst, en veel bedrijven kiezen heel waarschijnlijk om deze beschikbare geldmiddelen aan te wenden voor strategische fusies en overnames, voor de inkoop van aandelen of voor dividenden, twee belangrijke gebieden waar activistische fondsen zich op toeleggen.

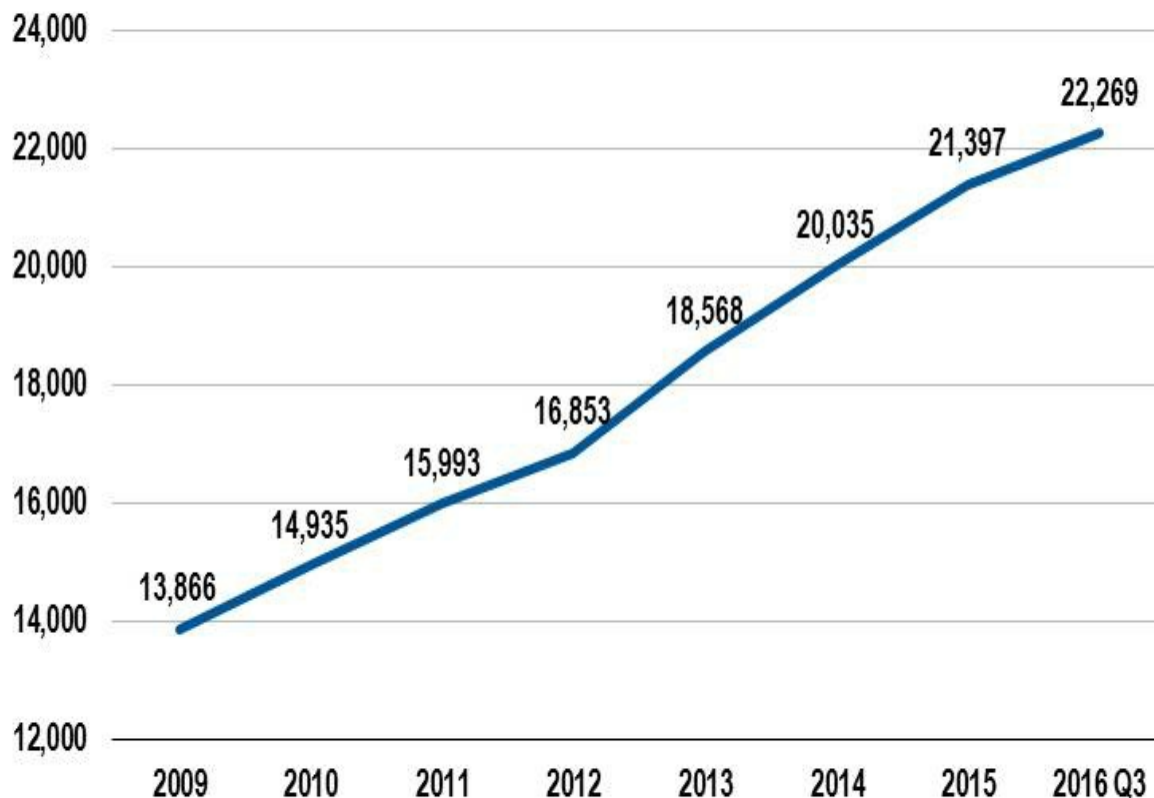
Het is mogelijk dat het management niet over de vereiste vaardigheden beschikt of te weinig voordelen ziet in een succesvolle uitvoering van dergelijke strategische manoeuvres, en volgens ons liggen daar de kansen die hedgefondsen kunnen aangrijpen.

Bovendien is er aan de zijlijn nog een aanzienlijke hoeveelheid niet-belegd private-equitykapitaal beschikbaar, dat in de komende jaren wellicht grotendeels zal worden belegd (naarmate beleggingsperiodes verstrijken). Dat zou voor activistische beleggers wel eens meer kansen kunnen creëren om deel te nemen aan buy-outs en andere strategische overnametransacties.

Kaspositie van bedrijven

Niet-financiële activa op de balansen van niet-financiële bedrijven

31 december 2009 - 30 september 2016



Bron: Federal Reserve. Miljarden dollars, uitstaande bedragen aan het einde van de periode, niet-seizoensgecorrigeerd.

