

# Shortsellers verslaan de markt maar net

Jeroen Bos  
Amsterdam

Shortsellers, in de ogen van veel particuliere beleggers zijn het aasgieren die de markt verpesten. Ook beursbedrijven mogen hen niet, omdat het shorten van hun aandeel slecht is voor de reputatie van de onderneming. In beide gevallen is de onderliggende gedachte dat shortsellers, veelal hedgefondsen, rijk worden ten koste van anderen.

Maar dat laatste blijkt mee te vallen, althans ze doen het niet veel beter dan de markt. Dat stellen onderzoekers Dirk Gerritsen en Ruben Verdoorn van de Utrecht University School of Economics. Hun onderzoek naar het speculeren op koersdalingen van Nederlandse aandelen verschijnt vrijdag in Economisch Statistische Berichten.

Het is het eerste onderzoek naar de rendementen die worden behaald door shortsellers op de Nederlandse markt. Beleggers die een aandeel shorten, gokken op koersdalingen of het achterblijven van het fonds ten opzichte van de rest van de markt. Sinds november 2012 moeten partijen die een shortpositie van meer dan 0,5% van het aandelenkapitaal van een beursfonds hebben opgebouwd dat melden bij de Autoriteit Financiële Markten (AFM). Die publiceert de data in een openbaar register.

'Wij hebben op basis van de meldingen in dat register een portefeuille gebouwd die we bij elke melding aanpassen', vertelt Gerritsen. Om antwoord te kunnen geven op de vraag of shortsellers als groep buitengewone rendementen verdienen, heeft hij het rendement op twee manieren berekend. De eerste is het waardegewogen rendement. Daarvoor deelt hij dagelijks het rendement per shortpositie per beursfonds door de totale marktwaarde van alle shortposities.

'Het nadeel van deze berekening is dat een positie in Fugro zwaarder telt dan een gelijke positie in het veel kleinere Imtech', aldus Gerritsen. 'Wel wordt in een keer duidelijk hoeveel geld ze hebben verdiend.'

De andere methode is om naar gewogen shortposities te kijken. Daarbij weegt het rendement van een bedrijf waarin een shortbelang van 10% is opgebouwd tien keer zo zwaar als het rendement van een bedrijf waarin het shortbelang maar 1% bedraagt.

'In deze portefeuille tellen bedrijven met een grote shortpositie dus meer mee dan bedrijven waarin een klein shortbelang is genomen',

legt Gerritsen uit. 'Dit kan antwoord geven op de vraag of aandelen met grotere shortbelangen door beleggers gemeden moeten worden.' Het antwoord op die vraag is ja. 'Aandelen met een shortbelang van 2,5% of meer, blijven significant achter bij de markt. Over aandelen met een kleiner shortbelang kunnen we dat niet zeggen.'

Over de periode november 2012 tot en met augustus 2014, heeft de AEX All Share Index, met 130 fondsen, ongeveer 32% rendement opgeleverd. De waardegewogen portefeuille bleef daar 34% bij achter en de percentagegewogen portefeuille 49%. 'Hierbij moet worden opgemerkt dat de gemeten rendementen van de waardegewogen portefeuille niet significant zijn', zegt Gerritsen. 'Ze kunnen dus door toeval gedreven zijn.'

Een belegger die enkel heeft gespeculeerd op een waardedaling van de aandelen in de portefeuille heeft volgens de percentagegewogen meting grofweg 17% rendement gemaakt. Bij de waardegewogen portefeuille is dat ongeveer 2%. In beide gevallen had een belegger die de AEX All Share Index had gekocht het dus veel beter gedaan.

Maar enkel gokken op een koersdaling is niet de meest gebruikte shortstrategie. Partijen die short gaan, proberen vaak te profiteren van het achterblijven van een aandeel ten opzichte van de markt of een specifiek ander aandeel. Ze verkopen het geshorte fonds en kopen de fondsen waarvan zij verwachten dat die het beter doen. Hun rendement is de mate waarin beide koersen uit elkaar groeien.

Wanneer zij de index hebben gekocht en de shortportefeuille verkocht, ligt hun behaalde rendement nabij of iets boven het

## Uniek

**Het is het eerste onderzoek naar de rendementen van shortsellers op de Nederlandse markt**

## Meer mogelijk

**Alleen gokken op koersdalingen is niet de meest gebruikte shortstrategie**

## De kleine belegger

**Ook particulieren kunnen iets met shorts-informatie**

marktrendement. Dat is het verschil tussen de 32% die de index is gestegen en het -2% en -17% rendement van de twee shortportefeuilles. Dat komt neer op 34% en 49%.

De meeste beleggers kunnen echter niet short gaan. Particulieren al helemaal niet, omdat je voor shortselling aandelen moet lenen, wat alleen is weggelegd voor professionele beleggers. Maar kan de particulier iets met informatie over shorts? Ja, meent Gerritsen. 'Zij kunnen kijken in welke aandelen grote shortbelangen zijn opgebouwd en die mijden omdat ze gemiddeld genomen achterblijven bij de markt.'

'Het is dus positief dat het register er is gekomen', vindt Gerritsen. 'Ik zou beleggers aanbevelen het register van de AFM in de gaten te houden.'



**Hermes, de god van de handel en boodschapper van hemelse berichten. Die vallen voor beleggers niet altijd even goed uit.** FOTO: GETTY

