

# Geld verdienen met de 'losers' van beurs

## Beheerders van vermaarde hedgefondsen leggen in Londen uit waarom een Zweedse bank 'hot' is en SBM Offshore 'not'

**Mathijs Schiffers**  
Londen

'Ik ben er echt niet op uit om de sector te begraven...' Dat bezweert Jim Chanos van het Amerikaanse hedgefonds Kynikos Associates, net nadat hij grijnzend een vernietigende presentatie heeft gehouden over de toekomst van kunstveilinghuizen in het algemeen, die van het beursgenoteerde Sotheby's in het bijzonder.

Chanos — vermaard om zijn shortpositie in energiereus Enron, voordat dit bedrijf ten onder ging — sprak zijn woorden vorige week in Londen. Daar, in de investeringsfondsenwijk Mayfair, gaf de Amerikaan samen met een grote groep sectorgenoten acte de présence.

De reden was sympathiek: geld ophalen voor The Sohn Foundation, een stichting die zich inzet voor kankerbestrijding. In ruil daarvoor kregen bezoekers inzichten in de gedachtewereld van een groep tegendraadse beleggers, van wie we weinig weten maar wiens namen steeds vaker opdoemen rond opvallende koersbewegingen op de beurs.

Dat laatste heeft alles te maken met de Europese regel die twee jaar geleden inging. Beleggers die op een koersdaling speculeren zijn sindsdien verplicht het te melden als ze een half procent of meer van het aandelenkapitaal van een onderneming 'shorten'.

In Nederland werd zo in een vroeg stadium de aandacht gevestigd op de problemen bij technisch dienstverlener Imtech en bodemonderzoeker Fugro. Sinds enige tijd duikt ook de naam van SBM Offshore, olieplatformbouwer, veelvuldig op in de openbare shortregisters van de Autoriteit Financiële Markten.

Kynikos, van short-kampioen Chanos,

### Kunstje

**Zoeken naar aandelen die door de markt niet op de juiste waarde worden beoordeeld**

### Shortsellers

**Beleggers die op een koersdaling speculeren**

### Nadeel

**'Je wordt opeens niet meer uitgenodigd voor hun cocktailparty's'**

moest op 10 november zijn positie in SBM Offshore, dat worstelt met de nasleep van een omkopschandaal, melden.

Chanos, die ook al jaren sombert over China, liet zich in Londen niet uit over het hoe en waarom van zijn positie in SBM Offshore. Maar misschien dat zijn collega Marc Chatin van het Londense Parus Finance onbedoeld het antwoord gaf.

Tijdens zijn presentatie in Londen noemt Chatin het Zwitserse Transocean, sectorgenoot van SBM Offshore, namelijk een ideale short-kandidaat. Chatin wijst op de grote bronnen aan schaliegas en -olie die in de VS worden gevonden. Hij denkt dat daarvan een zodanig druk op de olieprijs zal uitgaan dat veel dure boorprojecten op zee — waar Transocean, maar óók SBM Offshore van leven — onrendabel worden en dus worden uitgesteld of afgeblazen. 'Tussen 2011 en 2013 liepen de inkomsten van Transocean terug. Sinds 2014 zijn ze ingestort.'

Een van de opvallendste presentaties in Londen was van Nicolai Tangen, oprichter en ceo van Ako Capital, dat overigens ook short zit in SBM Offshore. In tegenstelling tot Kynikos neemt Ako ook 'longposities' in op aandelen, waarbij juist gespeculeerd wordt op een koersstijging. Oftewel: het investeringsbedrijf speurt de beurs niet alleen af naar 'losers', maar ook naar 'winners'.