Alfa: enkele slotbedenkingen

Wanneer ik nadenk over de unieke waarde die volgens mij inherent is aan activistische hedgefondsstrategieën, dan verplicht ik mezelf om stil te staan bij de aard en de samenstelling van alfa. Alfa is een nevenproduct van een niet-efficiënte markt. Wiskundig gezien is alfa het abnormale rendement op een effect of portefeuille, bovenop het rendement dat zou worden voorspeld door een evenwichtsmodel zoals het *capital asset pricing model* (CAPM). Het is dus de coëfficiënt - of rest van het verwachte rendement van een effect - op basis van de marktgevoeligheid van het effect, of bèta.

In een efficiënte markt zou de verwachte waarde van de alfacoëfficiënt nul zijn. Het is echter onze overtuiging dat markten van nature niet-efficiënt zijn. Als een effect dus een hoger rendement genereert dan wat gezien zijn bèta (marktgevoeligheid of risico) kan worden verwacht, heeft het een positieve alfa. Als het minder rendement behaalt dan door zijn bèta wordt voorspeld, heeft het een negatieve alfa. Met andere woorden: alfa is het deel van het rendement dat voortvloeit uit andere factoren dan de blootstelling aan de markt. Activistische hedgefondsen proberen niet alleen van die factoren te profiteren, maar trachten ze actief te bevorderen.

U kunt meer vooruitzichten van Franklin Templeton Investments in uw inbox ontvangen. Schrijf in op de blog [Beyond Bulls & Bears](#).

Voor tijdige beleggingstips kunt u ons volgen op Twitter [@FTI_Global](#) en op [LinkedIn](#).

De verklaringen, meningen en analyses vertegenwoordigen het persoonlijke standpunt van de beleggingsbeheerder. Zij zijn enkel bedoeld ter algemene informatie en mogen niet worden beschouwd als individueel beleggingsadvies of als een aanbeveling of verzoek om enig effect te kopen, te verkopen of te houden, of enige beleggingsstrategie te volgen. Ze vormen geen juridisch of fiscaal advies. De informatie in dit document wordt verstrekt per de publicatiedatum en kan zonder kennisgeving veranderen, en is niet bedoeld als een volledige analyse van elk belangrijk feit over een land, regio, markt of belegging.

Er kunnen bij de opstelling van dit document gegevens van externe bronnen zijn gebruikt die niet onafhankelijk door Franklin Templeton Investments ('FTI') zijn gecontroleerd of bevestigd. FTI aanvaardt geen aansprakelijkheid voor verliezen die voortvloeien uit het gebruik van deze informatie, en de gebruiker dient zelf te bepalen in welke mate hij wil vertrouwen op deze verklaringen, meningen en analyses. Producten, diensten en informatie zijn mogelijk niet in alle rechtsgebieden beschikbaar en worden alleen door andere gelieerde ondernemingen van FTI en/of hun distributeurs aangeboden als dat door de lokale wet- en regelgeving wordt toegestaan. Gelieve uw eigen beleggingsadviseur te raadplegen voor nadere informatie over de beschikbaarheid van producten en diensten in uw rechtsgebied.

Wat zijn de risico's?

Alle beleggingen gaan met risico's gepaard, waaronder een mogelijk verlies van het ingelegde kapitaal. De waarde van beleggingen kan zowel dalen als stijgen en beleggers krijgen mogelijk niet het volledige ingelegde bedrag terug. Het is moeilijk om interessante beleggingskansen te identificeren. Er gaat een aanzienlijke mate van onzekerheid mee gepaard en er bestaat geen garantie dat dergelijke alternatieve beleggingsstrategieën succesvol zullen zijn. Beleggingen in deze soorten strategieën gaan gepaard met verschillende risico's, zoals de marktrisico's die gebruikelijk zijn voor entiteiten die in alle soorten effecten beleggen, inclusief marktvolatiliteit. Het is altijd mogelijk dat een transactie tot een verlies leidt als de verwachtingen van de beheerder niet uitkomen.

De marktwaarde van effecten in de liquide alternatieve portefeuilles van K2 kan soms snel of onvoorspelbaar stijgen of dalen. De vooruitzichten voor hedgestrategieën worden vastgesteld in verhouding tot andere hedgestrategieën en vertegenwoordigen geen oordeel over een absoluut verwacht toekomstig rendement of risico. De overtuigingen van K2 Research Group zijn gebaseerd op uiteenlopende factoren, en kunnen van tijd tot tijd veranderen.

[\[1\]](#) Alfa is een voor risico gecorrigeerde maatstaf voor het extra rendement van een fonds dat een actieve portefeuillebeheerder al dan niet realiseert.

[\[2\]](#) Bron: Bloomberg, 'The Good Barbarian: How Icahn, Ackman, and Loeb Became Shareholder Heroes', 14 mei 2012.