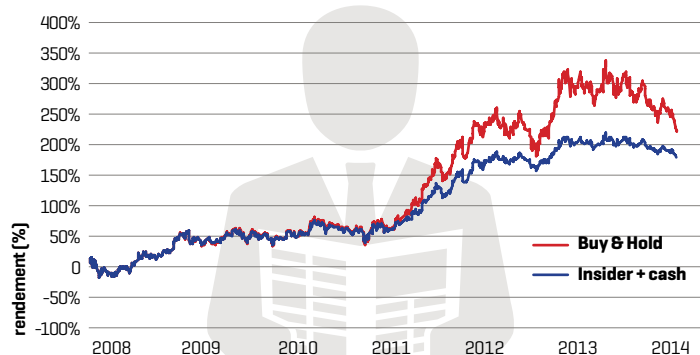


GEMALTO Verkopen terwijl de koers oploopt

Periode: okt 2008 t/m okt 2014. Data: Bloomberg.

WERKWIJZE**Het onderzoek in een notendop**

Wat zegt een aan- of verkooporder door een insider? In theorie is het een positief signaal als een insider aandelen (bij)koopt. Bij een verkoop kan de vraag rijzen of de insider nog wel vertrouwen heeft in de onderneming. We becijferden hoe gelukkig de hand van insiders was bij vijftig Nederlandse beursfondsen die in "hun eigen" bedrijf handelden in de periode van oktober 2008 tot oktober 2014.

Om zaken overzichtelijk te houden, rekenen we met een gezamenlijk startkapitaal van honderdduizend euro voor alle insiders bij elkaar. Als een insider verkoopt, daalt het belegd vermogen van de insiders in aandelen, en wordt de opbrengst op rente gezet tegen een tarief van 1 procent op jaarbasis. Als insiders juist aandelen bijkopen wordt in feite geld geleend tegen eveneens 1 procent op jaarbasis.

Het aantal aandelentransacties is afgeleid uit het AFM-register dat de aan- en verkopen van insiders registreert. Omvangrijke transacties in het register, wegen zwaarder in ons model. We hebben de portefeuilles van de insiders afgezet tegen het rendement dat een belegger zou realiseren als hij gewoon de hele rit zou uitzitten. Beide rendementen zijn inclusief dividendbetalingen.

**EEN BELEGGER DIE NIET NAAR DE ACHTERLIGGENDE REDEN VAN EEN VERKOOP KIJKT, KAN DE DEKSEL OP ZIJN NEUS KRIJGEN**

van 62,88 euro (Peter Wennink, 2 mei 2014). Bij ingenieursbureau Arcadis stapten insiders ook te vroeg uit waardoor zij koerswinst misliepen. De buy-and-hold-belegger keek tegen een rendement van bijna 220 procent aan, terwijl insiders rendement misliepen doordat zij aandelen te vroeg verkochten (plus 150 procent). Bij bedrijven als Philips, ASMI en ING was een zelfde patroon zichtbaar.

VALS SIGNAAL

Een insider die koopt, lijkt maar één ding te kunnen betekenen: hij of zij heeft vertrouwen in de toekomst van het bedrijf en de koers zal stijgen. Maar voor een verkoop kunnen honderden verklaringen zijn. Een belegger die niet naar de achterliggende reden van een verkoop kijkt, kan de deksel op zijn neus krijgen.

Neem Gemalto, dat zich bezighoudt met het beveiligen van onder meer bankpassen en creditkaarten. De topman van dit beursfonds, Olivier Piou, heeft het regelmatig aan de stok met Angelsaksische hedgefondsen die gokken op koersdalingen van het bedrijf. De fondsen zijn sceptisch over de boekhouding, de hoge waardering en de bestendigheid van het verdienmodel in de toekomst.

In de beeldvorming hielp het niet dat Olivier Piou op grote schaal zijn pakket met een waarde van tot

wel 50 miljoen euro aandelen sinds eind 2012 heeft afgebouwd tot ongeveer 17 miljoen euro. De reden hiervoor gaf Piou al in de aandeelhoudersvergadering van begin 2012. De Fransman heeft de aandelen en opties bij de beursgang van de rechtsvoorgang van Gemalto in 2004 met een lening gefinancierd en die liep in 2012 af. Daarnaast eiste de fiscus een deel van de koerswinst op de aandelen op die in cash afgerekend moest worden.

Dit zijn zaken die op het eerste gezicht los staan van het bedrijf. Uit de grafiek blijkt dan ook dat de insiders, inclusief topman Piou, er beter aan hadden gedaan de stukken aan te houden. De insiders (rendement: 177 procent) doen het aanzienlijk slechter dan de buy-and-hold-belegger (rendement: 222 procent).

WINNAARS WORDEN VERLIEZERS

Hoewel insidertransacties op brede belangstelling van de pers kunnen rekenen, laat ons onderzoek zien dat insiders niet beter beleggen dan een buy-and-hold-belegger.

Maar er is een kanttekening bij dit onderzoek: de periode van zes jaar is kort. Als economen het ergens over eens zijn, is het dat financiële markten zowel naar boven als naar beneden kunnen overdrijven. Hierbij valt het op dat de grootste uitverkoop onder insiders werd gehouden bij bedrijven die op dit moment de handen op elkaar krijgen van beleggers (zie kader 'Kopende en verkopende insiders' op pagina 12).

Zo verkochten de insiders van chipmachinefabrikant ASML, vastgoedfonds Unibail-Rodamco en digitaal beveiligingsbedrijf Gemalto de meeste aandelen. Deze bedrijven hebben naar allerlei objectieve maatstaven een forse waardering waardoor zij kwetsbaar zijn voor (kleine) tegenvallers. Het zou kunnen dat bestuurders en commissarissen van deze bedrijven alsnog hun gelijk halen als de aandelen onverhoopt minder populair worden in de komende jaren.