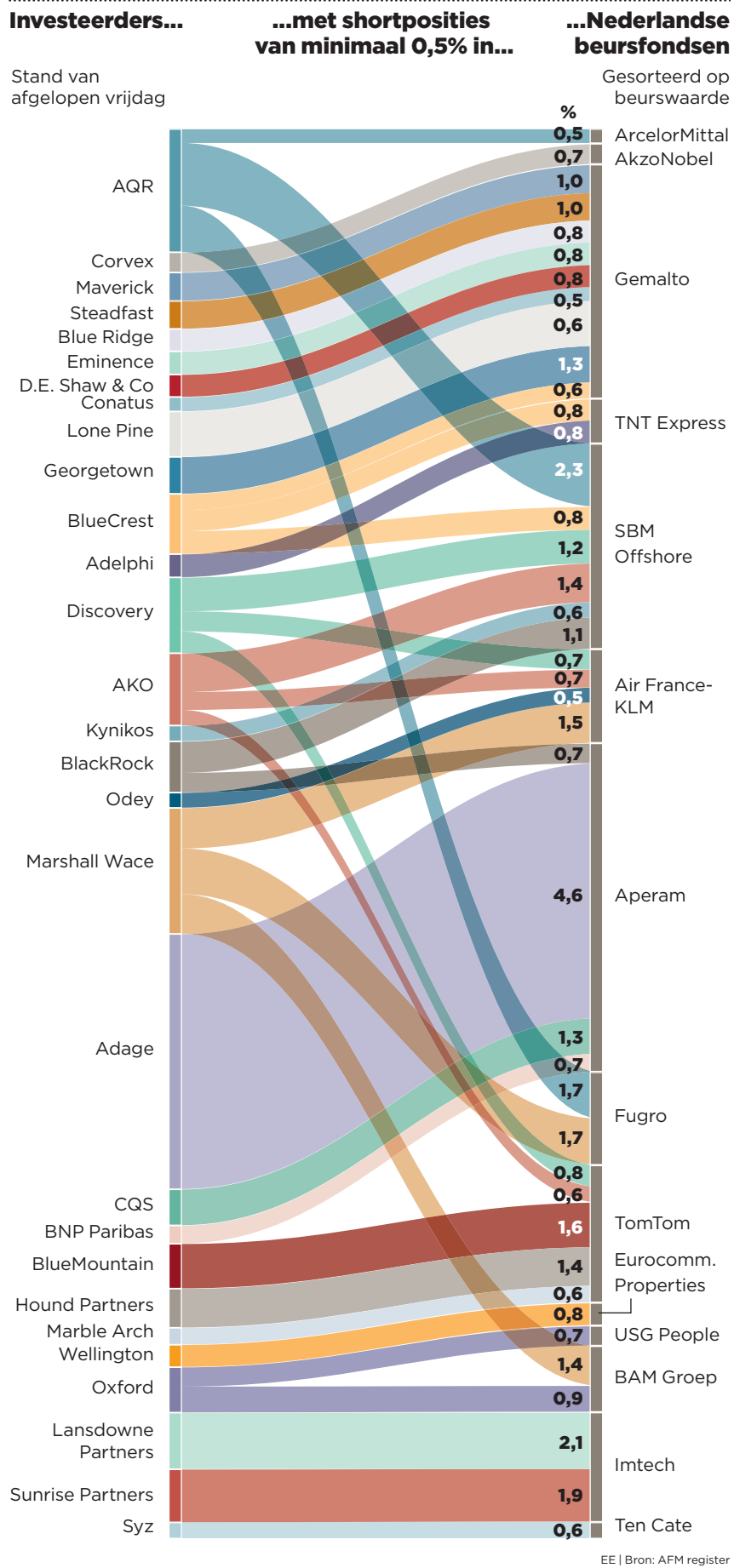
De Zweedse bank Handelsbanken is volgens Tangen zo'n winnaar. Tangen bewijst zijn tegendraadheid: hij houdt van Handelsbanken omdat deze bank alles anders doet dan de rest van de sector. 'Ze doen niet aan casinobanken, de ceo krijgt geen bonus en de werknemers zijn de grootste aandeelhouders.'

Maar de liefde gaat verder. Waar de grote banken wegtrekken uit kleine steden en dorpen, trekt Handelsbanken hier juist naartoe. En waar grote banken centraliseren — in Nederland gaat zelfs Rabobank langzaam maar zeker overstag — gelooft Handelsbanken juist in decentralisatie. Handelsbanken had geen staatssteun nodig tijdens de crisis, zo stipt Tangen aan. Het geheim? 'Ze luisteren niet naar consultants.'

Met zijn presentatie laat Tangen zien hoe een hedgefonds denkt: men zoekt naar aandelen die om de een of andere reden door de markt niet op de juiste waarde worden geschat. De kunst daarvan moet niet worden onderschat, merkt Richard Pzena van Pzena Investment Management op. 'Beleggers zeggen vaak dat ze op zoek zijn naar goede bedrijven die goedkoop zijn. Ik zit al dertig jaar in het vak, maar heb er nog nooit één gevonden.'

Of toch? Met een longpositie in de Russische gasgigant Gazprom, voor 50,2% onder controle van Westerse paria Vladimir

## Shortlist Alle bekende shortposities



## Boekhouddetectives

Short-beleggers maken graag gebruik van boekhouddetectives. Dat zijn cijferdeskundigen die als forensisch experts op zoek gaan naar fricties in financiële verslaggeving van beursbedrijven.

In Nederland dook zo de naam van het Amerikaanse CFRA op bij Imtech, Fugro en SBM Offshore. Drie bedrijven waar stevige shortposities in zijn opgebouwd waarna een koersval optrad. In Spanje (bij wifi-bedrijf Gowex) en in Engeland (bij Quindell, dat verzekeringsclaims afhandelt) deed het mysterieuze Gotham City Research van zich spreken.

Gowex is inmiddels failliet en heeft erkend dat het cijfers had vervalst. Quindell is in een bodemloze put gevallen op de Londense beurs. Het verschil tussen CFRA en Gotham is dat Gotham niet alleen rapporten schrijft, maar daar zelf ook posities op in neemt.

Op het congres in Londen, trad Muddy Waters Research op, dat net als Gotham niet alleen speurt naar boekhoudkundige omissies, maar daar ook op handelt. Muddy Waters ontmantelde het in Canada genoteerde Chinese bosbouwbedrijf Sino-Forest, dat bezittingen tegen te hoge waarde in de boeken had opgenomen.

Poetin, lijkt Pzena een weg te bewandelen die veel anderen als zeer riskant beschouwen. Het aandeel verloor 23% tijdens het begin van de Oekraïne-crisis begin dit jaar, maar klimt sindsdien met horten en stoten weer omhoog.

Terug naar de shortbeleggers. Er is wel gezegd dat de openbaarmaking van hun posities in aandelen alleen maar koren op hun molen is. Als deze fondsen eenmaal de reputatie hebben opgebouwd dat ze een 'crash' in een vroeg stadium zien aankomen, dan kan alleen al het opduiken van hun naam in de registers genoeg zijn om dit effect teweeg te brengen.

Een manager van een shortbelegger uit Dallas laat echter weten dat hij de openheid desondanks geen onverdeelde genoeg vindt en dat hij hoopt dat het Europese voorbeeld in de VS geen navolging krijgt. 'Het is veel moeilijker geworden om toegang tot bedrijven te krijgen. Ze werken een stuk minder goed mee.'

En oh ja, hij ziet nóg een nadeel: 'Je wordt opeens niet meer uitgenodigd voor hun cocktailparty's. Er is zo geen lol meer aan.'

