

Economie

Likkebaardend loeren op de zwakke broeders

Gemalto Twijfels

Een van oorsprong Franse, in Amsterdam genoteerde digitale beveiliging van onder meer bankpassen. Is nu het meest geshorte aandeel. Volgens de beleggersvereniging VEB speculeert een grote groep Amerikaanse hedgefondsen op een koersval. Een aantal daarvan wordt geleid door managers die onder de hedgefondsenlegende Julian Robertson van Tiger Management hebben gewerkt. Deze 'hedgies', die elkaar goed kennen, staan bekend als de Tiger Cubs. Ze wijzen erop dat Gemalto in oktober de verwachtingen van analisten miste, door 'valutabewegingen' en zwakke prestaties. Waardering van bijna 30 keer de winst wordt hoog gevonden.

Royal Imtech Fraude

Na Gemalto en Fugro het meest geshorte aandeel, met netto 6 procent. Dat is veel, maar op het hoogtepunt van de fraudeaffaire bij de technisch dienstverlener uit Gouda waren twee keer zoveel aandelen in handen van shortsellers. Een aantal hedgefondsen heeft dus al hun winst genomen; volgens berekeningen van *Het Financieele Dagblad* verdienen ze daar mogelijk 170 miljoen euro mee. Bij Imtech-dochters in Polen en Duitsland bleek vorig jaar op grote schaal gefraudeerd te zijn. De vraag is of Imtech – vooral in Duitsland – al herstelt. De analist die destijds, tot woede van het bedrijf, als eerste vraagtekens zette bij de cijfers, heeft voor Imtech nog altijd een verkoopadvies.

De onrust bij Nederlandse bedrijven trekt beleggers aan die speculeren op koersdalingen. Winst is hun doel.

Door Wilco Dekker

Sinds er aandelen zijn, wordt er gespeculeerd op koersdalingen om rijk te worden. Reeds in 1608 probeerde ene Isaac le Maire met acht andere handelaren de koers van de Vereenigde Oost-Indische Compagnie te drukken, om er via termijncontracten later winst op te boeken. Die manipulatie begon de VOC en beleggers met politieke connecties op te vallen. Na lange debatten werden in februari 1610 in Amsterdam zodoende voor het eerst maatregelen genomen tegen marktmanipulatie.

'Windhandel', het verkopen van aandelen die je niet in bezit hebt, werd wettelijk verboden. Verkochte aandelen moesten binnen een maand ook echt worden geleverd. En Le Maire werd geschraapt als aandeelhouder van de VOC.

Vierhonderd jaar later is er niet zo heel veel veranderd. Op het hoogtepunt van de kredietcrisis werd het *naked short selling* – het verkopen van ongedekte aandelen – in financiële fondsen enkele maanden verboden. Om hun aandelen goedkoop te kunnen bemachtigen, zouden speculanten onder meer geruchten verspreiden dat de grote Franse banken op omvallen stonden. Om ze vervolgens later met veel winst door te verkopen. De koersdaling wordt dan een zichzelf waarmakende voorspelling.

Naast geruchten hebben de hedgefondsen die zich met 'short gaan' bezighouden, ook genoeg macht en miljarden om de koersen van aandelen en obligaties te manipuleren.

Zinloos

Het verbod was zinloos, zegt Dirk Gerritsen, universitair docent financiële markten aan de Universiteit Utrecht en 'short-specialist'. Als beleggers willen verdienen aan verwachte koersdalingen, dan vinden ze altijd wel wegen, met put-opties bijvoorbeeld. De mogelijkheden van manipuleren zijn ook beperkt.

Alleen de 1 procent meest 'geshorte' aandelen doet het duidelijk slechter, daarna wordt het effect snel minder.

Bovendien is het voor iedereen interessante informatie als gespecialiseerde grote beleggers denken dat een bepaald aandeel gaat zakken. Dat betekent immers dat het aandeel misschien wel te duur is geworden, of dat er in bepaalde markten een bubbel dreigt te ontstaan.

Om die reden moeten sinds anderhalf jaar netto-shortposities – aandelen die zijn geleend om van koersdalingen te profiteren – van boven de 0,5 procent worden gemeld bij de toezichthouder.

Kaaiman Eilanden

Uit een inventarisatie door *de Volkskrant* van die meldingen bij de Autoriteit Financiële markten (AFM) blijkt dat Gemalto op dit moment veruit het meest geshorte aandeel van Nederland is. Meer dan 10 procent van de aandelen van deze digitale beveiliging is in handen van partijen die erop gokken dat de koers de komende tijd flink gaat dalen.

Die partijen zijn grote hedgefondsen, voornamelijk (90 procent) Amerikaanse of Britse vermogensbeheerders, die al dan niet vanaf de Kaaiman Eilanden op zoek zijn naar de hoogste rendementen op de tientallen miljarden die ze beheren voor hun klanten. Grote Nederlandse beleggers shorten volgens ingewijden sinds de financiële crisis niet meer, om hun reputatie te beschermen. Althans ze doen het niet zichtbaar, doordat ze ervoor zorgen onder de 0,5-procentgrens te blijven.

Hedgefondsen lenen de aandelen van grote beleggers als pensioenfondsen en verzekeraars, die ze wel even kunnen missen omdat ze voor de lange termijn beleggen. Bovendien krijgen ze een vergoeding voor dat uitlenen. De hedgefondsen verkopen de geleende aandelen vervolgens en gaan ervan uit ze later veel goedkoper te kunnen terugkopen. Dat koersverschil is de winst. Zo haal-

den 'hedgies' volgens de beleggersvereniging VEB ruim 21 miljoen euro winst bij Fugro, waar het al een tijdje rommelt. Dat soort onrust trekt hedgefondsen aan, blijkt uit de inventarisatie van *de Volkskrant*. KPN (overnamegevecht), Imtech (grote fraude in Duitsland en Polen) en SBM Offshore (omkoping) hebben zo de belangstelling van de 'aasgieren' aan zichzelf te wijten.

'Topmannen vinden het vervelend als de shortsellers aan de poort staan', weet Jos Streppel, oud-voorzitter van de commissie voor goed bedrijfsbestuur en oud-bestuurder van Aegon. 'Maar omdat je je eigen koers niet mag manipuleren, valt er geen actie te ondernemen.'

Short gaan kan ook mislopen. 'Veel mensen realiseren zich niet dat shortsellers hun nek uitsteken, omdat bij het short gaan het risico op verlies onbeperkt is. Een aandeel kan immers blijven stijgen', zegt VEB-directeur Jan Maarten Slagter. Volgens hem vervullen shortsellers vaak een nuttige functie door voor handel te zorgen en bij te dragen aan een optimale prijsvorming van het aandeel.

Volgens Dirk Gerritsen moeten de winsten van short gaan niet worden overdreven. 'Al die hedgefondsen speuren wereldwijd naar dezelfde zwakke broeders waaraan geld te verdienen is. Maar het aanbod is beperkt. Het is zoeken naar de spreekwoordelijke speld.'

Niettemin slaagden speculanten er volgens de VEB in 26 miljoen euro te verdienen aan de ondergang van SNS Reaal. Als moderne Isaac le Maires moeten ze alleen afwachten of ze die ook kunnen incasseren. De staat heeft de boedel voor 3,7 miljard overgenomen en de vraag is of de hedgefondsen de onteigende aandelen terugkrijgen om te kunnen incasseren.

Het onderzoek is gebaseerd op de meldingen over shortposities bij de AFM. Het onderzoek is uitgevoerd door Marlies de Brouwer.